



HAL
open science

La débâcle de l'austérité. Perspectives 2012-2013

Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Xavier Timbeau. La débâcle de l'austérité. Perspectives 2012-2013. Revue de l'OFCE, 2012/6 (125), pp.272, 2012, Prévisions, 9782312003177. hal-03473953

HAL Id: hal-03473953

<https://sciencespo.hal.science/hal-03473953>

Submitted on 10 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

LA DÉBÂCLE DE L'AUSTÉRITÉ
PERSPECTIVES 2012-2013

octobre 2012

sous la direction de Xavier Timbeau

PERSPECTIVES 2012-2013

octobre 2012

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 Périer, Mathieu Plane, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

Publication

Philippe Weil (directeur de la publication), Gérard Cornilleau (rédacteur en chef), Laurence Dubois Fresney (secrétaire de rédaction), Najette Moummi (responsable de la fabrication)

Contact

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

PERSPECTIVES 2012-2013

sous la direction de Xavier Timbeau

PRÉVISIONS

La débâcle de l'austérité	11
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
Zone euro : l'austérité pour tous, tous pour l'austérité ?	43
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie européenne</i> Département analyse et prévision	
France : la guerre de 3 % aura-t-elle lieu ?	67
<i>Perspectives économiques 2012-2013 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

Pétrole : la nervosité des acteurs	131
Céline Antonin	
États-Unis : à l'heure de l'austérité	139
Christine Riffart	
Japon : croissance en sursis	151
Bruno Ducoudré	
Asie : une croissance plus sage	159
Amel Falah	
Amerique latine : un atterrissage en douceur	165
Christine Riffart	
PECO : dans le sillage de la zone euro	171
Marion Cochard	
Royaume-Uni : l'enlisement	175
Catherine Mathieu	
Allemagne : une récession évitée de justesse	183
Sabine Le Bayon	
Italie : l'austérité à tout prix	189
Céline Antonin	
Espagne : une bataille perdue d'avance ?	199
Danielle Schweisguth	
La tragédie grecque se poursuit	205
Céline Antonin	

Le Tigre celtique rentre ses griffes	209
Christophe Blot	
Portugal : englué dans la recession	215
Sabine Le Bayon	

ÉTUDE SPÉCIALE

Politiques monétaires : en attendant la demande	223
Département analyse et prévision	

<i>Index des tableaux, graphiques et encadré</i>	<i>247</i>
--	------------

<i>Liste des abréviations de pays</i>	<i>252</i>
---	------------

Débat sur les perspectives économiques	255
---	------------

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 pour la France. Des fiches pays et thématiques suivent ces deux articles, détaillant d'autres zones géographiques.

Une étude spéciale traite de la politique monétaire et s'intitule « En attendant la demande... ». Insérés dans cette prévision, 12 encadrés abordent des points spécifiques.

Enfin, le débat sur les perspectives économiques permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de Michel Aglietta et de Ludovic Subran.

PRÉVISIONS

La débâcle de l'austérité	11
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision	
Zone euro : l'austérité pour tous, tous pour l'austérité ?	43
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie européenne</i>	
Département analyse et prévision	
France : la guerre de 3 % aura-t-elle lieu ?	67
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision, Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane	

LA DÉBÂCLE DE L'AUSTÉRITÉ

PERSPECTIVES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision¹,
sous la direction de Xavier Timbeau

Alors que la sortie de récession des économies développées dans le courant de l'année 2009 paraissait marquer la fin de la crise, la rechute de l'activité depuis la mi-2011 a anéanti les espoirs d'une sortie sans douleur de la dégradation des finances publiques causée par l'épisode précédent. Les stabilisateurs automatiques, les plans de relance et les dispositifs de sauvetage des agents privés menacés par la crise financière de 2008/09 ont évité un engrenage récessif, mais au prix d'un creusement des déficits et d'une montée de l'endettement public.

Les États européens se sont lancés dans des politiques d'austérité pour assainir leurs finances publiques. Lutter contre les déficits et l'endettement est une intention naturellement louable et relève de la « bonne gestion », mais la stratégie mise en œuvre par les gouvernements a des conséquences qui non seulement replongent les économies dans la récession – ce qui pourrait être le prix à payer aujourd'hui pour une amélioration dans le futur – mais rendent en plus impossible la réalisation de l'objectif.

Les effets multiplicateurs, sur lesquels était fondé le succès des plans de relance pour contrer la récession, jouent aujourd'hui en sens inverse. Les réductions de recettes fiscales liées au fléchissement de l'activité qui résulte des politiques budgétaires restrictives freinent la baisse du déficit. En outre, l'austérité est mise en œuvre dans une période de basse conjoncture pendant laquelle la valeur des multiplicateurs budgétaire est élevée, ce qui conduit à une impasse complète dans les pays les plus en difficulté. L'obstination des gouvernements à réduire le déficit débouche ainsi sur une spirale de rigueur et de récession.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2012. Il a été rédigé par Céline Antonin, Hervé Péléraux 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 Danielle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 13 octobre 2012.

L'année 2012 s'achève et les espoirs d'une sortie de crise sont, cette fois, bien déçus. Après une année 2012 marquée par la récession, la zone euro connaîtra une nouvelle année catastrophique en 2013 (-0,1 % de croissance du PIB en 2013 après -0,5 % en 2012, selon nos prévisions, voir tableaux 1 et 2). Le Royaume-Uni n'échappe pas à cette évolution et s'enfonce un peu plus dans la crise (-0,4 % en 2012, 0,3 % en 2013). Car au-delà des chiffres de croissance de l'activité, ce sont les évolutions du chômage qui rappellent la gravité de la situation. À l'exception de l'Allemagne et quelques autres pays développés, aucune économie occidentale n'échappe à la persistance d'un chômage élevé, voire en progression comme en zone euro (le taux de chômage atteindrait 12 % en 2013 en zone euro au lieu de 11,2 % au deuxième trimestre 2012). Or, la persistance du chômage entraîne une dégradation de la situation de ceux qui ont perdu leur emploi, et qui, pour certains basculant dans la catégorie des chômeurs de longue durée, doivent faire face à l'épuisement de leurs droits à indemnisation (voir tableaux 4 et 5). Ainsi, bien que connaissant une croissance de l'activité plus favorable que celle de la zone euro, le marché du travail aux États-Unis illustre bien une économie américaine engluée dans la grande récession.

Pour autant, il ne s'agit pas d'une nouvelle catastrophe imprévisible dont la zone euro serait l'épicentre. Le retour en récession découle au contraire d'un diagnostic erroné et de l'incapacité des institutions européennes à faire face rapidement à la logique de la crise. Cette nouvelle plongée est le résultat des politiques d'austérité massives, surdimensionnées, dont les impacts ont été sous-estimés. En voulant à tout prix et en urgence restaurer l'équilibre des finances publiques et la crédibilité de la gestion économique de la zone euro, on aboutit à la démonstration inverse. Pour sortir de cette ornière, il faudrait un renversement de la politique économique en Europe.

L'origine de ce choix de politique économique trouve sa source dans le creusement des déficits publics et le gonflement des dettes publiques qui atteignent en 2012 des niveaux record. Rappelons que les déficits et les dettes publics ne sont pas à l'origine de la crise de 2008-2009. La grande récession résulte de la prise de conscience

que beaucoup de dettes privées (à l'exemple de celles contractées par des ménages au cours du gonflement de la bulle immobilière), comme beaucoup d'actifs privés (utilisés comme « réservoir » de valeur par exemple dans les fonds de pension) étaient non soutenables. À une série de défauts de paiements privés s'est ajoutée une perte de valeur brutale des actifs mondiaux, comme si une gigantesque bulle financière avait éclaté.

Pour interrompre la spirale récessive engendrée par cette brutale prise de conscience, on a laissé jouer les stabilisateurs automatiques, mis en œuvre des plans de relance et socialisé des dettes privées qui menaçaient de déstabiliser l'ensemble de la finance mondiale. C'est cela qui a provoqué des déficits publics ; et c'est pour mettre un terme à une chute libre que l'on s'est résolu à cette socialisation des dettes.

Le retour en récession découle de la difficulté à soutenir cette socialisation des dettes privées. En effet, en zone euro, chaque pays doit faire face au financement de son déficit sans le contrôle de sa monnaie. La conséquence est immédiate : un concours de beauté des finances publiques les plus rigoureuses s'instaure entre les pays de la zone euro. Chaque agent économique européen cherche légitimement le support le plus fiable pour ses actifs et trouve le plus grand attrait aux titres de dette publique allemande. Les autres pays se trouvent dès lors menacés à plus ou moins long terme, ou immédiatement, d'une sanction directe : l'assèchement du financement par le marché. Pour attirer les capitaux, ils doivent alors accepter une hausse des taux d'intérêt et entreprendre dans l'urgence une purge de leurs finances publiques. Mais ils courent après une soutenabilité qui disparaît avec la récession, quand ils cherchent à la trouver par la restriction.

Pour les pays qui ont la maîtrise de leur politique monétaire, la situation est différente. En effet, l'épargne nationale s'expose au risque de change si elle est tentée de fuir vers d'autres pays. En outre, la banque centrale apporte la garantie de dernier ressort. L'inflation pourrait s'ensuivre, mais, quoi qu'il en soit, un défaut de paiement sur la dette publique est inenvisageable. Au contraire, dans la zone euro cette perspective devient possible et le seul refuge à court terme est l'Allemagne, puisqu'elle sera le dernier pays à s'écrouler (mais elle s'écroulera irrémédiablement aussi quand tous ses partenaires se seront écroulés).

La solution à la crise de 2008-2009 a été de socialiser les dettes privées insoutenables. Pour la suite, la solution consiste à résorber ces dettes désormais publiques sans engendrer la panique que l'on était parvenu à contenir à l'été 2009. Deux conditions sont nécessaires. La première est d'apporter la garantie qu'il n'y aura de défaut sur aucune dette publique, ni partiel, ni complet. Cette garantie ne peut être donnée en zone euro que par une forme de mutualisation des dettes publiques. Le dispositif annoncé par la BCE en septembre 2012, l'OMT (*Outright Monetary Transactions*), permet une telle mutualisation². Il conditionne le rachat des titres de dettes (et donc leur mutualisation par le biais du bilan de la BCE) à l'acceptation d'un plan d'assainissement des finances publiques. Or l'Espagne, qui a besoin de ce dispositif pour échapper à la pression des marchés, ne veut pas entrer à n'importe quelles conditions dans l'OMT. En effet, relâcher la pression des marchés ne vaut que si cela autorise à sortir du cercle vicieux de l'austérité³.

Car à l'impréparation des institutions européennes à une crise financière s'est ajoutée une erreur d'appréciation quant au fonctionnement des économies. Le cœur de cette erreur est l'évaluation erronée de la valeur des multiplicateurs qui permet de mesurer l'impact des politiques d'assainissement des finances publiques sur l'activité. En sous-estimant les multiplicateurs budgétaires, les gouvernements européens ont crû pouvoir rétablir rapidement et sans dommage l'équilibre de leurs finances publiques par une restriction rapide et violente. Influencés par une abondante littérature économique qui pouvait même laisser croire qu'une austérité pouvait être source de croissance (*sic*), ils se sont engagés dans un programme de restriction fiscale sans précédent (voir encadré 4 à la fin de cette partie). Nous en détaillons à la fois la nature, l'ampleur

2. L'union bancaire permettrait également une mutualisation partielle des dettes privées potentiellement publiques. Une union bancaire aurait largement modifié la nature de la crise en Espagne ou en Irlande.

3. Il s'agit là d'une solution de continuité, qui paraît la seule envisageable compte tenu de l'imbrication financière et économique qui caractérise les économies développées et qui s'est étendue à la zone euro avec l'introduction de la monnaie unique. Un défaut partiel ou complet sur certaines dettes publiques est une autre solution, de rupture radicale celle-là. En effet, les conséquences d'un tel défaut partiel ou complet, sur la dette d'un ou plusieurs pays, tout comme les scénarios de sortie d'un pays ou d'un groupe de pays de l'euro sont d'une ampleur si considérable que les pertes endurées d'un côté ne seront probablement pas compensées par les marges de manœuvres gagnées de l'autre. On remet difficilement le dentifrice dans le tube lorsqu'il est sorti !

et les conséquences dans la suite de ce texte, comme dans les parties dédiées à la zone euro et à la France.

Cependant, aujourd'hui, comme l'illustrent les spectaculaires révisions du FMI ou de la Commission européenne⁴, les multiplicateurs budgétaires⁵ seraient bien plus importants, parce que les économies connaissent des situations de chômage involontaire prolongées. Un faisceau d'éléments empiriques converge dans ce sens, de l'analyse des erreurs de prévisions (voir *infra*), au calcul des multiplicateurs à partir des performances constatées en 2011 ou estimées en 2012 (voir *infra* également). Ainsi, nous estimons le multiplicateur pour l'ensemble de la zone euro en 2012 à 1,6⁶ alors que des évaluations comparables sont faites pour les États Unis ou le Royaume-Uni.

Or un multiplicateur élevé implique qu'une restriction budgétaire a un fort effet sur les finances publiques et, en conséquence, un faible effet sur la réduction du déficit public. C'est cette combinaison qui constitue la débâcle par l'austérité et qui compromet la perspective du retour à l'équilibre des finances publiques. L'Espagne illustre à nouveau parfaitement cette implacable logique. Mais l'existence d'un multiplicateur élevé indique également la marche à suivre pour sortir du cercle vicieux de l'austérité. Il faut, au lieu de chercher à réduire à court terme à n'importe quel coût le déficit public, laisser l'économie revenir dans une zone de fonctionnement où les multiplicateurs sont à nouveau réduits et retrouvent leur configuration usuelle. Il s'agit donc de reporter l'ajustement budgétaire à un moment où le chômage sera significativement réduit pour que la restriction budgétaire puisse produire son effet.

Reporter l'ajustement à plus tard suppose que la pression des marchés soit contenue par une banque centrale qui apporte la

4. Voir le [World Economic Outlook d'octobre 2012](#) du FMI (et les remous que provoquent ses analyses jusque dans le [Financial Times](#) qui se pique d'en refaire les calculs) ou le chapitre 3 du Rapport sur les Finances Publiques de la Commission européenne ([European Economy 4/2012](#)) ou le document de travail sur les multiplicateurs de juillet 2012 ([ici](#)).

5. Il apparaît également, « en temps de crise », que les multiplicateurs résultant d'une baisse des dépenses sont plus forts que ceux résultant d'une hausse des impôts, contrairement à ce qui prévaut en « temps normal » où les effets désincitatifs d'une hausse des impôts s'ajoutent à leurs effets récessifs. En temps de crise, au contraire, l'effet désincitatif disparaîtrait.

6. Le multiplicateur de la zone euro ainsi évalué dépend de la structure des plans d'ajustement et surtout de leur répartition géographique. L'Espagne entreprend ainsi des ajustements considérables alors que son multiplicateur est très élevé (voir encadré) et l'Allemagne ne fait pratiquement pas d'ajustement alors que son multiplicateur est faible.

garantie nécessaire à la dette publique. Cela suppose également que les taux d'intérêt sur cette dette publique soient les plus bas possibles pour faire participer financièrement les parties prenantes qui bénéficieront *in fine* de la soutenabilité des finances publiques. Cela suppose également en zone euro que la mutualisation des dettes publiques soit associée à une forme de contrôle sur la soutenabilité dans le long terme des finances publiques de chacun des États membres, autrement dit, d'un abandon partiel d'une souveraineté nationale devenue inopérante, au profit d'une souveraineté supranationale, seule à même de dégager des marges de manœuvre nouvelles qui permettent de sortir de la crise.

L'économie mondiale asphyxiée

À la mi-2011, la croissance mondiale a atteint le pic de son rebond après la récession de 2008-2009. La rechute conjoncturelle en zone euro, liée à l'arrêt des plans de relance puis à l'engagement de politiques d'assainissement des finances publiques, a retenti sur l'ensemble des économies de la planète, pays industrialisés comme zones émergentes.

Tableau 1. Pertes (-) ou gains (+) de production et variation du chômage

En %								
2008q1 / 2012q2	USA	JPN	GBR	DEU	FRA	ESP	ITA	EUZ (17)
PIB	2,2	-1,7	-4,3	+1,7	-0,8	-5,4	-6,7	-1,7
PIB/habitant	-1,6	-1,2	-7,1	+2,6	-3,1	-6,2	-8,8	-5,3
Chômage (<i>en points</i>)	+3,2	+0,5	+2,5	-1,2	+2,6	+15,5	+4,2	+4,0

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Aux États-Unis, le PIB a dépassé son précédent pic (tableau 1), mais la richesse créée par habitant reste plus basse de 1,6 % qu'au début de 2008. Sur la même période, les États-Unis figurent aussi dans le peloton de tête de l'augmentation du chômage. En 2011 et 2012, l'activité économique y a progressé à un rythme annuel proche de son potentiel, environ 2,3 %, ce qui ne peut être qualifié de reprise et ne permet pas de combler l'écart de production et les déséquilibres induits du marché du travail et des finances publiques. Les États-Unis, même s'ils mettent en œuvre des politiques d'assainissement moins drastiques que dans les pays de la zone euro, subissent ainsi les effets de leur propre restriction, qui va

d'ailleurs s'accroître en 2013, combinée à celles menées à l'extérieur. La croissance américaine devrait donc subir un sérieux coup de frein, ralentissant de 2,2 % en 2012 à moins de 1 % en 2013 (tableau 2).

Tableau 2. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2011	2012	2013
Allemagne	4,2	3,1	0,8	0,6
France	3,1	1,7	0,1	0,0
Italie	2,6	0,5	-2,4	-1,1
Espagne	2,0	0,4	-1,4	-1,2
Pays-Bas	1,0	1,1	-0,2	0,3
Belgique	0,6	1,8	-0,1	0,9
Finlande	0,5	2,8	0,8	1,1
Autriche	0,5	2,7	1,0	0,5
Portugal	0,3	-1,7	-2,8	-1,2
Grèce	0,3	-6,2	-6,2	-3,7
Irlande	0,3	0,8	-0,4	-0,1
Zone euro	15,5	1,5	-0,5	-0,1
Royaume-Uni	3,2	0,9	-0,4	0,3
Suède	0,5	4,0	0,8	1,3
Danemark	0,3	0,8	-0,3	0,7
Union européenne à 15	19,4	1,4	-0,4	0,0
12 nouveaux pays membres	2,7	3,1	1,0	1,8
Union européenne à 27	22,0	1,6	-0,3	0,2
Suisse	0,5	1,9	0,9	1,2
Norvège	0,4	2,5	4,0	2,8
Europe	22,9	1,7	-0,2	0,2
États-Unis	20,8	1,8	2,2	0,9
Japon	6,3	-0,7	2,4	1,3
Canada	1,9	2,4	2,0	1,5
Pays industriels	53,5	1,4	1,1	0,7
Pays candidats à l'UE ²	1,5	7,8	2,4	3,7
Russie	3,3	4,3	3,5	3,8
Autres CEI ³	1,3	5,9	3,0	3,5
Chine	11,5	9,2	7,9	7,8
Autres pays d'Asie	13,2	5,9	5,2	5,9
Amérique latine	8,7	4,2	3,0	3,1
Afrique subsaharienne	2,3	5,1	5,0	5,2
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	3,3	5,3	3,5
Monde	100	3,6	3,0	2,8

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 octobre 2012.

L'activité au Japon n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant-crise mais est restée soutenue, durant la première moitié de 2012, par les plans de reconstruction consécutifs aux catastrophes du début 2011. Face aux besoins de reconstruction, estimés à 4,8 points de PIB par le gouvernement, la politique budgétaire, à la différence des autres pays industrialisés, est restée expansionniste en 2011 et en 2012, et elle le sera encore en 2013. Mais les politiques d'assainissement budgétaire menées en Europe et aux États-Unis affecteront en retour les exportations japonaises. L'activité nipponne ralentirait ainsi de 2,4 % en 2012 à 1,3 % en 2013.

Dans le bloc des pays industrialisés, la zone euro apparaît comme la plus affectée par la crise de ces quatre dernières années. L'évolution de la richesse créée par habitant y est négative, avec un recul de 5,3 % depuis le pic cyclique du début de 2008. Le PIB lui-même n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise et le chômage s'est accru de 2,2 points. La zone euro est doublement affectée par les difficultés budgétaires, car à la défiance des marchés vis-à-vis des pays en difficulté s'ajoute la menace d'un éclatement de la zone, aux conséquences incommensurables. La Banque centrale européenne semble être parvenue à désamorcer ces deux bombes en annonçant au mois de septembre un plan d'achats non limités de titres obligataires publics (*Outright monetary transactions*). Si les craintes de la sanction suprême, celles d'un éclatement de la zone, sont atténuées, les difficultés demeurent car la stratégie macroéconomique de la zone euro n'a pas changé. L'orientation de la politique budgétaire reste restrictive en 2012 et elle le sera encore en 2013, puisque les impulsions négatives devraient atteindre respectivement à 1,5 et 1,2 point de PIB. Ainsi, tous les efforts conduits pour améliorer la gouvernance européenne ne doivent pas occulter la réalité d'un renforcement de la consolidation budgétaire qui, dans chaque pays, freine la demande tant domestique qu'adressée et au final débouche sur une seconde récession en moins de quatre ans. La situation de certains pays, avec des pertes de production par habitant, depuis le pic du début 2008, qui dépassent d'ores et déjà 5 % (l'Espagne) ou s'approchent des 10 % (l'Italie), va donc s'aggraver, avec de nouvelles hausse du chômage, qui risquent de prendre un tour dramatique.

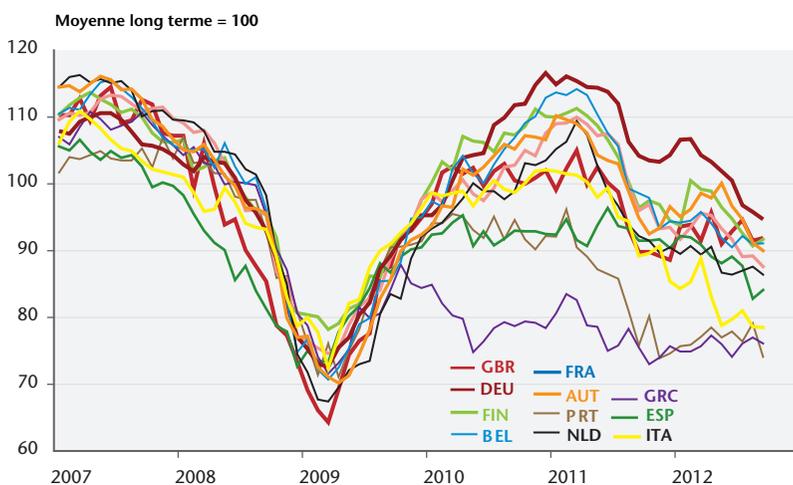
Les pays émergents ne sortent pas indemnes de cet environnement perturbé par les crises budgétaires dans les pays riches. Le

mode de développement sur lequel s'appuie la croissance des zones émergentes, axé sur la conquête de marchés extérieurs et les exportations, leur fait subir de plein fouet les restrictions conduites dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. Tous sont touchés, tant les pays fournisseurs de matières premières par la chute du prix des produits de base, que les pays exportateurs de biens manufacturés qui pâtissent de la dégradation de la demande intérieure de leurs clients. Les seuls à échapper au marasme sont les pays d'Asie qui semblent être parvenus à équilibrer leur croissance en développant leur demande intérieure ; ils apparaissent aujourd'hui mieux protégés des effets des chocs extérieurs.

L'auto-destruction programmée

Le rebond de l'activité après la plus grave récession qu'ait subi l'économie européenne depuis la Grande Dépression des années 1930 a donc fait long feu. Les indicateurs de confiance économique, qui synthétisent les résultats des enquêtes de conjoncture menées dans les différentes branches marchandes et auprès des ménages, se sont retournés au début de 2011 dans la majorité des pays, dès janvier 2012 pour le pays le plus en avance, l'Allemagne, un peu plus tardivement en Belgique, au mois d'avril (graphique 1). Dans

Graphique 1. Indicateurs de confiance économique en Europe



Source : Commission européenne.

les pays en situation particulièrement fragile, la Grèce et l'Espagne, le retournement a été perceptible beaucoup plus tôt, respectivement novembre 2009 et mai 2010.

Ce retournement du climat économique en Europe correspond à la fin des impulsions budgétaires positives en 2010 puis à l'engagement de plans drastiques d'assainissement des finances publiques à partir de 2011 (tableau 3). Les pays qui ont engagé ces politiques les premiers, avec de fortes impulsions budgétaires négatives dès 2010 en Espagne, mais aussi en Grèce, ont d'ailleurs précédé les autres pays, avec des rebonds éphémères des climats économiques et leur retournement plus précoce.

Tableau 3. Impulsions budgétaires et évolution des soldes publics primaires*

En points de PIB

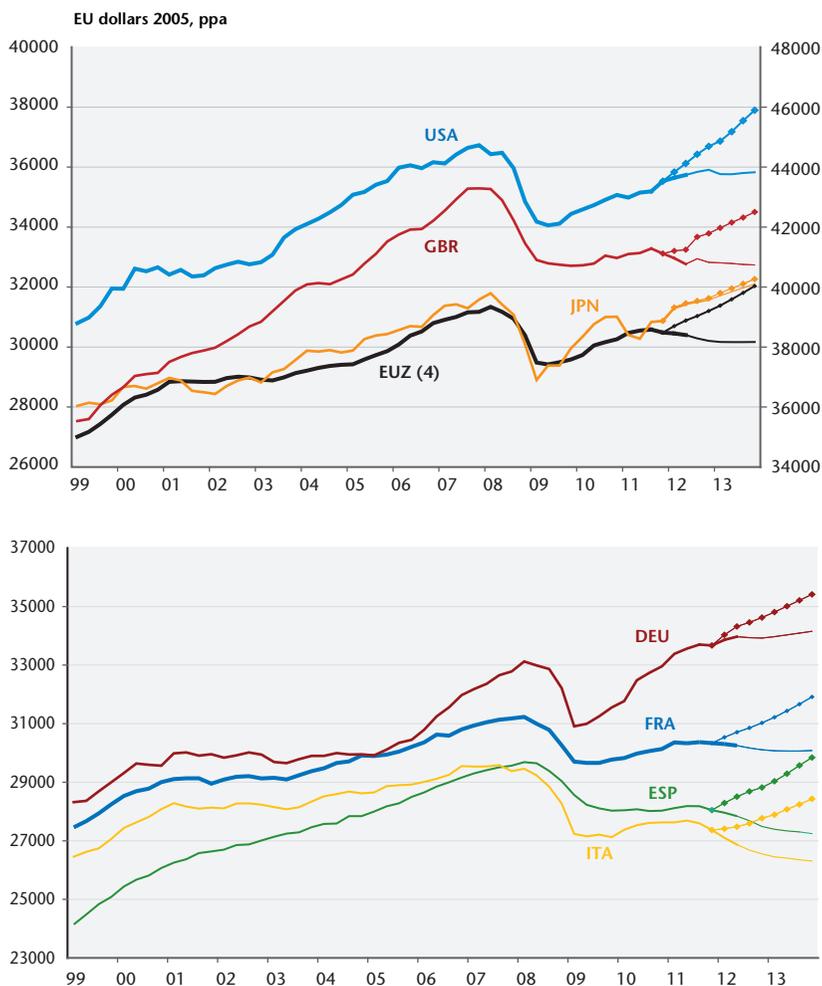
		2010	2011	2012	2013
Allemagne	Variation du solde public primaire	-1,3	3,5	0,3	-0,2
	Évolution spontanée	-0,2	-2,1	0,2	0,3
	Impulsion délibérée	1,5	-1,4	-0,5	-0,1
France	Variation du solde public primaire	0,6	2,1	0,8	1,0
	Évolution spontanée	-0,1	-0,1	0,8	0,8
	Impulsion délibérée	-0,5	-2,0	-1,6	-1,8
Italie	Variation du solde public primaire	0,7	1,1	1,9	1,4
	Évolution spontanée	-0,3	0	1,3	0,7
	Impulsion délibérée	-0,4	-1,2	-3,2	-2,1
Espagne	Variation du solde public primaire	2,4	0,8	2,3	1,4
	Évolution spontanée	0,1	0,3	1,1	1,0
	Impulsion délibérée	-2,5	-1,1	-3,4	-2,4
Royaume-Uni	Variation du solde public primaire	2,3	1,9	0,3	0,2
	Évolution spontanée	0,2	0,8	1,5	1,1
	Impulsion délibérée	-2,5	-2,7	-1,8	-1,3
États-Unis	Variation du solde public primaire	1,1	1,2	1,5	1,7
	Évolution spontanée	0	-0,1	-0,6	0,4
	Impulsion délibérée	-1,1	-1,1	-0,9	-2,1
Japon	Variation du solde public primaire	1,1	-1,1	0,3	-0,2
	Évolution spontanée	-1,7	0,6	-0,8	-0,2
	Impulsion délibérée	0,6	0,5	0,5	0,4

* Le solde public considéré ici est le solde primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, puisqu'à court terme les intérêts ne dépendent ni de la conjoncture ni de mesures délibérées. La variation du solde public primaire est égale à l'opposé de la somme de l'évolution spontanée, qui est liée au jeu des stabilisateurs automatiques (moins de rentrées fiscales, plus de dépenses sociales durant les périodes de ralentissement de la croissance ou de récession), et de l'impulsion budgétaire qui reflète l'évolution délibérée des déficits sous l'effet des plans de relance (impulsion positive) ou de restriction (impulsion négative).

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Au-delà des enquêtes de conjoncture, c'est l'ensemble des indicateurs qui témoignent, depuis la mi-2011, d'une rechute de l'activité. Les comptes nationaux quantifient la dégradation du climat conjoncturel, avec le retour de la récession dans la zone euro et au Royaume-Uni. Seule l'Allemagne est épargnée, mais la rechute des PIB chez ses partenaires commerciaux européens a freiné son rattrapage, comme aux États-Unis (graphique 2).

Graphique 2. PIB par tête en parité de pouvoir d'achat*



* En pointillé, la trajectoire spontanée des PIB sans l'effet des politiques budgétaires restrictives.

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE octobre 2012.

Cette rechute conjoncturelle doit être rapprochée des ajustements budgétaires conduits par les États européens, tout comme, en sens inverse, l'interruption de la récession en 2009 pouvait être analysée comme la conséquence du succès des politiques de relance engagées à l'époque. L'impact des politiques d'assainissement sur l'activité dépend de leur ampleur ainsi que de la réponse de l'économie à ces impulsions négatives au travers du multiplicateur. Si l'émergence d'impulsions négatives ne fait aucun doute, l'existence de multiplicateurs non nuls est controversée, et quand elle ne l'est pas, c'est leur taille qui fait débat⁷. Au-delà des problèmes d'estimation quantitative de ces multiplicateurs, un faisceau de présomptions alimente la crainte d'effets récessifs puissants des politiques d'assainissement budgétaire dans les pays qui les mettent en place.

La situation des agents privés est à l'évidence altérée par les conséquences des restrictions budgétaires. D'un côté, la productivité des facteurs de production reste durablement entamée par les chocs qu'ont subis les entreprises en 2008-2009 avec la récession et, à partir de la mi-2011, avec la rechute de l'activité. En Europe, le taux d'utilisation des capacités de production a rebondi depuis son point bas touché en 2008/09, mais s'est retourné à la baisse à partir du deuxième semestre 2011 après avoir brièvement rejoint sa moyenne de longue période (graphique 3). À l'automne 2012, le taux d'utilisation des capacités flirte à nouveau avec son point bas atteint lors de la récession de 1993. Au contraire, l'évolution des taux d'utilisation est favorable aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Japon qui porte encore les stigmates des catastrophes naturelles de mars 2011. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire est moins négative qu'en Europe et elle est positive au Japon, ce qui a permis aux entreprises américaines et japonaises de continuer à résorber le volume des capacités de production inemployées sous l'impulsion d'une activité plus ferme.

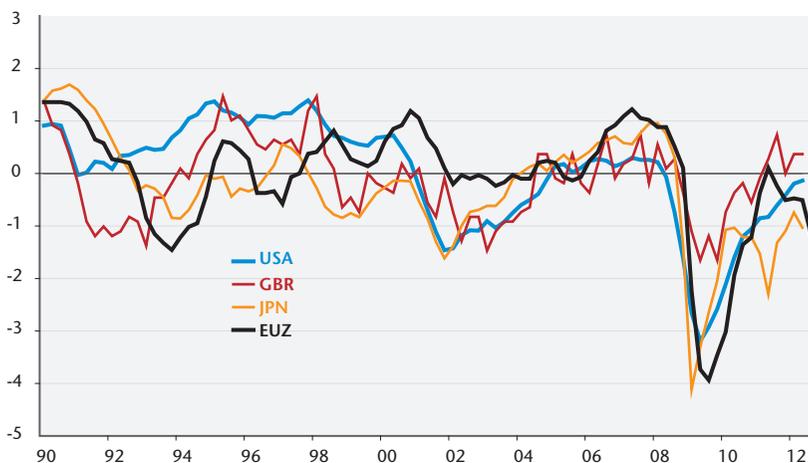
La persistance de surcapacités dans les pays européens place la productivité des facteurs de production sur une trajectoire qui, depuis 2008, s'écarte de la tendance. Le retard accusé par la productivité depuis quatre ans vis-à-vis de la tendance de long terme a

7. Voir sur ce point « Quel scénario de croissance à l'horizon 2017 ? », in Evaluation du projet économique du quinquennat 2012-2017, *OFCE, Les Notes*, n° 23, 26 juillet 2012, pp.8-9.

dégradé les marges des entreprises, alourdissant les coûts salariaux unitaires et pénalisant la rentabilité du capital. Pour les entreprises disposant de marges d'autofinancement suffisantes, l'incitation à investir est donc freinée et pour les autres, l'appel aux financements externes est limité par la pusillanimité des établissements de crédit confrontés à la crise des dettes souveraines ou par celle des investisseurs refroidis par la mauvaise tenue des bourses. Le rebond conjoncturel consécutif à la récession de 2008-2009 avait permis, comme il est de coutume en phase de reprise, d'amorcer la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif. À terme, il aurait

Graphique 3. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

En %, centré-réduit



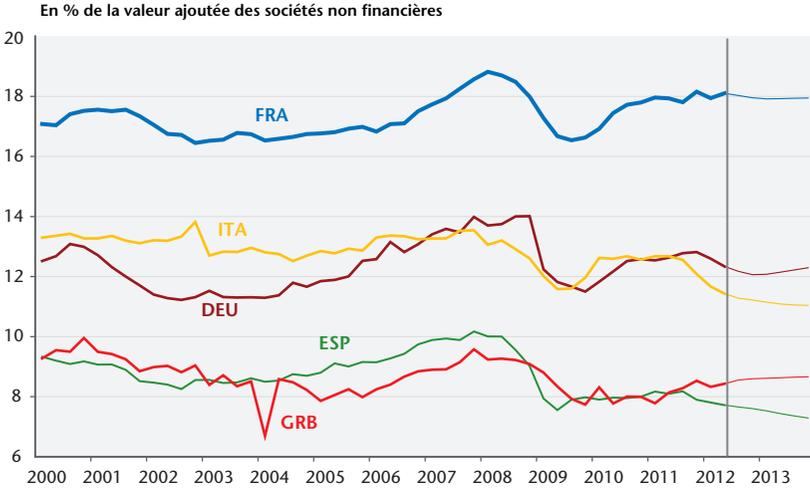
Sources : Instituts statistiques nationaux.

permis d'enclencher une reprise durable des dépenses d'investissement et des embauches et ainsi replacer les économies sur la voie d'une croissance vertueuse auto-entretenu. Mais l'engagement des politiques d'assainissement budgétaire a tué dans l'œuf ce processus en Europe avec une interruption généralisée de la reprise de l'investissement (graphique 4).

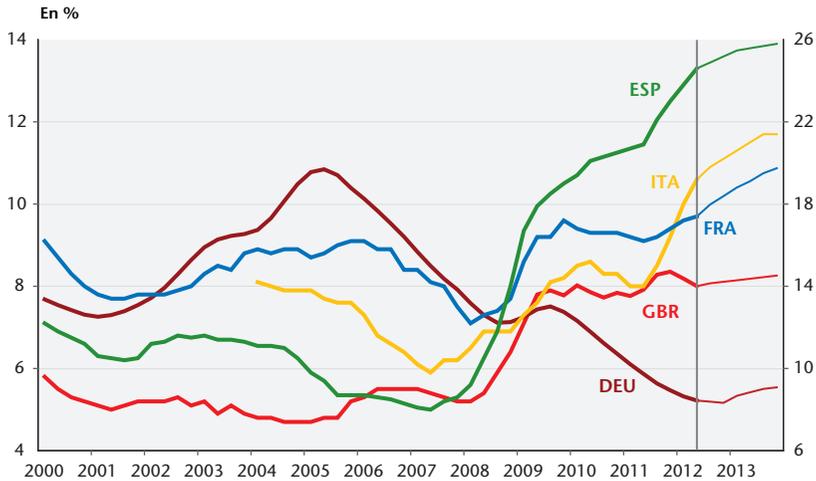
L'évolution du marché du travail éclaire aussi la réponse de l'économie aux impulsions budgétaires négatives. L'embryon de reprise après la récession de 2008-2009 a permis un léger déclin du chômage en France et en Italie et un simple ralentissement en Espagne jusqu'à la mi-2011, mais le retournement de l'activité a

instantanément relancé la hausse (graphique 5). Seule l'Allemagne a une trajectoire atypique, avec une hausse contenue durant la récession et un recul ultérieur qui s'inscrit dans la continuité du recul engagé en 2005.

Graphique 4. Investissement productif des entreprises en Europe



Graphique 5. Taux de chômage en Europe



La singularité de la situation actuelle réside dans le fait que la reprise de l'augmentation du chômage s'effectue en partant d'un niveau déjà élevé, ce qui n'avait pas été le cas dans les phases antérieures de retournement cyclique. Les pays qui connaissent un chômage élevé depuis maintenant quatre ans se trouvent confrontés à une hausse du chômage de longue durée qui pèse sur les ressources des ménages et renforce les multiplicateurs⁸ (tableaux 4 et 5).

Tableau 4. Chômage de longue durée

En milliers

	2008q2	2011q2	Évolution	
			en %	en pt de population active
Allemagne	1714	1059	-38	-1,6
Espagne	418	2502	498	9,1
France	781	1099	41	1,1
Italie	804	1447	80	2,5
Royaume-Uni	407	863	112	1,5

Source : Eurostat.

Tableau 5. Chômage entre 2007 et 2011

En % de la population active	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
chômage	-2,8	13,5	1,2	2,3	2,8
chômage de longue durée	-2,0	7,4	0,6	1,5	1,5
chômage non indemnisé	-1,1	7,5	0,6	2,0	1,1

Source : Eurostat.

Dès lors que la contrainte de revenu se renforce pour davantage de ménages, l'effet de freinage des plans d'austérité sur la consommation est plus fort qu'habituellement (graphique 6). La baisse du taux d'épargne peut permettre de lever partiellement la contrainte précédente, mais elle ne peut être que temporaire et d'ampleur limitée. À partir d'un certain seuil propre à chaque ménage, les baisses de revenu conduisent directement à des baisses de consom-

8. Sur la modulation de la taille des multiplicateurs selon la position de l'économie dans le cycle voir Creel J., É. Heyer. et M. Plane, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

mation. La consommation pâtit aussi de la hausse de l'épargne de précaution des personnes qui ne sont pas au chômage mais qui perçoivent la montée du risque de licenciement. Par ce canal, en plus de l'effet négatif direct de l'alourdissement des prélèvements obligatoires sur la consommation, les impulsions budgétaires négatives nourrissent les effets multiplicateurs dépressifs.

Graphique 6. Consommation des ménages en Europe



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2012.

L'absence de coordination des ajustements budgétaires des pays de la zone euro renforce également 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.

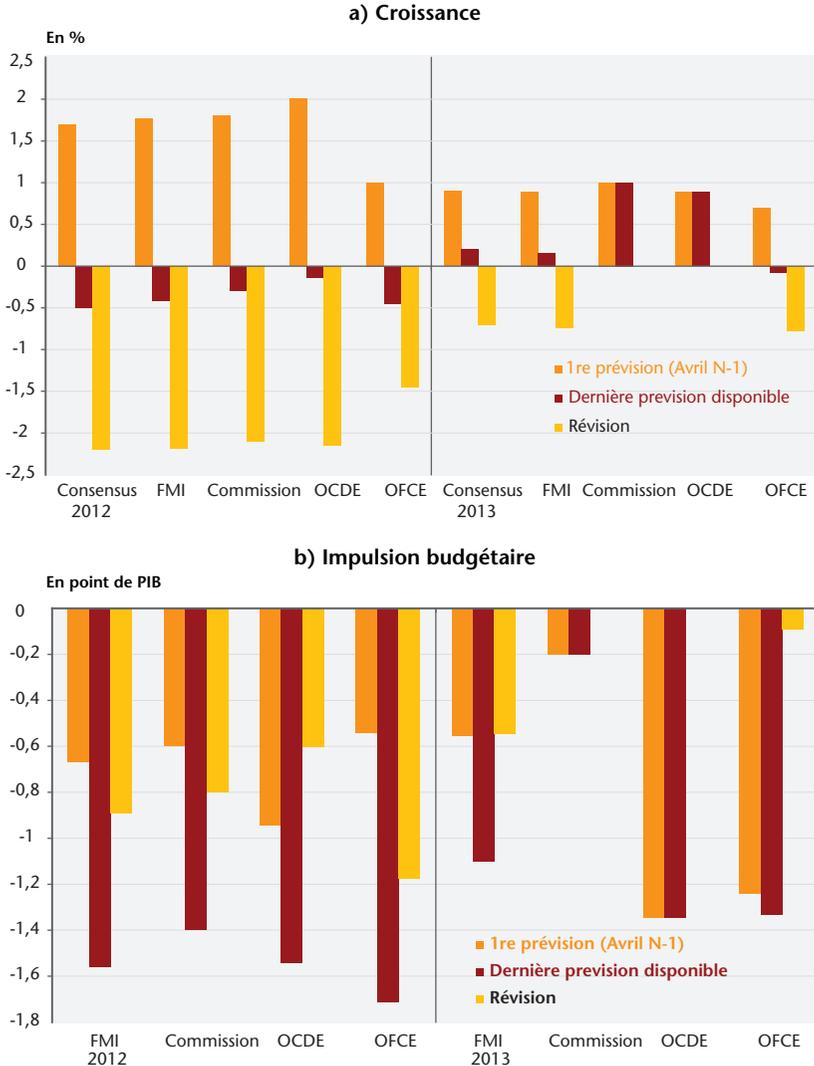
L'absence de coordination des programmes d'assainissement se double de ce qui peut s'apparenter à un « excès de zèle » des décideurs au vu des contraintes définies par le nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG). Ce dernier impose en effet une réduction de 0,5 point de PIB par an du déficit structurel s'il excède 0,5 point (1 point par an en cas de déficit ou de dette jugés excessifs). Or les restrictions décidées en 2012 et en 2013 dépassent largement les contraintes du traité, avec, à l'exception de l'Allemagne, des impulsions négatives largement supérieures aux préconisations. L'Espagne qui, au vu de l'ampleur de son déficit en 2012 (7,4 % du PIB), pourrait appliquer le maximum de l'ajustement imposé par le traité (1 point de PIB par an, soit 2 points en cumulé sur 2012 et 2013), met en place une impulsion négative de 5,8 points, presque trois fois plus élevée que nécessaire (tableau 3). L'Italie, avec un déficit public de 2,5 % du PIB en 2012, inférieur même aux 3 % imposés par le Pacte de stabilité et de croissance, est en situation bien moins défavorable que l'Espagne. Pourtant l'impulsion budgétaire négative cumulée sur 2012 et 2013 atteindra 5,3 %, soit cinq fois plus que ce qu'imposerait le TSCG avec un ajustement de 0,5 point de PIB par an. La France participe aussi à ce qu'il convient de dénommer l'« hystérie budgétaire », avec un ajustement trois fois plus élevé que nécessaire (impulsion cumulée de 3,4 points de PIB sur 2012 et 2013). Le processus d'auto-destruction est donc bien en marche, car à chaque coup de boutoir de l'austérité répond une hausse des multiplicateurs qui précipite les pays dans la récession et rend inatteignables les objectifs de réduction des déficits fixés au départ. Et ce constat d'échec pousse logiquement – et naïvement – au renforcement de la stratégie précédente, au risque de laisser, en bout de course, les économies exsangues.

La réévaluation auto-entretenu des multiplicateurs

La révision par les grands instituts internationaux, l'OCDE, le FMI et la Commission européenne, de leurs prévisions de croissance pour la zone euro en 2012 et en 2013 illustre la difficulté à mesurer la valeur des multiplicateurs et confirme après coup leur sous-estimation initiale. Pour l'année 2012, la prévision moyenne de croissance publiée en avril 2011 par l'OCDE, le FMI et Commission s'élevait ainsi à 1,9 % du PIB, assortie d'une impulsion

budgétaire moyenne de -0,7 point de PIB (graphiques 7). Par comparaison, l'OFCE prévoyait seulement une croissance de 1 % conditionnelle à une impulsion budgétaire de -0,5 point de PIB. Ce constat est nuancé avec le dernier exercice de prévision disponible

Graphique 7. Prévisions de croissance et d'impulsion budgétaire pour la zone euro*



* Pour chacune des deux années, la première prévision est celle d'avril N-1. La dernière prévision est celle d'octobre 2012 lorsqu'elle est disponible (FMI, OFCE), septembre 2012 (Consensus Forecast) ou avril 2012 (OCDE, Commission Européenne).

L'impulsion budgétaire est définie comme l'opposé de la variation du solde structurel primaire.

Sources : Consensus Forecast, FMI, Commission européenne, OCDE, calculs et prévisions OFCE octobre 2012.

– croissance moyenne prévue de -0,3 % contre -0,5 % pour l'OFCE, avec une impulsion budgétaire retenue plus élevée (-1,5 point de PIB contre -1,7 pour l'OFCE). La sous-estimation des multiplicateurs budgétaires explique probablement ces écarts, puisqu'à même niveau d'impulsion la croissance prévue peut être plus élevée dans les trois instituts. Démêler l'effet de la révision des multiplicateurs et l'effet de la révision de la croissance spontanée ne va toutefois pas de soi (encadré 1).

La sous-estimation du multiplicateur a deux conséquences. Elle contraint les institutions internationales à revoir fortement à la baisse leurs prévisions de croissance, l'information nouvellement disponible montrant une dégradation plus importante que prévu. Dès lors, ces révisions impliquent que les objectifs de déficit ne seront pas atteints, contraignant les pays de la zone euro à accentuer l'austérité, d'où une révision des impulsions budgétaires prévues (graphique 7b).

Encadré 1. Décomposition des révisions de prévision

Les révisions des prévisions de croissance \bar{g} peuvent être décomposées en plusieurs termes :

- révision de l'impulsion budgétaire IB , notée ΔIB ;
- révision du multiplicateur k , noté Δk , k_0 étant le multiplicateur initial et k_1 le multiplicateur révisé ;
- révision de la croissance hors effet de la politique budgétaire et des impulsions budgétaires hors de la zone euro... $\Delta \bar{e}$

$$\Delta \bar{g} = \Delta \bar{e} + \Delta(k \cdot IB) = \Delta \bar{e} + \Delta k \cdot IB + k \cdot \Delta IB$$

Pour la zone euro, la révision de prévision de l'OFCE de -1,5 point pour l'année 2012 intervenue entre avril 2011 et octobre 2012 se décompose ainsi en -1,3 point de révision des impulsions budgétaires, et -0,3 point provenant de la révision à la hausse du multiplicateur (tableau). La somme des effets des autres sources de révision est quasi nulle.

Pour l'année 2012, le multiplicateur retenu par l'OFCE s'élève à 1,6 contre 1,1 en avril 2011. Cette révision s'explique par une révision des multiplicateurs internes à chaque pays, et par la révision de la composi-

tion des impulsions budgétaires entre les pays. Ce multiplicateur peut ainsi être décomposé en :

- une moyenne des multiplicateurs internes à chaque pays, pondérée par la taille des impulsions. Elle ne prend pas en compte les effets induits sur le commerce intra-zone. Compte tenu des révisions d'impulsions budgétaires et des multiplicateurs internes à chaque pays, cette moyenne calculée par l'OFCE est passée de 0,7 à 1,1 entre la prévision d'avril 2011 et celle d'octobre 2012 ;

- une composante supplémentaire, qui retrace les effets des impulsions budgétaires des pays de la zone sur le commerce intra-zone. Cette composante varie en fonction de la composition des impulsions budgétaires parmi les pays de la zone euro : à multiplicateurs internes donnés, une impulsion budgétaire dans un pays qui commerce relativement plus avec les autres membres de la zone aura un impact plus important sur cette composante.

Ces éléments ne sont pas observables, mais les impulsions budgétaires le sont. Il y a alors plusieurs cas polaires permettant d'inférer un intervalle pour les multiplicateurs utilisés en prévision, en considérant uniquement le champ des multiplicateurs positifs ou nuls. Un multiplicateur nul revient ainsi à attribuer toute la révision de prévision à la révision de la croissance spontanée. On peut ensuite calculer le multiplicateur tel que l'ensemble de la révision est attribuée à la révision des impulsions budgétaires, et celui tel que l'ensemble de la révision est attribuée à la révision du multiplicateur.

Attribuer l'ensemble des révisions de prévisions pour 2012 à la révision des impulsions implique des multiplicateurs très élevés, de l'ordre de 2,5 pour le FMI à 3,5 pour l'OCDE (tableau). Or ces institutions ne retiennent généralement pas ces valeurs pour le multiplicateur. La Commission se base souvent sur les multiplicateurs issus de modèles DSGE, multiplicateurs qui sont généralement faibles, de l'ordre de 0,5⁹. En retenant cette valeur pour le premier exercice de prévision, on peut calculer un nouveau multiplicateur tel que l'ensemble des révisions se décompose entre la révision de l'impulsion et la révision du multiplicateur. Le multiplicateur maximum est alors compris entre 2,5 (OCDE) et 3,3 (Commission européenne). Il apparaît donc qu'une part des révisions de prévision peut être attribuée à une révision à la hausse des multiplicateurs utilisés par les institutions internationales, à moins de considérer qu'elles utilisent déjà un multiplicateur élevé.

9. Voir par exemple Commission européenne (2012) : « Report on public finances in EMU », *European Economy* n°2012-4.

Multiplicateur ZE pour 2012	Interne (pondération PIB)	interne (pondération IB)	Total
Prévision printemps 2011	0,78	0,75	1,1
avec révision des IB	0,78	0,77	1,1
avec révision des multiplicateurs	0,86	1,03	1,5
Prévision automne 2012	0,86	1,10	1,6

Décomposition des révisions de prévisions de croissance de la zone euro pour 2012

Révision des prévisions OFCE						
OFCE	$\Delta\tilde{g}$	$\Delta k.IB$	$k.\Delta IB$	$\Delta\tilde{\epsilon}$	k_0	k_1
	-1,5	-0,3	-1,3	0,1	1,1	1,6
Toute la révision est imputée à la révision de la croissance spontanée						
	$\Delta\tilde{g}$	$\Delta k.IB$	$k.\Delta IB$	$\Delta\tilde{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	-2,2	0,0	0,0	-2,2	0	0
Commission	-2,1	0,0	0,0	-2,1	0	0
OCDE	-2,1	0,0	0,0	-2,1	0	0
Toute la révision est imputée à la révision de l'impulsion						
	$\Delta\tilde{g}$	$\Delta k.IB$	$k.\Delta IB$	$\Delta\tilde{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	-2,2	0,0	-2,2	0,0	2,5	2,5
Commission	-2,1	0,0	-2,1	0,0	2,6	2,6
OCDE	-2,1	0,0	-2,1	0,0	3,5	3,5
Toute la révision est imputée à la révision du multiplicateur						
	$\Delta\tilde{g}$	$\Delta k.IB$	$k.\Delta IB$	$\Delta\tilde{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	-2,2	-1,7	-0,4	0,0	0,5	3,1
Commission	-2,1	-1,7	-0,4	0,0	0,5	3,3
OCDE	-2,1	-1,9	-0,3	0,0	0,5	2,5

Sources : FMI, Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Encadré 2. Révisions des multiplicateurs budgétaires implicites

Comme nous l'avons vu dans l'encadré 1 « Décomposition des révisions de prévision », les révisions à la baisse des prévisions de croissance sont peut-être dues à une sous-estimation des multiplicateurs budgétaires. Lorsque l'économie est en bas de cycle, la littérature récente (FMI par exemple) montre que les multiplicateurs sont plus élevés. Nous tentons de calculer le multiplicateur implicite utilisé par l'OCDE pour faire ses prévisions de croissance, et ce pour différents exercices de prévision afin d'évaluer son évolution. L'Espagne et l'Italie se prêtent bien à

cet exercice car leur *output gap* est très dégradé (-4,7 % pour l'Italie et -8,4 % en Espagne en 2012 selon l'OCDE).

Le multiplicateur est l'impact sur le PIB d'une impulsion budgétaire coïncidente. Pour le calculer précisément, il faudrait connaître à une date t la croissance du PIB s'il n'y avait pas eu d'impulsion budgétaire et la comparer à la croissance réalisée. Il faut également tenir compte des autres chocs susceptibles d'affecter la croissance, et déduire leurs effets afin qu'ils ne soient pas pris en compte dans l'impact de l'impulsion budgétaire. Notre calcul consiste à estimer une croissance spontanée du PIB, qui est la somme du potentiel de croissance de l'économie et de la vitesse de fermeture de l'écart de production (l'hypothèse étant que l'*output gap* se ferme spontanément en 4 ou 5 ans). Nous retranchons de cette croissance l'impact récessif généré par l'austérité dans les pays européens voisins, afin de prendre en compte la baisse de demande adressée. La différence entre la croissance attendue et la croissance réalisée, divisée par l'opposé de l'impulsion donne le multiplicateur budgétaire implicite. Ce calcul néglige les effets d'acquis de croissance ou les autres chocs qui peuvent affecter la croissance (politique monétaire, marchés financiers, système bancaire, etc.).

Multiplicateur implicite selon la date de l'exercice de prévision

Espagne	2012	2013
estimé en juin 2011	0,5	
estimé en décembre 2011	0,8	1,0
estimé en juin 2012	0,9	1,1
estimé octobre 2012 (OFCE)	1,2	1,7
Italie	2012	2013
estimé en juin 2011	0,4	
estimé en décembre 2011	0,8	0,6
estimé en juin 2012	1,1	1,3
estimé octobre 2012 (OFCE)	1,0	1,0

Sources : OCDE, Economic Outlook n°89 à 91 et prévision OFCE octobre 2012.

En Espagne, le multiplicateur est plus élevé en 2013 qu'en 2012, ce qui corrobore le fait qu'un cycle plus dégradé augmente le multiplicateur. D'autre part, les prévisions successives font état d'un multiplicateur croissant, signe que l'OCDE a révisé dans ses prévisions son hypothèse de multiplicateur. Le constat est le même pour l'Italie, où le multiplicateur implicite pour 2012 était estimé à 0,4 en juin 2011, à 0,8 en décembre puis à 1,1 en juin 2012. En Italie, les valeurs du multiplicateur sont comparables entre 2012 et 2013, à la fois dans notre prévision et dans celle de l'OCDE. Globalement, les valeurs des multiplicateurs sont aujourd'hui supérieures ou égales à 1, alors qu'on ne les estimait qu'autour de 0,5 en juin 2011.

2013 : *annus horribilis* ou la débâcle de l'austérité

En 2013, sous l'effet de cette débâcle de l'austérité (*self defeating austerity* ci-après SDA), la croissance devrait encore être négative en zone euro, plusieurs pays restant en récession (Espagne, Italie, Grèce, Portugal, Irlande) ou en stagnation, comme la France. Le chômage battrait de nouveaux records et atteindrait un pic à 12,1 %. La faiblesse des perspectives de demande interne et de demande externe n'incitera pas les entreprises à investir, ce qui pourrait *in fine* peser sur la croissance potentielle de la zone euro.

Aux États-Unis, la situation en 2013 reste empreinte d'une forte incertitude, la croissance étant conditionnée par la stratégie budgétaire du nouveau Président. Dans le cas le plus favorable, on peut supposer un desserrement de la politique budgétaire lors de la prise de fonction du prochain Président, en janvier 2013. Pourtant, si aucun accord n'est trouvé au sein du Congrès, les États-Unis se heurteront à un mur budgétaire (*fiscal cliff*), caractérisée par de fortes hausses d'impôts (fin automatique des baisses d'impôts votées par le président Bush) et une réduction des dépenses publiques (fin de l'extension des allocations chômage, baisse des dépenses du Medicare entre autres) dès la fin 2012 et début 2013. Ces mesures réduiraient *ex ante* le déficit de 4 % du PIB sur l'année fiscale 2013, mais entraîneraient les États-Unis dans une colossale récession. L'impulsion budgétaire négative retenue est de 2,1 % du PIB pour 2013, portant pour presque les deux tiers sur des hausses de prélèvements obligatoires, ce qui affecterait la croissance économique (0,9 % en 2013).

Le Japon fait figure d'exception au sein des pays développés : avec une reprise spontanée de 1,6 % en 2013, et une politique budgétaire active de soutien à la reconstruction, la dégradation de l'écart de production serait comblée et la croissance atteindrait 1,3 % en 2013. L'économie japonaise pâtirait cependant des politiques de consolidation budgétaire menées en Europe et aux États-Unis, qui amputeraient sa croissance de 0,6 point en 2012 et de 0,7 point en 2013.

Étant donnée l'ampleur des multiplicateurs budgétaires en zone euro, que nous estimons autour de 1,6, les objectifs fixés par les États membres apparaissent comme déraisonnables. En présence de multiplicateurs élevés, la stratégie d'austérité brutale et massive

n'apparaît pas comme une bonne option. Seule une austérité *bien tempérée*, avec des impulsions budgétaires de l'ordre de -0,5 point de PIB, et répétées jusqu'à ce que l'objectif budgétaire soit atteint, paraît en mesure de réduire leur déficit à moyen terme, plus lentement mais sans s'enfoncer dans la récession.

Tableau 6 : Comparaison entre scénario central et scénario d'austérité bien tempérée, année 2013

En %

2013	Scénario central				Impulsion budgétaire limitée*			
	IB	PIB	Solde des APU	Taux de chômage	IB	PIB	Solde des APU	Taux de chômage
Allemagne	-0,2	0,6	-0,7	5,7	-0,1	1,2	-0,5	5,4
France	-1,8	0,0	-3,5	11,0	-0,5	1,8	-4,0	10,5
Italie	-2,1	-1,1	-1,3	11,6	-0,5	1,0	-1,7	10,4
Espagne	-2,4	-1,2	-6,6	25,6	-0,5	1,7	-8,0	23,8
Pays-Bas	-1,2	0,3	-3,8	5,9	-0,5	1,3	-4,0	5,2
Belgique	-0,8	0,9	-3,2	7,7	-0,5	1,7	-3,2	7,2
Portugal	-1,8	-1,2	-4,5	16,0	-0,5	1,5	-2,5	11,9
Irlande	-1,8	-0,1	-8,4	15,5	-0,5	1,5	-8,9	14,5
Grèce	-3,9	-3,7	-4,8	26,3	-0,5	3,5	-6,6	21,3
Finlande	-1,3	1,1	-0,6	7,4	-0,4	1,9	-1,1	7,0
Autriche	-0,9	0,5	-2,1	4,7	-0,5	1,0	-2,4	4,3
Zone euro	-1,3	-0,1	-2,6	12,0	-0,4	1,4	-3,0	11,0
Royaume-Uni	-1,3	0,3	-7,7	8,2	-1,3	0,7	-7,5	8,0
États-Unis	-2,4	0,9	-7,6	8,1	-2,4	1,0	-7,5	8,0
Japon	0,4	1,3	-10,3	4,1	0,4	1,4	-10,2	4,1

*Le scénario d'austérité « maîtrisée » fait l'hypothèse d'une impulsion budgétaire de -0,4 point en zone euro, avec des impulsions budgétaires fixées à -0,5 dans la plupart des pays de la zone (sauf l'Allemagne et la Finlande où les impulsions seraient plus faibles). En revanche, les impulsions du Royaume-Uni, des États-Unis et du Royaume-Uni seraient inchangées par rapport au scénario central.

Source : prévision OFCE octobre 2012.

Pour illustrer ce changement de cap, nous faisons l'hypothèse d'une impulsion budgétaire moins forte en zone euro pour 2013. Au lieu de procéder à une impulsion budgétaire globale de 1,8 point de PIB, la zone euro s'astreindrait à une impulsion globale de -0,4 point, avec une impulsion limitée à -0,5 point au maximum dans chaque pays. Les résultats de cette simulation à l'échelle européenne sont présentés dans le tableau 6. Cette simulation tient également compte des effets de l'activité d'un pays sur les autres *via* le commerce extérieur. La première conséquence de

cette austérité « maîtrisée » est la plus forte croissance en zone euro (1,4 % par rapport à -0,1 % dans le scénario central), en particulier dans les pays ayant un important ajustement budgétaire à réaliser. Dans ce scénario alternatif, le taux chômage stagnerait en zone euro, alors qu'il augmenterait d'un point dans le scénario central. Cette stratégie, qui s'appuie à la fois sur l'ajustement structurel et sur la croissance, paraît donc plus efficace, économiquement et socialement, pour retrouver l'équilibre budgétaire à moyen terme.

Pays émergents : le malheur des uns fait-il le malheur des autres ?

L'intensification de la crise en zone euro, liée à la situation de SDA, et à une politique de réduction des déficits aux États-Unis et au Royaume-Uni inscrite en prévision, ne sera pas sans conséquence sur les autres zones du monde. Les économies émergentes et en développement devraient subir l'impact de cette piètre performance des pays développés en 2012 et 2013, surtout *via* le canal du commerce international et le canal financier. La crise en zone euro entraînerait en effet une chute prononcée des prix des actifs, des produits de base et de la demande mondiale. Le maintien d'une croissance soutenue dans les pays émergents dépendra surtout de la capacité de la demande intérieure à prendre le relais.

Le ralentissement du commerce international va faire sentir ses effets sur les pays émergents, essentiellement sur les pays d'Europe centrale et orientale, les pays de la CEI et sur la zone d'Afrique du Nord/Moyen Orient. Au sein des PECO, les pays les plus ouverts et dépendants du commerce extérieur (République tchèque, Bulgarie ou Hongrie) seraient les plus touchés. En Amérique latine, c'est davantage les mauvaises perspectives de croissance de l'économie américaine et le ralentissement en Asie qui devraient peser sur les exportations dans les trimestres à venir, avec un recul de la demande adressée de 14,9 % en 2011 à 1,1 % à 2012. En Asie, du fait du ralentissement de l'économie mondiale, la contribution des échanges extérieurs nets à la croissance est devenue négative dans la plupart des pays en 2011 et début 2012 en raison de la hausse des importations, et le principal soutien de l'activité a été la demande intérieure (sauf en Inde). Dans beaucoup de pays d'Asie (Chine, Indonésie notamment), la vigueur de la demande intérieure

devrait continuer à compenser la baisse de la demande extérieure, et la croissance demeurerait à des niveaux soutenus en 2012 et 2013 (6,5 % en 2012 et 6,7 % en 2013). De manière générale, les risques que fait peser la baisse de la demande en zone euro sur les pays émergents montre l'importance que revêt le renforcement de la demande intérieure dans les prochaines années.

En matière financière, l'exposition à la zone euro passe par les filiales des banques de la zone euro, essentiellement situées en Europe centrale et orientale avec, à la clef, la restriction du crédit et le frein à l'investissement. Dans les pays d'Asie, les banques, saines dans l'ensemble, sont souvent en mesure de renforcer leurs opérations de prêt. Cependant, les banques de la zone euro gèrent une part non négligeable des crédits commerciaux. Notons toutefois qu'en dehors de la CEI, les répercussions sur les marchés financiers mondiaux de la situation en zone euro ont été plus limitées que lors de la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis¹⁰. La faiblesse de la croissance en zone euro pourrait avoir des conséquences sur les prix des matières premières et entraîner une baisse des recettes dans les pays exportateurs. En outre, le ralentissement des flux d'IDE et d'investissements de portefeuille, fragiliserait les économies émergentes, en particulier celles qui présentent un besoin de financement extérieur. Outre la réduction des créances bancaires en zone euro, plusieurs pays émergents ont subi des retraits de capitaux au profit de pays avancés, du fait de la montée de l'aversion au risque. Un recul marqué des flux de capitaux vers les pays émergents pourrait entraîner des ajustements de la demande interne dans les pays ayant des déficits courants (par exemple en Amérique latine). Les PECO (notamment la Pologne, la Hongrie, la République tchèque ou la Roumanie) sont également très exposés à ce risque étant donné le montant des IDE réalisés par les banques européennes et américaines.

Des mesures monétaires insuffisantes : un *policy mix* boiteux

Alors que tous les pays développés sont, à des degrés divers, engagés dans un processus de réduction des déficits, l'outil monétaire reste le seul capable de limiter la récession, d'où l'orientation

10. FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2012.

expansionniste des politiques des autorités monétaires. Ainsi, la dégradation des perspectives économiques et le maintien du chômage à un niveau élevé ont poussé les principales banques centrales (BCE, FED, Banque d'Angleterre et Banque du Japon) à poursuivre leur politique d'assouplissement amorcée fin 2011 et début 2012. Partout, les taux d'intérêt sont restés à leur niveau plancher, la BCE ayant même décidé de baisser son principal taux directeur à 0,75 % en juillet 2012. Mais les banques centrales étant contraintes par le niveau plancher des taux d'intérêt, le recours aux mesures non conventionnelles est devenu le principal outil de la politique monétaire.

Outre ses deux opérations de refinancement à long terme (LTRO) à échéance de 3 ans représentant depuis décembre 2011 un montant de 1 000 milliards d'euros, la BCE a mené une politique d'achat de dette publique des pays en crise, d'abord avec le programme SMP (Securities Market Program), et depuis le 6 septembre 2012 *via* le programme OMT (encadré). Au Royaume-Uni, le programme d'achat de titres obligataires mis en place en 2009 par le Comité de politique monétaire, et portant initialement sur 75 milliards de livres, a vu son montant augmenter à plusieurs reprises pour atteindre 375 milliards en juillet 2012. Aux États-Unis, la FED a décidé de poursuivre, en juin 2012, l'opération TWIST¹¹ lancée en septembre 2011. Cette opération prévoyait initialement des rachats pour un montant de 400 milliards de dollars ; ce montant a été augmenté de 267 milliards de dollars et prolongé jusqu'à fin 2012.

Encadré 3. Le programme OMT (Outright Monetary Transactions)

Pour alléger les tensions du marché de la dette en zone euro, la BCE s'est engagée, le 6 septembre 2012, à acheter sur le marché secondaire des obligations d'État de maturité allant de 1 à 3 ans, **sans fixer de limite quantitative à ces achats**. Cette aide est conditionnelle : pour pouvoir en bénéficier, les pays concernés devront formuler une demande d'aide au Fonds européen de stabilité financière (FESF). En

11. Opération consistant à vendre des bons du Trésor à court terme pour en racheter d'autres à plus long terme, et prévoyant également un soutien au secteur immobilier à travers le rachat de titres immobiliers.

revanche, le flou subsiste sur la cible d'intervention, *i.e.* le niveau spécifique d'écart de taux (*spread*) entre pays de la zone à partir duquel la BCE rachètera les titres de dette. En lançant ce programme, la BCE a également accepté de renoncer à son statut de créancier privilégié dont elle avait bénéficié au moment de la restructuration de la dette grecque.

Au total, ces opérations ont eu pour conséquence un gonflement du bilan des banques centrales : la BCE a vu son actif passer de 2 000 milliards d'euros fin 2011 à 3 061 milliards en septembre 2012. Le bilan de la Réserve fédérale américaine (gonflé par les mesures d'assouplissement quantitatif QE1 et QE2) a moins progressé, passant de 2 600 milliards de dollars mi-2011 à 2 823 milliards en septembre 2012. L'actif de la Banque d'Angleterre est quant à lui passé de 290 milliards de livres en 2011 à 402 milliards en septembre 2012. Enfin, le bilan de la Banque du Japon a modestement augmenté, passant de 137 690 milliards de yen en 2011 à 139 455 milliards de yens en mai 2012¹². Autrement dit, le bilan de la BCE pèse désormais 32,5 % du PIB de la zone euro, contre 21,0 % pour le Royaume-Uni, 19,0 % pour les États-Unis et 30,0 % pour le Japon.

La politique monétaire accommodante a sans doute permis de limiter les effets de la politique budgétaire restrictive. Cela étant, le constat est partout le même : la politique monétaire seule n'a pas permis d'enrayer la baisse d'activité engendrée par les politiques budgétaires restrictives qui contribuent à la faiblesse de la demande. Au Royaume-Uni, la politique monétaire n'a pas permis de soutenir le crédit aux ménages et aux entreprises. En zone euro, l'activisme des banques centrales n'a pas permis la reprise de l'activité. La situation sur le marché interbancaire ne s'est pas normalisée et la BCE continue à se substituer au marché en assumant un rôle d'intermédiation.

En outre, les programmes d'achats de titres publics n'ont pas permis de faire baisser les taux publics de façon concluante. Ainsi, dans les pays les plus fragiles de la zone euro, l'action de la BCE n'a pas permis de contenir la hausse des primes de risque sur les taux obligataires.

12. À la différence des autres banques centrales, la taille du bilan de la Banque du Japon était déjà très importante au début des années 2000, en raison de la crise japonaise des années 1990.

Encadré 4. Multiplicateurs budgétaires : la taille compte !

Les multiplicateurs budgétaires à court terme sont-ils sous-estimés ? La croyance que l'on peut réduire brutalement les déficits par une restriction budgétaire sans peser sur les perspectives d'activité, voire en les améliorant à moyen terme est-elle fondée ? C'est à ces interrogations que le FMI tente de répondre dans son dernier rapport sur les *Perspectives mondiales*. Le Fonds consacre un encadré à la sous-estimation des multiplicateurs budgétaires au cours de la crise de 2008. Alors qu'il les évaluait à un niveau proche de 0,5 en moyenne dans les pays développés jusqu'en 2009, le FMI les échelonne aujourd'hui de 0,9 à 1,7 depuis la Grande Récession.

Ce résultat s'appuie sur de nombreux travaux du FMI sur le sujet, notamment ceux de Batini, Callegari et Melina (2012). Dans cet article, les auteurs tirent trois enseignements sur la taille des multiplicateurs budgétaires en zone euro, aux États-Unis et au Japon : le premier est qu'une consolidation budgétaire graduelle et lissée est préférable à une stratégie de réduction des déséquilibres publics trop rapide et agressive. Le deuxième enseignement est que l'impact sur l'économie d'une consolidation budgétaire sera d'autant plus violent que l'économie se situe en récession : selon les pays étudiés, la différence est au minimum de 0,5 et peut aller au-delà de 2. Ce constat se retrouve également dans une autre étude du FMI (Corsetti, Meier et Müller (2012)). Enfin, les multiplicateurs associés aux dépenses publiques sont très largement supérieurs à ceux observés sur les impôts : dans une situation récessive, à 1 an, ils s'échelonnent de 1,6 à 2,6 dans le cas d'un choc sur les dépenses publiques alors qu'ils sont compris entre 0,2 et 0,4 dans les cas d'un choc sur les impôts. Pour la zone euro par exemple, le multiplicateur à 1 an s'élève à 2,6 dans le cas de l'utilisation des dépenses publiques comme instrument de consolidation budgétaire et à 0,4 si l'instrument est l'impôt.

Les chercheurs du FMI ne sont pas les seuls à s'interroger sur le bien-fondé de cette stratégie de consolidation budgétaire alors que la crise économique persiste. Deux chercheurs de l'Université Berkeley, Alan J. Auerbach et Yuriy Gorodnichenko, corroborent, dans un document de travail du NBER de 2012, l'idée selon laquelle les multiplicateurs sont supérieurs en phase de récession qu'en phase d'expansion. Dans une deuxième étude publiée dans l'*American Economic Journal*, ces deux mêmes auteurs affirment qu'un choc sur la dépense publique aurait un impact 4 fois plus important sur l'activité s'il se réalise en basse conjoncture (2,5) plutôt qu'en haut de cycle économique (0,6).

De son côté, un chercheur de Stanford, Hall (2009), affirme quant à lui que la taille du multiplicateur double et s'élève à près de 1,7 lorsque le taux d'intérêt réel est proche de zéro, caractéristique d'une économie en bas de cycle, comme cela est le cas aujourd'hui dans de nombreux

pays développés. Ce constat est partagé par deux chercheurs de Berkeley et de Harvard, DeLong et Summers (2012), par ceux de l'OCDE (2009) et par des travaux théoriques récents (Christiano, Eichenbaum et Rebelo, 2011 ; Woodford, 2010).

Et sur l'instrument à utiliser, entre dépenses publiques ou impôt, d'autres économistes du FMI associés à des confères de la Banque centrale européenne (BCE), de la Réserve fédérale américaine (FED), de la Banque du Canada, de la Commission européenne (CE) et de l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE), ont comparé leurs évaluations dans un article publié en janvier 2012 dans *American Economic Journal* : « Macroeconomics » (Coenen G. et alii, 2012). Selon ces 17 économistes, sur la base de 8 modèles macroéconométriques différents (principalement des DSGE) pour les États-Unis, et de 4 modèles pour la zone euro, la taille de nombreux multiplicateurs est grande, particulièrement pour les dépenses publiques et les transferts ciblés. Ainsi, les effets multiplicateurs dépassent l'unité si la stratégie porte sur la consommation publique ou les transferts ciblés sur des agents spécifiques et sont supérieurs à 1,5 sur l'investissement public. Pour les autres instruments, les effets restent positifs mais compris entre 0,2 pour les impôts sur les sociétés à 0,7 pour les impôts sur la consommation. Ces résultats confirment ceux publiés 3 ans auparavant par l'OCDE (2009). Par ailleurs, des chercheurs de la London School of Economics (LSE) et de l'université de Maryland, (Ilzetzki, Mendoza et Vegh, 2009) mettent en avant dans leurs évaluations sur l'économie américaine, une valeur du multiplicateur budgétaire forte pour l'investissement public (1,7) et supérieure à celle obtenue avec la consommation publique. Ce résultat est proche de celui obtenu par d'autres chercheurs du FMI (Freedman, Kumhof, Laxton et Lee, 2009).

Dans la littérature récente, seuls les travaux d'Alesina, économiste à Harvard, semblent contredire ce dernier point : en observant 107 plans de consolidation budgétaire, menée dans 21 pays de l'OCDE au cours de la période 1970-2007, Alesina et ses co-auteurs (Ardagna en 2009 et Favero et Giavazzi en 2012), en déduisent que les consolidations budgétaires axées sur les dépenses sont associées à des récessions mineures et de courte durée alors que celles fondées sur l'impôt sont associées à une récession profonde et prolongée.

À l'exception des travaux d'Alesina, un large consensus émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique : une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse, voire inefficace, lorsque l'économie est à l'arrêt ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, une augmentation des impôts serait moins néfaste à l'activité qu'une réduction des dépenses publiques... des préconisations qui étaient déjà présentes dans Creel, Heyer et Plane (2011).

Bibliographie

Alesina A. et S. Ardagna, 2009, "Large changes in fiscal policy: taxes versus spending", *NBER working paper*, n°15438, October.

Alesina A., C. Favero et F. Giavazzi, 2012, "The output effect of fiscal consolidations", *NBER working paper*, n°18336, august.

Auerbach, A., and Y. Gorodnichenko, 2012a, "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy," forthcoming in *American Economic Journal: Economic Policy*.

Auerbach, A., et Y. Gorodnichenko, 2012b, "Fiscal multpliers in recession and expansion", *NBER working paper*, n°17447, January.

Batini N., G. Callegari et G. Melina, 2012, "Successful Austerity in the United States, Europe and Japan", *IMF working paper*, 12/90.

Christiano L., M. Eichenbaum et S. Rebelo, 2011, "When Is the Government Spending Multiplier Large?" *Journal of Political Economy*, 119(1): 78-121.

Corsetti G., A. Meier et G. J. Müller, 2012, « What Determines Government Spending Multipliers?, *IMF working paper*, 12/150.

Coenen G. *et alii*, 2012, « Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", *American Economic Journal : Macroeconomics*, pp 22-68.

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*, n°116, p 61-88, janvier.

DeLong J.B. et L.H. Summers, 2012, « Fiscal Policy in a depressed economy », *NBER working paper*, mars.

Freedman C., M. Kumhof, D. Laxton et J. Lee, 2009, "The case for Global Fiscal Stimulus", *IMF Staff Position Note*, march

Hall R. E., 2009, "By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, 183-231.

Ilzetzki E., E.G. Mendoza et C.A.Vegh, 2009, « How big are fiscal multipliers", *CEPR, Policy Insight*, n°39, October.

OCDE, 2009, "The Effectiveness and scope of fiscal stimulus", *OECD Economic outlook*, interim report 105, chapter 3, march.

Woodford M., 2011, "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier," *American Economic Journal: Macroeconomics* 3(1), pp.135.

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

	2011				2012				2013				2011	2012	2013	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 euro=...\$	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,39	1,27	1,25
1 \$=...Yen	82	82	78	77	79	80	79	78	78	78	78	78	78	80	79	78
1 £=...euros	1,17	1,13	1,14	1,17	1,20	1,23	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,15	1,24	1,25
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	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	0,1
EUZ	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,3	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,1	0,5
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	0,5
Taux d'intérêt à long terme¹																
USA	3,5	3,2	2,4	2,0	2,0	1,8	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,8	1,8	2,0
JPN	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9	1,1
EUZ	4,3	4,5	4,3	4,2	3,7	3,4	2,9	3,1	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	4,3	3,3	2,8
GBR	3,7	3,4	2,7	2,3	2,1	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	1,9	2,0
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	105	117	113	109	118	108	110	105	100	100	105	105	105	111	110	103
Prix du pétrole Brent, en € ¹	77	82	80	81	90	85	88	84	80	80	84	84	84	80	87	82
Matières premières industrielles ²	8,4	2,7	-3,9	-14,3	2,5	-4,9	-6,9	-4,9	2,3	1,1	1,1	0,0	0,0	14,4	-17,3	-6,1

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2012.

ZONE EURO : L'AUSTÉRITÉ POUR TOUS, TOUS POUR L'AUSTÉRITÉ ?

PERSPECTIVES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision¹

Quatre ans après le début de la Grande Récession, le PIB de la zone euro est toujours inférieur à son niveau d'avant-crise. La reprise observée depuis la fin de l'année 2009 aura été insuffisante pour compenser les pertes subies. Surtout, la zone euro plonge de nouveau en récession depuis la fin de l'année 2011. La principale explication de cette situation tient à la stratégie budgétaire menée par l'ensemble des États membres. En souhaitant rapidement ramener des déficits budgétaires vers le seuil de 3 %, les pays de la zone euro ont mis en œuvre, de vastes plans d'économies budgétaires. Ce faisant, ils ont freiné l'activité, à la fois *via* la baisse conjuguée de la demande interne et de la demande adressée. En effet, la baisse de la demande intérieure dans un pays de la zone euro réduit ses importations, ce qui freine la croissance de ses partenaires et agit donc en retour sur sa croissance. Ce faisant, les membres de la zone euro ont d'une part négligé les effets induits par cette synchronisation des politiques budgétaires ; d'autre part, ils ont sous-estimé la valeur des multiplicateurs alors que la littérature empirique met en évidence qu'ils sont d'autant plus élevés que le niveau d'activité est faible, ce qui était le cas après avoir traversé la crise la plus grave depuis 1945. Dès la fin de l'année 2011, de nombreux signaux ont témoigné d'un ralentissement puis d'un recul de l'activité dans la zone euro. Pourtant, aucun pays n'a encore remis en cause cette stratégie de réduction accélérée des déficits. Elle fut au contraire amplifiée. Constatant que les objectifs initiaux de réduction des déficits budgétaires ne seront pas atteints, de nombreux pays, en particulier l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce, ont accumulé les plans de restriction successifs enfonçant encore un peu plus la zone euro dans la récession. De fait, tant que cette stratégie ne sera pas reconsidérée, toutes les mesures visant à améliorer la gouvernance de la zone euro ou la transmission de la politique monétaire seront vaines. Le choc de confiance espéré ne saurait en effet compenser les nombreuses mesures visant à accroître la pression fiscale, à réduire les investissements publics ou les prestations sociales de populations de plus en plus fragilisées par la montée du chômage. Celui-ci devrait de fait encore augmenter et atteindrait 12,1 % en fin d'année 2013, en lien avec le recul du PIB qui serait de 0,5 % en 2012 et encore de 0,1 % en 2013.

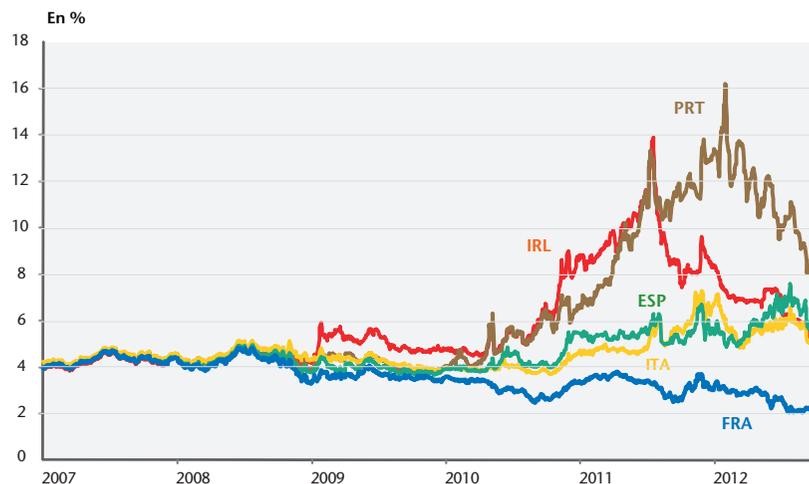
1. Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot et Danielle Schweisguth. Elle intègre les informations disponibles à la fin septembre 2012.

L'horizon serait-il enfin dégagé pour la zone euro après les annonces successives de la BCE et de la Cour constitutionnelle allemande ? Le Président de l'UE, Herman Van Rompuy, n'a pas hésité à décerner un satisfécit à Mario Draghi pour le nouveau plan d'achats non limités de titres obligataires publics. L'annonce fut également favorablement accueillie par les marchés, sur lesquels les taux espagnols et italiens ont rapidement baissé (graphique 1) témoignant d'un retour de la confiance. Un peu plus tôt durant l'été, l'Irlande avait même réussi son retour sur les marchés obligataires en parvenant à lever 4,2 milliards d'euros. Pour autant, cette nouvelle vague d'optimisme pourrait être tout aussi excessive que les craintes d'un éclatement imminent de la zone euro qui l'ont précédé. Il est certain que le soulagement est réel puisque la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) témoigne de la volonté des pays de la zone euro de poursuivre le projet européen et que l'OMT (Outright monetary transaction) pourrait à court terme devenir une arme puissante aux mains de la BCE pour réduire les primes de risque. Néanmoins, la stratégie macroéconomique de la zone euro n'a pas changé. Le Pacte pour la croissance négocié en juin est encore flou et de toute façon insuffisant – de l'ordre 120 à 130 milliards d'euros soit 1 point du PIB de la zone euro – pour espérer amortir l'effet des mesures budgétaires restrictives déjà adoptées dans l'ensemble des pays et qui ont atteint 1,1 point de PIB en 2011. Surtout, l'orientation de la politique budgétaire resterait restrictive en 2012 et 2013, puisque l'impulsion devrait s'élever respectivement à 1,5 et 1,2 point de PIB. En Espagne, en Italie et en Grèce, les impulsions seraient supérieures à 2 points de PIB en 2012 et 2013. Ainsi, tous efforts réalisés pour améliorer la gouvernance européenne ne doivent pas cacher la réalité d'un renforcement de la consolidation budgétaire qui, dans chaque pays, freine la demande tant domestique qu'adressée.

L'entrée en récession de la zone euro au deuxième trimestre 2012 sera donc confirmée et quand bien même l'hypothèse d'un éclatement aux conséquences incommensurables est écartée de notre scénario, la crise économique et sociale, avec un taux de chômage record dépassant 11 %, se poursuivra. Dans ces condi-

tions, le respect des objectifs budgétaires affichés dans les programmes de convergence sera remis en cause, notamment pour l'année 2013, ce qui pourrait alimenter de nouvelles vagues successives de tensions sur les marchés obligataires. Il sera alors temps pour la BCE de montrer la crédibilité de son attachement à l'euro et de son engagement à intervenir pour faire baisser significativement les taux d'intérêt.

Graphique 1. Taux d'intérêt publics dans la zone euro



Source : Datastream.

Néanmoins, même si la BCE entreprend une action d'envergure, la zone euro n'échapperait pas à la récession (tableau 1) qui serait particulièrement sévère en 2012 en Italie (-2,4 %), en Espagne (-1,5 %), au Portugal (-2,7 %) et en Grèce (-6,2 %). Sur l'ensemble de la zone euro, nous anticipons un recul de l'activité de 0,5 % en 2012. Pour 2013, malgré une croissance trimestrielle de 0,1 % en fin d'année 2013, la zone euro resterait en situation récessive en raison d'un acquis négatif. Le chômage battrait donc de nouveaux records et atteindrait un pic à 12,1 %. La faiblesse des perspectives de demande interne et de demande extérieure n'incitera pas les entreprises à investir, ce qui pourrait *in fine* peser sur la croissance potentielle de la zone euro. Dans ce contexte, les gains de compétitivité obtenus *via* un ajustement des salaires et de l'emploi en Espagne, Irlande, Grèce ou Portugal n'auront qu'un impact limité sur la croissance. En effet, non seulement les ajuste-

ments du coût du travail contribuent au ralentissement de la demande interne mais surtout les gains attendus de cette stratégie butent sur l'absence de débouchés dans l'ensemble de la zone euro.

Tableau 1. Croissance des pays de la zone euro

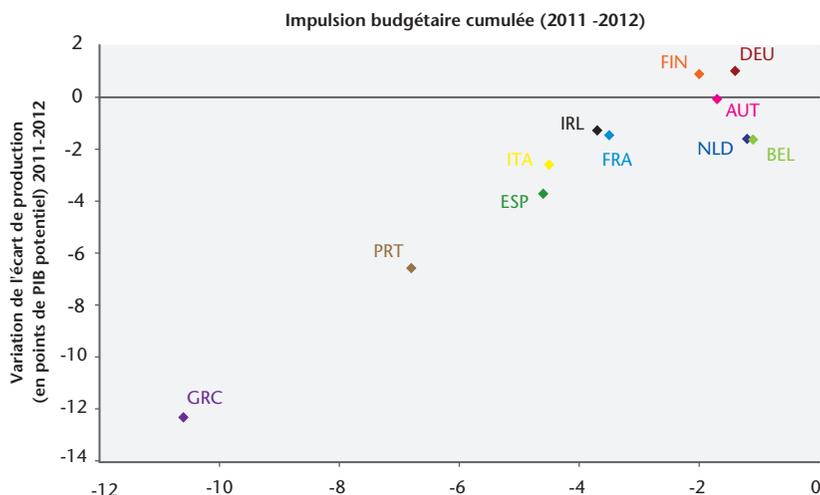
En %	2011	2012	2013
Zone euro	1,5	-0,5	-0,1
Allemagne	3,1	0,8	0,6
France	1,7	0,1	0,0
Italie	0,5	-2,4	-1,1
Espagne	0,4	-1,4	-1,2
Pays-Bas	1,1	-0,2	0,3
Belgique	1,8	-0,1	0,9
Irlande	1,4	-0,4	-0,1
Portugal	-1,7	-2,8	-1,2
Grèce	-6,2	-6,2	-3,7
Finlande	2,8	0,8	1,1
Autriche	2,7	1,0	0,5

Source : Eurostat, données nationales, calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

La stratégie budgétaire consolidée

Le recul du PIB de 0,2 % au deuxième trimestre 2012 a confirmé le retour de la zone euro en récession après seulement 9 trimestres de répit. Contrairement à la baisse d'activité observée en 2008 et 2009, qui avait touché tous les pays de la zone euro, certains échappent aujourd'hui à la récession. Les pays où les restrictions budgétaires ont été les plus fortes en 2011 et 2012 sont généralement ceux où la croissance a été la plus faible en 2011 et 2012 (graphique 2). La baisse d'activité dépasse 8 % en Grèce, 4 % au Portugal et 2 % en Italie depuis la fin de l'année 2010. Cette stratégie s'est avérée d'autant plus coûteuse qu'elle n'a pas vraiment convaincu les marchés. Dans la crainte d'un défaut souverain que les dysfonctionnements de la gouvernance européenne n'auront jamais réussi à dissiper, ils ont requis des primes de risque de plus en plus élevées, ce qui par un effet de prophétie auto-réalisatrice a accru la difficulté des pays à tenir leurs engagements budgétaires en matière de réduction de déficit public.

Même si en 2010, l'impulsion globale pour la zone euro était déjà négative, l'Allemagne, l'Autriche ou la Finlande menaient encore des politiques budgétaires expansionnistes. En revanche, en

Graphique 2. Impulsion budgétaire et *output gap* dans la zone euro*

* :Pour 2012, l'impulsion budgétaire ainsi que les *output gap* sont estimés.
Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

2011, la restriction se généralise à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui a conduit à une réduction du déficit de 2,1 points, portant le déficit public en zone euro à 4,1 % (tableau 2). 2012 sera une nouvelle année d'austérité généralisée, avec néanmoins des divergences entre pays :

— les pays étant retournés dans les limites du Pacte de stabilité dès 2011 (Allemagne, Finlande, Autriche), ont mené des politiques budgétaires moins restrictives et pratiqué des impulsions plus faibles en 2012 (tableau 3);

— tous les autres pays ont poursuivi, voire durci leurs politiques d'austérité en 2012, ayant pour objectif un retour dans les limites de 3 % en 2012 (Italie, Belgique), en 2013 (France), en 2014 (Grèce, Espagne, Portugal) ou en 2015 (Irlande).

La plupart des pays ont adopté des mesures similaires de résorption des dépenses. Dans les pays fragilisés (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal), elles incluent le gel des salaires et la baisse des effectifs dans la fonction publique, la baisse des budgets dans les ministères et des dépenses dans le secteur de la santé et dans les collectivités territoriales. Il faut aussi ajouter la baisse de nombreuses prestations sociales, comme au Portugal, en Irlande (réduction des allocations familiales pour le troisième enfant), en

Italie (liée à la réforme des retraites). De même, la volonté d'augmenter les recettes fiscales a conduit plusieurs pays à augmenter la TVA en 2011 et 2012 : après la Grèce (le taux réduit passant de 11 à 13 %, et le taux super réduit de 5,5 à 6,5 %) et le Portugal (le taux normal passant de 21 à 23 %) en janvier 2011, ce fut le tour de l'Italie en septembre 2011, avec une hausse du taux normal de 1 point (de 20 à 21 %), puis de l'Irlande en janvier 2012 (le taux normal passant de 21 à 23 %) et enfin de l'Espagne en septembre 2012 (le taux normal passant de 17 % à 20 %). Dans les pays les plus fragiles (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne, Italie), d'autres mesures fiscales ont également été mises en place : l'introduction de nouveaux impôts (création de l'impôt municipal unique en Italie), l'augmentation des droits d'accise, l'augmentation de l'imposition des revenus du capital et de la réduction de diverses exemptions fiscales pour les ménages et les entreprises. Notons que l'Irlande n'a toujours pas modifié la fiscalité de ses entreprises, malgré les pressions européennes. Les privatisations sont également à l'œuvre (Grèce, Portugal, Italie).

Tableau 2. Évolution du solde public dans les pays de la zone euro

En % du PIB	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	-3,2	-4,3	-1,0	-0,5	-0,7
Autriche	-4,1	-4,5	-2,6	-3,0	-2,1
Belgique	-5,6	-3,8	-3,7	-3,6	-3,2
Espagne	-11,2	-9,3	-8,9	-7,4	-6,6
Finlande	-2,5	-2,5	-0,5	-0,9	-0,6
France	-7,5	-7,1	-5,2	-4,4	-3,6
Grèce	-15,6	-10,3	-9,1	-6,7	-4,8
Irlande	-14,0	-31,2	-13,1	-8,0	-8,4
Italie	-5,4	-4,6	-3,9	-2,5	-1,3
Pays-Bas	-5,6	-5,1	-4,7	-4,4	-3,8
Portugal	-10,2	-9,8	-4,2	-5,5	-4,5
Zone euro 11*	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,6

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

Sources : Eurostat pour 2009 à 2011, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Tableau 3. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB					
	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	0,7	1,5	-0,9	-0,5	-0,2
Autriche	0,4	0,6	-1,6	-0,1	-0,9
Belgique	1,9	-0,3	-0,1	-1,1	-0,8
Espagne	3,8	-2,5	-1,1	-3,4	-2,4
Finlande	0,4	1,5	-1,6	-0,4	-1,3
France	2,3	-0,5	-2,0	-1,6	-1,8
Grèce	3,2	-8,0	-5,3	-5,0	-3,9
Irlande	2,2	-4,4	-1,5	-2,4	-1,8
Italie	0,8	-0,4	-1,2	-3,2	-2,1
Pays-Bas	4,0	-1,1	-0,2	-1,0	-1,2
Portugal	5,0	-0,7	-3,7	-3,7	-1,8
Zone euro 11	1,8	-0,3	-1,3	-1,7	-1,3

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

Note de lecture : L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle est une approximation de la politique budgétaire discrétionnaire.

Sources : Calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Pourtant, malgré de fortes impulsions budgétaires négatives, peu de pays arriveront à tenir les engagements pris dans le cadre des programmes de stabilité (tableau 4). En effet, un schéma d'austérité auto-entretenu semble prévaloir : le ralentissement de l'activité, plus fort que celui anticipé par les pays, dégrade le solde public conjoncturel dans les pays de la zone euro pratiquant de fortes impulsions négatives, rendant la résorption du déficit plus difficile, et nécessitant toujours plus d'austérité. Ainsi, l'Espagne, l'Italie ou encore la Belgique devraient être confrontés à un écart entre solde public réalisé et engagement compris entre -0,8 et -1,5 points de PIB en 2012. Les écarts seraient encore plus forts en 2013 : -1,2 points en Irlande, -1 point aux Pays-Bas, -2,2 points en Espagne, -1,1 point en Belgique.

De fait, dès 2012, la troïka UE-FMI-BCE a déjà dû reconnaître que l'Espagne ou le Portugal (voir encadré) ne seraient pas en mesure de tenir leurs engagements et a accordé en conséquence un délai supplémentaire pour parvenir au seuil de 3 %. Cette décision pourrait être le signe d'une inflexion de la stratégie budgétaire souhaitée par la Commission. Il est cependant plus probable qu'elle admette simplement l'existence de multiplicateurs budgé-

taires plus élevés que prévu. Ce sursis n'est de toute façon que temporaire et la stratégie budgétaire reste marquée par la volonté de retrouver le plus rapidement l'équilibre budgétaire.

Tableau 4. Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays en zone euro

En points de PIB

	2012			2013		
	Engagement	Prévision OFCE	Écart	Engagement	Prévision OFCE	Écart
Allemagne	-1,0	-0,5	0,5	-0,5	-0,7	-0,2
Autriche	-3,0	-3,0	0,0	-2,1	-2,1	0,0
Belgique	-2,8	-3,6	-0,8	-2,2	-3,2	-1,1
Espagne	-6,3	-7,8	-1,5	-4,5	-6,7	-2,2
Finlande	-1,1	-0,9	0,2	-0,5	-0,6	-0,1
France	-4,5	-4,4	0,1	-3,0	-3,6	-0,6
Grèce	-6,7	-6,7	0,0	-4,6	-4,8	-0,2
Irlande	-8,3	-8,5	-0,2	-7,5	-8,7	-1,2
Italie	-1,7	-2,5	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8
Pays-Bas	-4,2	-4,5	-0,3	-3,0	-4,0	-1,0
Portugal	-5,0	-5,5	-0,5	-4,5	-4,5	0,0

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

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

Encadré. Le Portugal : pris en étau entre le peuple et les créanciers

Le Portugal s'était, sous la pression de la troïka, fixé un calendrier de réduction du déficit très ambitieux : 4,5 % du PIB en 2012, 3 % du PIB en 2013 et 1 % du PIB en 2014. Cependant, au vu de l'aggravation de la récession portugaise, liée à l'effondrement de la demande intérieure, à la flambée du chômage, et au ralentissement en zone euro qui nuit aux exportations, la troïka a accepté de réviser les objectifs : 5 % en 2012, 4,5 % en 2013 et 2,5 % en 2014.

En outre, sous la pression populaire, le gouvernement a été forcé d'abandonner les mesures d'austérité programmées pour 2013, qui prévoyaient l'augmentation des cotisations des salariés de 11 % à 18 % et la réduction des cotisations patronales de 23,75 % à 18 %.

En 2012, l'impulsion budgétaire serait à nouveau très négative (-3,7 points selon nos prévisions). Une grande partie des mesures visant à augmenter les recettes a porté sur les ménages : hausse de la TVA dans différents secteurs, comme la restauration (*via* un passage du taux intermédiaire de 13 % au taux normal de 23 %), hausses des taxes sur la

consommation (tabac, alcool et automobiles), nouvelle taxe sur la consommation d'électricité, réduction de diverses exemptions fiscales, et une augmentation des taux d'imposition pour les ménages à haut revenu. Une partie a porté sur les entreprises, avec une hausse de l'impôt de 3 % pour les entreprises réalisant un profit supérieur à 1,5 millions d'euros. À ces mesures se sont ajoutées des privatisations, qui rapporteraient 5 milliards d'euros en 2012.

Sur les six premiers mois de l'année 2012, le Portugal a respecté les objectifs fixés par le tandem UE-FMI, avec un déficit de 4,3 milliards d'euros. L'impact des mesures prises a néanmoins été limité, en raison de la baisse des recettes indirectes et des contributions sociales (pour un total de 800 millions d'euros), en raison de l'augmentation rapide du nombre de chômeurs à indemniser.

En 2013, le Portugal prévoit 2,34 milliards d'euros d'économies supplémentaires par rapport à 2012 (soit 1,4 % du PIB), dont deux tiers portent sur la baisse des dépenses, avec la diminution du nombre de fonctionnaires, la baisse des prestations sociales, le remboursement de médicaments, la réduction de l'investissement public. Du côté des recettes, 0,7 milliards d'économies sont prévus avec l'augmentation d'impôts à la consommation, une réduction des exonérations sur la taxe foncière et la réévaluation du cadastre, la suppression de certaines déductions fiscales sur l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur le revenu. Nous prévoyons une impulsion un peu plus forte pour respecter l'objectif de déficit public fixé par la Commission européenne.

Demande intérieure au point mort

Alors que la demande intérieure avait légèrement soutenu la croissance en 2011, les deux premiers trimestres de l'année 2012 témoignent d'un nouveau recul. La consommation des ménages et l'investissement pâtissent des différentes mesures d'économie budgétaire. La zone euro est entrée de nouveau en récession, ce qui a amplifié la dégradation du marché de l'emploi pesant à son tour sur l'évolution du revenu des ménages.

Depuis le début de la crise, le marché du travail n'a cessé de se dégrader en zone euro (tableau 5). Au cours de l'année 2009, près de trois millions d'emplois ont été détruits dans la zone et la situation a continué à se détériorer par la suite, malgré une légère accalmie en 2010. Au deuxième trimestre 2012, on cumulait déjà 6,5 millions de chômeurs en plus depuis la fin de l'année 2007 et nous prévoyons encore une hausse de 1,6 millions d'ici fin 2013. Le taux

de chômage de la zone euro atteindrait 12 % fin 2013. L'Espagne est le pays où la situation de l'emploi est la plus dégradée, avec un taux de chômage proche de 25 %, tandis que l'Allemagne connaît une décreue du nombre de chômeurs depuis 2009 et maintiendrait le taux de chômage sous la barre des 6 % (graphique 3). L'évolution de la population active est freinée par un effet de flexion sur le marché du travail (chômeurs découragés, jeunes prolongeant leurs études, retraites anticipées) mais les réformes du système des retraites (Italie, Espagne, France) jouent dans le sens inverse en prolongeant la durée d'activité des séniors. En moyenne annuelle, la population active progressera de 0,8 % et 0,3 % respectivement en 2012 et 2013, tandis que l'emploi se contractera de 0,5 % les deux années.

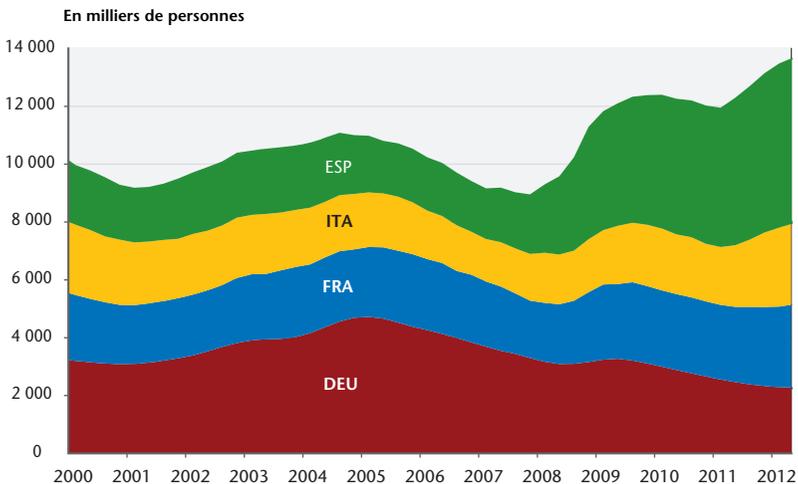
Tableau 5. Évolutions sur le marché du travail en zone euro

Variation annuelle en milliers de personnes, % de la population active pour le taux de chômage

	Emploi	Population active	Chômage	Taux de chômage au sens du BIT
2007	2 580	1 575	-1 005	7,6
2008	-173	1 045	1 217	7,7
2009	-2 954	155	3 110	9,6
2010	167	367	200	10,1
2011	-146	750	896	10,2
2012	-767	953	1720	11,3
2013	-535	416	952	12,0

Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Graphique 3. Chômage

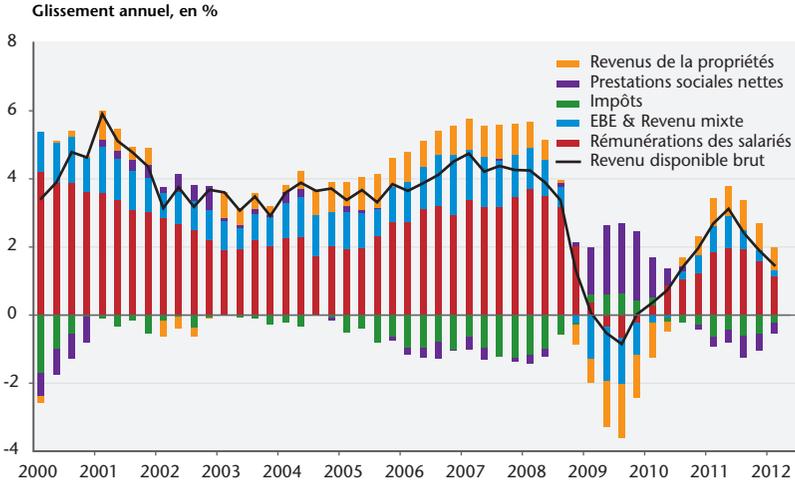


La dégradation du marché du travail conjuguée aux politiques d'austérité pèse fortement sur le revenu des ménages (graphique 4). La masse salariale des employés du secteur marchand se contracte à la fois par un effet volume (baisse de l'emploi) et par un effet prix : le chômage élevé réduit les capacités de négociation des salariés dont le pouvoir d'achat diminue. Les salariés du secteur non marchand sont touchés par le gel ou la baisse des salaires des fonctionnaires (France, Espagne, Italie), la suppression de primes (Espagne) et la perte de jours de congés (Portugal, Espagne).

Les politiques de consolidation budgétaire détériorent également le revenu des ménages au travers de hausses d'impôts sur le revenu (Italie, Espagne, Portugal, France) et de baisses des prestations sociales (Espagne). Par ailleurs, l'allongement de la durée du chômage réduit le montant des indemnités perçues et accroît le nombre de chômeurs en fin de droits. Si en 2009 le revenu des ménages avait été largement soutenu par le jeu des stabilisateurs automatiques (environ 3 points de RDB nominal), ces derniers auront bien du mal à jouer leur rôle en 2012 comme en 2013. En outre, la fiscalité indirecte dégradera le pouvoir d'achat de l'ensemble des ménages (hausses de TVA en 2012 et 2013, hausses de taxes sur le tabac, l'alcool et les hydrocarbures).

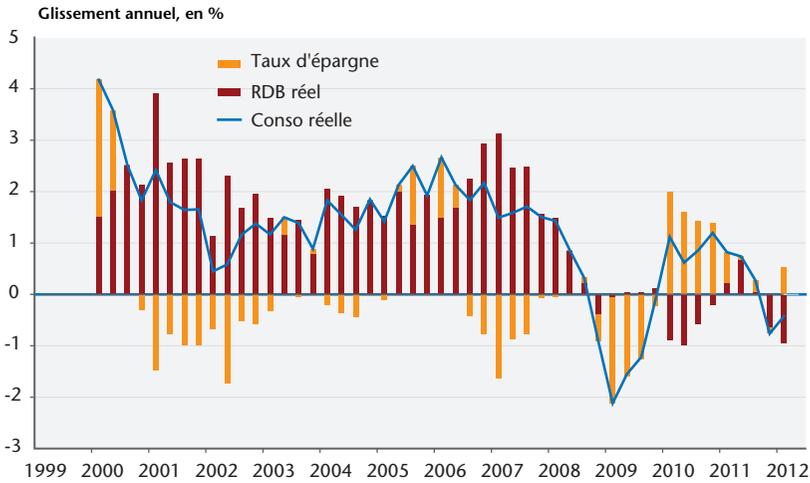
En termes réels, le revenu des ménages de la zone euro se dégrade depuis la fin 2011 (graphique 5). La consommation des ménages en subit les conséquences, avec une baisse de 0,9 % sur les trois derniers trimestres. Le taux d'épargne, qui avait apporté son soutien à la consommation en 2010, est redescendu à un niveau historiquement bas dans la plupart des pays (Allemagne, Italie, Espagne) à l'exception de la France où il s'est maintenu à un niveau élevé. On ne peut donc pas s'attendre à un appui massif du taux d'épargne à l'horizon 2013, d'autant que le climat économique très dégradé pèse sur la confiance des ménages et les invite à se constituer une épargne de précaution. Nous anticipons une légère hausse du taux d'épargne en France, une stabilisation en Allemagne et une légère hausse en Espagne et en Italie, afin de faire face aux nouvelles mesures d'austérité. La consommation des ménages en zone euro se dégradera de 1 % en 2012 et de 0,6 % en 2013, avec de fortes disparités entre pays (graphique 6).

Graphique 4. Contributions à l'évolution du revenu disponible brut des ménages de la zone euro (en nominal)



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE, octobre 2012.

Graphique 5. Contributions à la consommation des ménages de la zone euro



Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Graphique 6. Consommation des ménages



Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le double impact de la consolidation

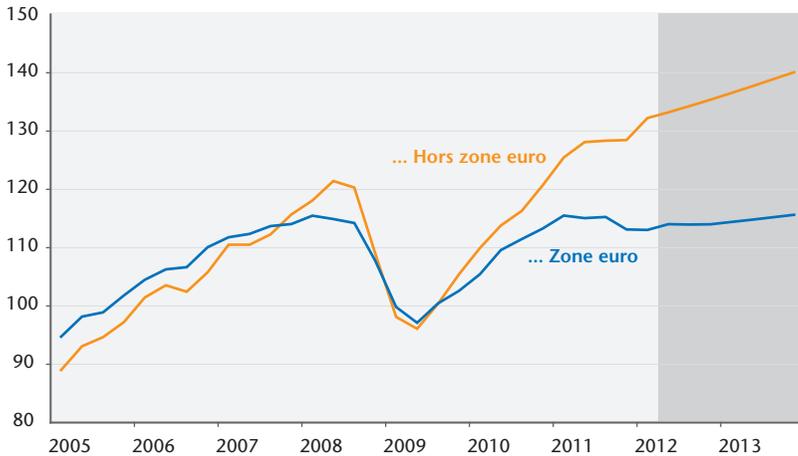
Comme nous le soulignons lors des précédentes prévisions, l'impact d'une stratégie de consolidation budgétaire est d'autant plus récessif que les partenaires commerciaux suivent la même voie. L'évaluation réalisée par le FMI² (2010) sur la valeur des multiplicateurs dans les différents épisodes de contraction budgétaire montre qu'ils sont relativement modérés lorsque la consolidation est entreprise par un pays isolé mais qu'ils peuvent dépasser 2 lorsqu'elle est mise en œuvre simultanément par plusieurs pays. L'argument tient simplement au fait que le multiplicateur est plus élevé en économie fermée que dans une économie ouverte. Or la zone euro est justement une grande économie beaucoup plus fermée que ne le sont les petites économies qui la composent. Ainsi, une partie de la restriction réalisée par chacun des pays est exportée chez ses partenaires commerciaux, ce qui se répercute sur la demande adressée et crée un ralentissement supplémentaire de l'activité dans le pays qui mène une politique budgétaire restrictive.

L'évolution de la demande adressée dans la zone euro reflète cette situation. En fait, dès la phase de reprise du commerce

2. Voir FMI, 2010, « Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation », *World Economic Outlook*, Octobre 2010.

mondial en 2010 et début d'année 2011, on pouvait observer que la vigueur de la demande adressée interne aux pays de la zone euro était moindre que celle émanant des pays hors zone euro (graphique 7). Cette tendance reflétait notamment une reprise de l'activité moins dynamique dans la zone euro que dans le reste du monde. En 2010, alors que la croissance mondiale s'élevait à 5 %, celle de la zone euro a atteint 1,7 %. À titre de comparaison, pour une croissance mondiale équivalente en 2007 (4,9 %), la zone euro bénéficiait d'une croissance du PIB de 2,6 %. En outre, à partir du troisième trimestre 2011, la demande adressée interne ralentit fortement, contrastant avec la poursuite de la croissance de la demande adressée du reste du monde.

Graphique 7. Demande adressée



La poursuite, et dans certains cas l'amplification, des restrictions budgétaires dans la zone euro, mais également, dans une moindre mesure, dans les autres pays, limitera la croissance de la demande adressée dans la zone euro en fin d'année 2012 et en 2013. Ainsi, le taux de croissance trimestriel moyen de la demande adressée hors zone euro serait proche de 1 % dans les cinq grands pays de la zone mais ne dépasserait 0,4 % pour ce qui est de la demande en provenance des autres pays de la zone euro. En tenant compte de la part des exportations dans le PIB, il est possible de décomposer l'impact récessif des mesures de consolidation budgétaire entre les effets sur la demande intérieure et ceux qui sont

transmis *via* la demande adressée et qui dépendent donc des restrictions budgétaires prises par les autres pays. Ainsi, en l'absence d'ajustement budgétaire en Allemagne en 2013, la croissance sera uniquement affectée par les restrictions adoptées par les partenaires de l'Allemagne. Cet effet récessif atteindra 1,7 point en 2013 (tableau 6), en raison du taux d'ouverture élevé de l'Allemagne ; le poids des exportations dans le PIB dépasse en effet 50 %.

Tableau 6. Impact des restrictions budgétaires domestiques et étrangères

En points de PIB

		... effet direct	... effet <i>via</i> la demande adressée	... effet total
Allemagne	2012	-0,2	-1,7	-1,9
	2013	0,0	-1,7	-1,7
France	2012	-1,6	-1,4	-3,0
	2013	-1,8	-1,3	-3,1
Italie	2012	-3,2	-1,3	-4,5
	2013	-2,1	-1,3	-3,3
Espagne	2012	-4,3	-1,3	-5,6
	2013	-4,0	-1,2	-5,2
Pays-Bas	2012	-0,8	-1,7	-2,4
	2013	-0,9	-1,5	-2,4
Belgique	2012	-1,1	-1,3	-2,4
	2013	-0,8	-1,3	-2,1
Grèce	2012	-10,2	-1,2	-11,4
	2013	-8,4	-1,1	-9,5
Portugal	2012	-1,8	-1,8	-3,6
	2013	-2,4	-1,7	-4,1
Irlande	2012	-1,8	-2,0	-3,8
	2013	-1,4	-2,2	-3,5
Autriche	2012	0,0	-1,2	-1,2
	2013	-0,4	-1,0	-1,4
Finlande	2012	-0,2	-1,1	-1,2
	2013	-0,2	-1,0	-1,3

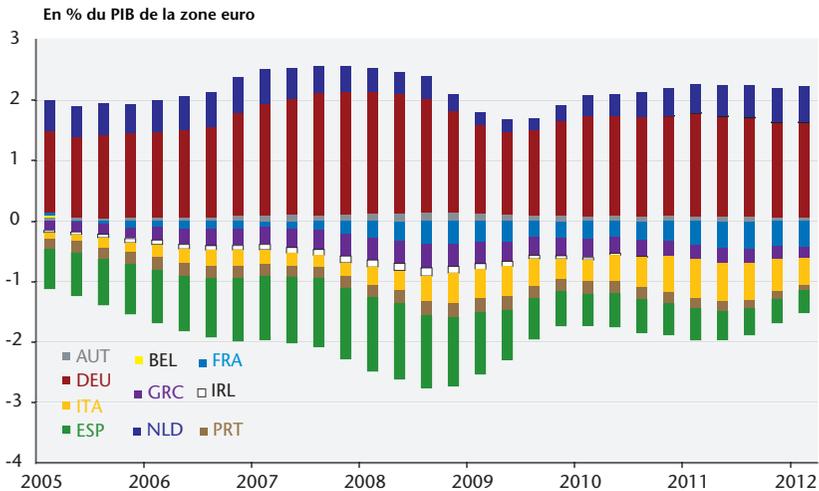
Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le freinage de la croissance *via* la demande adressée serait également important en Irlande, de l'ordre de 2,1 points, en raison non seulement des restrictions prises dans les autres pays de la zone euro mais aussi du fait des impulsions budgétaires fortement négatives des États-Unis (-2,1 points) et dans une moindre mesure du

Royaume-Uni (-1,3). Le poids de ces pays dans les exportations irlandaises atteint en effet respectivement 21 et 17 % alors que celui des pays de la zone euro s'élève à 41,7 %. En Autriche, malgré un ratio d'exportations dans le PIB proche de 60 %, l'effet récessif *via* la demande adressée ne dépasserait pas 1 point en 2013. L'Autriche est ici relativement épargnée du fait de sa très forte intégration commerciale avec l'Allemagne qui absorbe 29 % de ses exportations. Enfin, en Italie, comme en Espagne, l'essentiel de la baisse d'activité serait induite par leur propre consolidation budgétaire. Pour autant, une meilleure coordination des politiques budgétaires aurait permis d'atténuer la récession de 1,2 point en 2013 pour l'Espagne et de 1,3 point pour l'Italie la même année.

Dans ce contexte, la stratégie de dévaluation interne entreprise par les pays « en crise » tels que l'Espagne, l'Irlande ou la Grèce voit ses effets fortement atténués. D'une part, la baisse des coûts salariaux pèse sur la demande et contribue au ralentissement de la demande intérieure. D'autre part, elle ne permet pas de stimuler suffisamment les exportations qui sont freinées par la baisse de la demande adressée.

Graphique 8. Soldes de la balance courante des pays de la zone euro

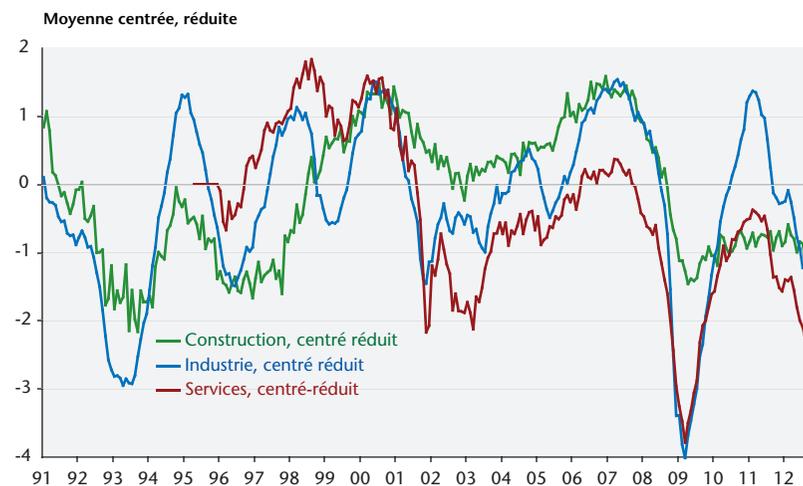


Néanmoins, l'évolution des comptes courants témoigne d'un rééquilibrage au sein de la zone euro. Le solde de la balance courante irlandaise est ainsi revenu à l'équilibre tandis que les déficits de l'Espagne et du Portugal se sont fortement résorbés. Exprimé en pourcentage du PIB de la zone euro, le déficit courant espagnol est ainsi passé de 1,3 % en 2008 à 0,4 % en début d'année 2012, désormais similaire à celui de la France (graphique 8).

Les entreprises privées de demande

La faiblesse de la demande pèse sur le moral des entreprises comme en témoignent les enquêtes sur la confiance réalisées dans l'industrie, la construction et dans les services. La dégradation s'est poursuivie tout au long de l'année 2012 (graphique 9). Le recul de l'activité dans l'ensemble de la zone euro a entraîné une chute du taux d'utilisation des capacités de production qui est retombé à 77,8 % au troisième trimestre 2012 contre 81,3 % au deuxième trimestre 2011.

Graphique 9. Enquêtes de confiance dans la zone euro

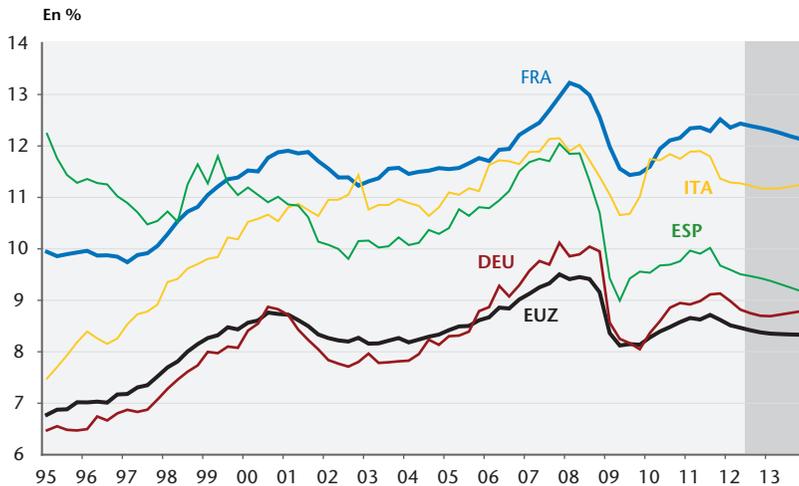


Source : Commission européenne.

L'absence de débouchés et la sous-utilisation des capacités de production freineront les projets d'investissement. Cette situation est d'ores et déjà à l'œuvre dans plusieurs pays. En Allemagne, la FBCF productive privée a reculé au cours des deux derniers

trimestres. Une situation similaire est observée pour l'Italie avec une baisse cumulée sur les quatre derniers trimestres qui dépasse 7 %. En France, s'il y a bien eu un recul au premier trimestre (1,4 %), il a cependant été suivi d'un rebond de 0,7 %. Enfin, en Espagne, la baisse de l'investissement productif a accompagné celle de l'investissement-logement, ce qui fait que la baisse totale de l'investissement dépasse 8 % sur les trois derniers trimestres. En conséquence, les taux d'investissement productifs se stabiliseraient en Allemagne et en Italie, et baisseraient en France et en Espagne (graphique 10). Sur l'ensemble de la zone euro, la baisse serait de 0,3 point, avec un taux d'investissement qui atteindrait 8,3 % en fin d'année 2013.

Graphique 10. Taux d'investissement productif



Sources : Eurostat et comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Enfin, du côté des conditions de financement, les opérations menées par la BCE en décembre 2011 et février 2012 ont permis d'endiguer le risque d'un nouvel épisode de durcissement des conditions de crédit. Selon l'enquête réalisée par la BCE, les conditions d'accès aux financements de marché des banques sont désormais moins tendues, ce qui a permis une détente des conditions de crédit. Ce mouvement doit cependant être relativisé car, au troisième trimestre, il y avait toujours plus d'établissements bancaires déclarant durcir les conditions de crédit que d'établissements déclarant les assouplir. Les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises ont également baissé (de 0,4 point) depuis le début de l'année. Cette baisse n'est cependant pas homo-

gène puisqu'en Espagne, les taux d'intérêt appliqués aux sociétés non financières sur les prêts inférieurs à un million d'euros ont augmenté de 0,3 point pour atteindre 5,3 % en juillet 2012 contre 4,7 % en Italie, 3,1 % en Allemagne et seulement 2,6 % en France.

Si on peut espérer que les conditions de financement deviennent dans l'ensemble plus favorables dans l'ensemble de la zone euro, la baisse de la demande anticipée ne permettra pas de reprise de l'investissement qui sera principalement déterminé par un effet accélérateur négatif.

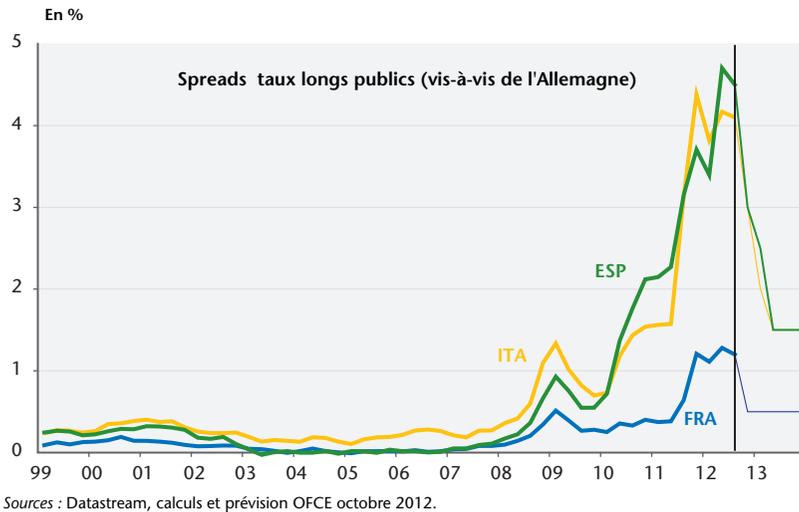
La BCE sauvera-t-elle l'euro ?

Si nous prévoyons que la zone euro ne doit pas échapper à la récession, nous écartons cependant l'hypothèse d'un éclatement. Partant de là, nous supposons que les tensions sur les marchés obligataires publics devraient s'atténuer. En effet, la hausse des taux d'intérêt publics de l'Italie et de l'Espagne vis-à-vis de l'Allemagne reflétait non seulement les incertitudes sur les perspectives économiques mais également les tergiversations de la gouvernance européenne et les actions jusqu'ici plutôt timides de la BCE. De ce point de vue, la validation du TSCG par la Cour constitutionnelle allemande ne change pas l'orientation des politiques budgétaires dans la zone euro pour l'année 2013. Néanmoins, elle évite un nouveau blocage politique et lève certaines incertitudes institutionnelles, ce qui pourrait alors réduire les anticipations d'un éclatement de la zone euro. Dans l'immédiat, elle permettra surtout la mise sur pied rapide du MES.

Par ailleurs, la BCE a annoncé son intention d'acheter des titres publics sur le marché secondaire. Si la BCE n'a fixé aucune limite à ses achats, elle a cependant précisé que son action ne pourrait viser que les titres émis par les pays ayant effectué une demande d'aide auprès du MES. Le soutien de la BCE est donc conditionnel à la mise en œuvre d'un plan de consolidation budgétaire supervisé par la BCE, la Commission européenne et le FMI, supervision qui constitue la contrepartie de l'aide apportée aux Etats en difficulté. Officiellement, l'objectif de l'OMT est de permettre une meilleure transmission de la politique monétaire, bloquée par les tensions sur les taux obligataires publics. La BCE espère ainsi réduire les écarts de taux à l'intérieur de la zone euro.

Le succès du plan dépendra non seulement des achats effectivement réalisés par la BCE mais également de la crédibilité du signal envoyé. Ainsi, paradoxalement, les interventions pourraient être limitées si les marchés anticipent que la BCE aura effectivement les moyens de faire baisser les taux d'intérêt. Le mouvement observé sur les marchés obligataires consécutif à l'annonce du 6 septembre semble valider l'idée que les investisseurs ont perçu positivement le signal envoyé par la BCE. L'avenir précisera si la BCE doit ou non joindre les gestes à la parole. Nous supposons que la détente sur les taux se poursuivra et que les écarts de taux de l'Espagne et de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne se réduiront significativement. La BCE n'a pas annoncé de cible explicite sur son objectif de taux d'intérêt mais nous considérons qu'elle pourrait ramener les taux vers 3,5 %, taux qui correspond au coût des financements accordés dans le cadre du FESF (graphique 11). La convergence des taux d'intérêt résulterait également d'une légère augmentation du taux public allemand reflétant un processus de réallocation du portefeuille des investisseurs.

Graphique 11. Taux d'intérêt publics des quatre grands pays de la zone euro



Pour autant, même crédible et suivi d'actions concrètes, ce nouveau plan ne permettra pas de retrouver la situation d'absence de prime de risque prévalant avant la crise. De nouvelles tensions devraient en effet resurgir en réaction avec la mauvaise conjonc-

ture macroéconomique et la difficulté des pays à respecter leurs engagements en matière de réduction du déficit budgétaire. Ainsi, l'efficacité du plan de la BCE serait d'autant plus forte si elle permettait en même temps aux pays de réduire leurs efforts de consolidation budgétaire. En étalant l'ajustement, les pays pourraient alors retrouver plus rapidement le chemin de la croissance, ce qui permettrait de réduire les écarts critiques (écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance du PIB) et d'améliorer la soutenabilité de la dette.

Il faut également souligner que la capacité d'intervention du MES étant limitée, il ne pourrait pas, en l'état, faire face à une multiplication des besoins d'aide. Or, rien ne garantit par ailleurs que la situation du système financier ou des régions espagnoles soit définitivement stabilisée, ce qui laisse planer des menaces sur les finances publiques. Ainsi, tant que toutes ces incertitudes ne seront pas levées, nous excluons une baisse plus prononcée des écarts de taux.

Il faut néanmoins souligner que si l'évolution des taux d'intérêt joue un rôle central dans la dynamique de la dette, les effets à court terme d'une baisse supplémentaire ou d'une hausse des taux d'intérêt sont limités. En supposant par exemple que les écarts de taux soient complètement réduits en 2013, il ressort que la réduction induite du déficit budgétaire ne dépasserait pas 0,2 point la première année pour l'Espagne (tableau 7³). Elle atteindrait 0,4 point pour l'Italie où la dette brute est plus élevée. Quant à la France, l'annulation de la prime de risque vis-à-vis de l'Allemagne ne réduirait le déficit budgétaire que de 0,1 point. De fait, en France comme en Espagne, un scénario plus favorable de baisse des taux ne permettrait pas de respecter les engagements en matière de déficit budgétaire en 2013. À l'inverse, de nouvelles tensions ne feraient qu'éloigner encore un peu plus les pays de leurs objectifs, ce qui pourrait pousser les pays à adopter de nouvelles mesures de restriction budgétaire. Ainsi, plus que sur les questions de la dynamique des taux d'intérêt et du rôle des interventions de la BCE, il est nécessaire de s'interroger sur la pertinence de la stratégie européenne consistant à réduire au plus vite les déficits budgétaires de

3. Il faut cependant souligner que si la baisse est pérenne, l'impact à long terme sur le déficit et la dette est plus élevé.

l'ensemble des États membres. Surtout qu'en bénéficiant de taux d'intérêt plus faibles, le coût d'une réduction plus progressive des déficits budgétaires est réduit. Ainsi, tant que l'objectif principal de politique économique des États membres de l'UEM sera de ramener les déficits budgétaires au plus à 3 % du PIB, la zone euro ne pourra pas échapper à une nouvelle récession et à une hausse importante du chômage. En effet, la baisse du taux de chômage observée entre mai 2010 et mai 2011 aura été de courte durée et timide. Depuis, il a augmenté de 1,3 point et atteint désormais un record historique depuis 1983. Nous anticipons la poursuite de cette hausse avec un taux de chômage qui serait de 12,1 % en fin d'année 2013.

Tableau 7. Taux d'intérêt publics et déficits budgétaires en 2013

En % du PIB

	Allemagne	France	Italie	Espagne
Scénario central	0,7	3,5	1,3	6,7
Scénario 1		3,4	0,9	6,5
Scénario 2		3,6	1,5	6,9

Note : le scénario 1 représente le cas de réduction complète des écarts de taux, sans hausse du taux allemand. Le scénario 2 correspond à une hausse supplémentaire de 1 point de l'écart de taux pour l'Espagne et l'Italie et de 0,5 point pour la France.

Sources : Programmes de convergence, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1
PIB par tête	0,6	0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	1,5	1,2	-0,8	-0,4
Consommation des ménages	0,0	-0,4	0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,1	-1,0	-0,6
Consommation publique	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,1	0,1	-0,2
FBCF totale dont	2,0	-0,2	-0,4	-0,5	-1,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,3	1,6	-3,0	-1,0
Productive	1,5	-0,1	1,1	-1,4	-1,3	-0,7	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,1	5,0	4,1	-2,9	-1,3
Logement	2,7	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-3,3	0,2	-1,2	-0,7
Construction totale	1,8	-0,6	-0,9	-0,4	-0,9	-1,2	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-4,4	-0,8	-2,9	-0,9
Exportations de biens et services	1,5	0,6	1,5	-0,2	0,7	1,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	10,9	6,3	2,7	2,2
Importations de biens et services	1,1	0,2	0,5	-1,4	-0,2	0,9	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	9,3	4,1	-0,3	1,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,8	0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	0,4	-0,2	-0,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,3	-1,1	-0,6
Variations de stocks	0,1	0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,2	0,4	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	1,0	1,3	0,5
Prix à la consommation (IPCH)*	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,5	2,6	2,5	2,0	2,0	2,0	1,6	1,6	2,7	2,5	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,9	10,2	10,6	10,9	11,2	11,4	11,6	11,8	11,9	12,1	12,1	10,1	10,2	11,3	12,0
Solde courant, en points de PIB													-0,1	0,0	-0,1	-0,4
Solde public, en points de PIB													-6,2	-4,1	-3,1	-2,6
Impulsion budgétaire													-0,3	-1,3	-1,7	-1,3
PIB États-Unis	0,0	0,6	0,3	1,0	0,5	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	2,4	1,8	2,2	0,9

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

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

FRANCE : LA GUERRE DE 3 % AURA-T-ELLE LIEU ?

PERSPECTIVES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse et prévision¹,
Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux
et Mathieu Plane

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013. Cette performance est particulièrement médiocre et 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 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. 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. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

En s'établissant à un rythme 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. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

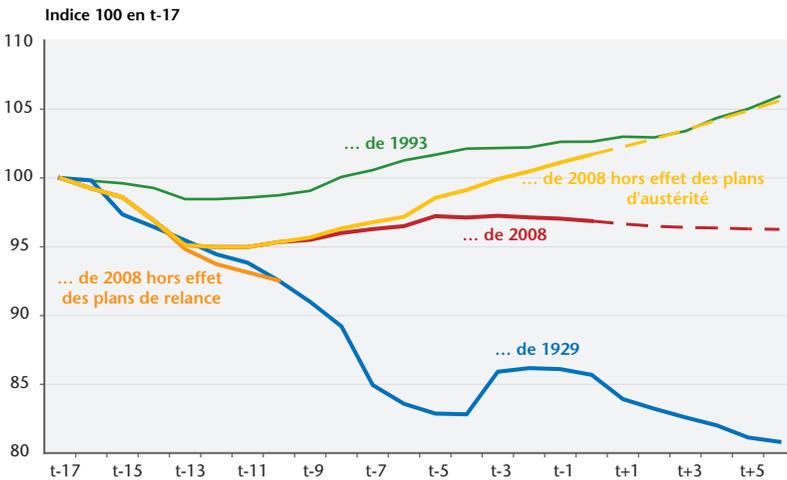
Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013. Si le gouvernement français tenait coûte que coûte à respecter son engagement de déficit budgétaire à 3 %, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions d'un montant de 22 milliards d'euros. Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013 et engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % et amplifierait les destructions d'emplois de près de 200 000.

1. Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Éric Heyer, composée de Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux et Mathieu Plane. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2012 et intègre les comptes nationaux trimestriels de septembre 2012, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au deuxième trimestre 2012 et les comptes d'agents jusqu'au premier 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. La prévision est quant à elle présentée aux prix de l'année précédente chaînés.

1. Vue d'ensemble

Avec l'éclatement de la crise des *subprime* à l'été 2007 aux États-Unis, puis la propagation des désordres financiers à l'ensemble de la planète financière et enfin leur transmission aux secteurs réel et public, l'économie mondiale est entrée dans une crise sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale. En cet automne 2012, la situation de l'économie française, comme celle de ses homologues européennes, est le résultat d'un engrenage implacable qui a d'abord vu s'enclencher une dynamique récessive identique à celle de 1929, à laquelle les gouvernements ont répondu en laissant jouer les stabilisateurs automatiques et en mettant rapidement en œuvre des plans de relance concertés au niveau européen. Associée à la mise en place de politiques monétaires accommodantes puis non conventionnelles, cette réaction a interrompu la mécanique de récession et a fait dévier l'activité de sa trajectoire négative (graphique 1).

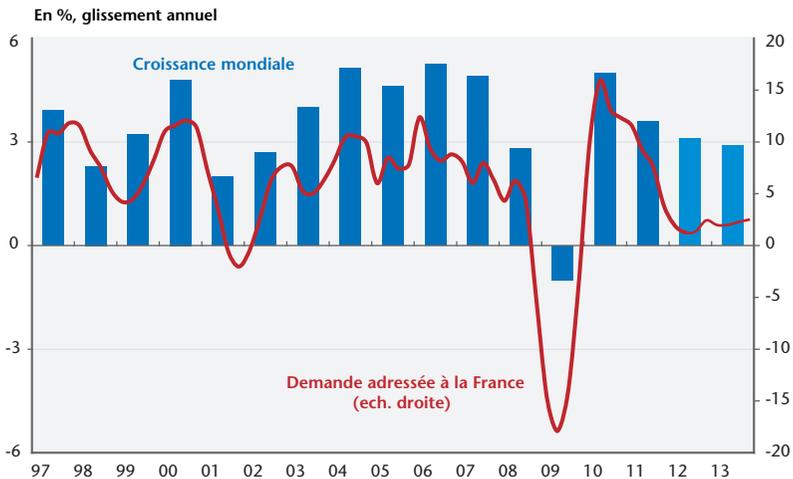
Graphique 1. Évolutions comparées du PIB français par tête pendant les crises...



Sources : Comptabilité nationale, P. Villa, calculs et prévisions OFCE.

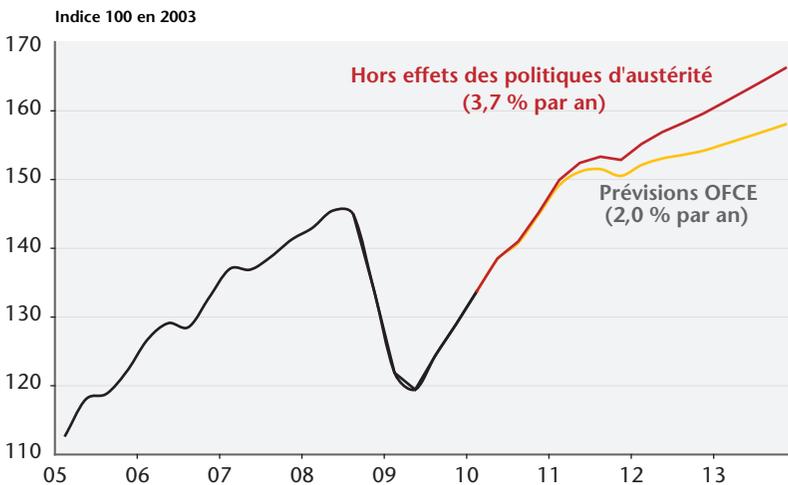
Ce succès des politiques économiques n'a toutefois pas été acquis sans dommage pour l'endettement et les déficits publics. Sous l'effet de la volonté des gouvernements de les réduire, ils « plombent » aujourd'hui les économies de la zone euro. En France, le déficit public s'est creusé de plus de 4 points de PIB entre 2008 et 2009 et restait encore supérieur à 7 % du PIB en 2010 après son pic de 2009 à 7,5 %, engendrant un gonflement de la dette publique de plus de 14 points de PIB entre 2008 et 2010. Les États européens, corsetés par leurs engagements de retour rapide à l'équilibre budgétaire et aiguillonnés par les marchés inquiets pour leur solvabilité et la pérennité de la zone euro, sont entrés dans une phase d'assainissement budgétaire qui a interrompu le redressement amorcé entre la seconde moitié de 2009 et le premier trimestre 2011. On ne saurait en effet arguer, sauf à se contredire, de l'efficacité des plans de relance durant la récession sous l'effet de multiplicateurs non nuls, sans voir dans le durcissement budgétaire actuel la cause du marasme européen. Les révisions des prévisions de croissance des gouvernements européens depuis 18 mois illustrent l'intégration progressive dans leur diagnostic conjoncturel de l'impact récessif des plans d'austérité.

Graphique 2. Environnement international



Les effets de la 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 (graphique 2). 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, non 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. Hors effet des politiques d'austérité en Europe, la demande adressée à la France aurait pu croître de près de 4 % l'an en 2012 et en 2013, alors que le rythme attendu devrait être deux fois plus faible (graphique 3). En conséquence les exportations françaises ont subi un net coup de frein pendant la première moitié de 2012, passant d'une croissance moyenne de 1,4 % dans la seconde moitié de 2011 à un quasi arrêt. Cette langueur devrait perdurer d'ici à la fin 2013, avec des rythmes d'expansion des exportations inférieurs à 1 % en rythme annuel.

Graphique 3. Évolution de la demande adressée à la France*



* La valeur des multiplicateurs budgétaires des partenaires de la France est détaillée dans la partie « zone euro » et dans la synthèse internationale.

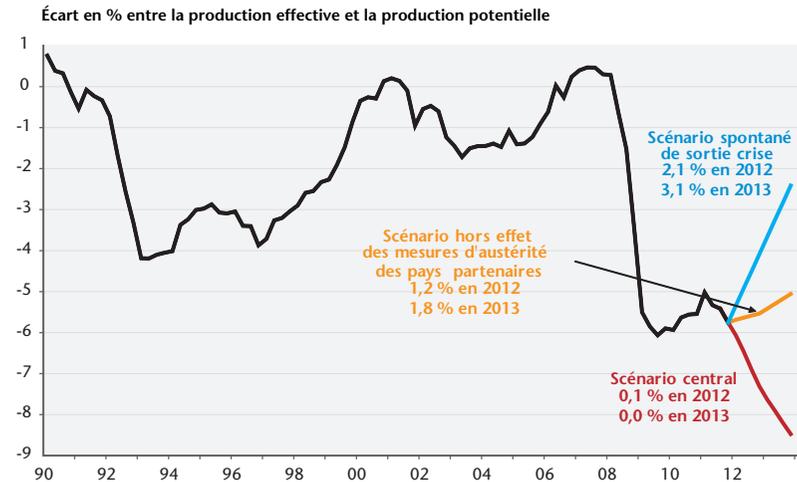
Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, e-mod.fr.

Sous l'hypothèse de multiplicateurs budgétaires non nuls – comme il est vraisemblable que ce soit le cas² –, la trajectoire effective de l'économie française peut être jaugée à l'aune des plans

de rigueur français et européens en comparaison de ce qu'elle aurait pu être sans les politiques restrictives. Au plus fort de la récession, l'écart de production de la France a atteint un minimum sur les vingt dernières années avec pour corollaire le retour du chômage de masse et le gonflement des capacités de production inemployées (graphique 4). Cet écart a commencé à se réduire à partir du début de l'année 2010, mais la fin du plan de relance début 2011 et le début des politiques d'assainissement ont tué dans l'œuf l'embryon de reprise.

En sous-régime depuis 4 ans, l'économie française dispose d'un potentiel de rebond important. En ce début d'année 2012, celui-ci correspondrait à une croissance de 0,8 % par trimestre, soit, en tenant compte de l'acquis de croissance, un accroissement annuel du PIB de 2,1 % en 2012 et de 3,1 % en 2013. Ce rythme de croissance permettrait à l'économie française de combler l'écart de production en cinq années (tableau 1). Comme tout scénario contrefactuel, la définition de cette trajectoire revêt nécessairement un caractère hypothétique, mais elle est néanmoins conforme aux précédents historiques de sortie de crise, ce qui lui confère une certaine pertinence.

Graphique 4. Écart de production en France



2. Voir sur ce point « Quel scénario de croissance à l'horizon 2017 ? », in Évaluation du projet économique du quinquennat 2012-2017, *Revue de l'OFCE, Hors série*, septembre 2012, pp. 12-13.

Un premier facteur de déviation par rapport à ce sentier de sortie de crise résulte des plans de restriction budgétaire mis en place par les gouvernements français depuis 2011, qui ramèneraient la croissance annuelle à 1,2 % en 2012 et à 1,8 % en 2013. Ensuite, comme on l'a déjà souligné, les partenaires commerciaux de la France adoptent le même type de politique, ce qui bride également leur demande intérieure, donc leurs importations, et finalement les exportations françaises. Le résidu de croissance qui pouvait survivre à l'impulsion budgétaire négative nationale disparaîtrait alors complètement du fait des politiques des autres pays européens, et le PIB français stagnerait en 2012 et en 2013 (tableau 1)³.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France

En point de % de PIB

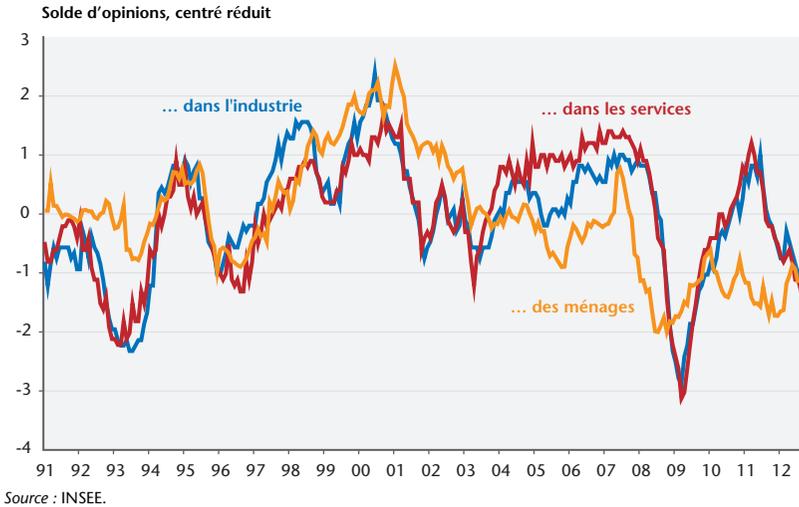
Rythme...	... trimestriel		... annuel	
	2012	2013	2012	2013
Reprise spontanée	0,8	0,8	2,1	3,1
<i>Impact budgétaire</i>	-0,4	-0,4	-1,6	-1,7
<i>Choc pétrolier</i>	-0,05	0,0	-0,2	0,0
<i>Environnement extérieur</i>	-0,4	-0,3	-1,4	-1,2
<i>Acquis</i>			-1,0	-0,2
Prévisions de croissance	-0,04	0,04	0,1	0,0

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Le panorama conjoncturel en cet automne 2012, peu reluisant, étaye d'ailleurs ces sombres perspectives. Comme dans de nombreux pays européens, le climat des affaires dans le secteur marchand s'est violemment dégradé à l'été 2011, préfigurant la rechute conjoncturelle que traverse l'économie française depuis la deuxième moitié de 2011. Du côté des ménages, leur moral n'a jamais retrouvé son niveau de longue période et se dégrade à nouveau, flirtant avec le niveau très bas qui prévalait au paroxysme de la crise (graphique 5).

3. Comme l'indique le tableau 1, d'autres chocs peuvent infléchir davantage la trajectoire spontanée de sortie de crise. Cependant, ils semblent être de deuxième ordre face à l'ampleur des ajustements budgétaires.

Graphique 5. Évolution de la confiance...



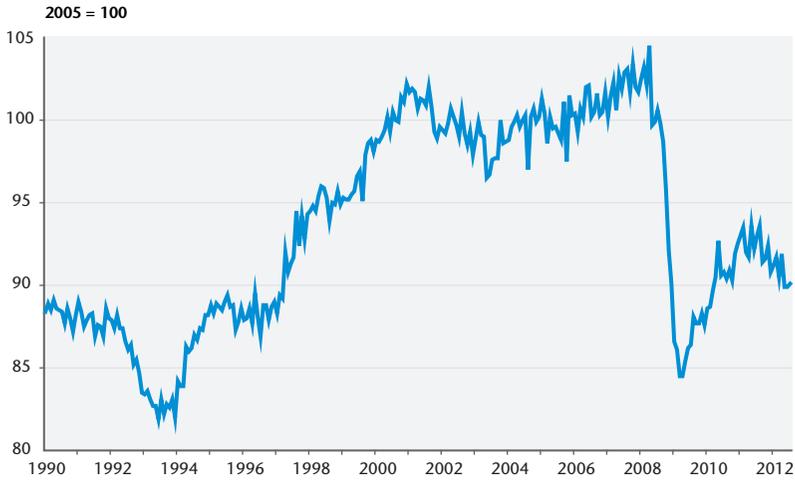
Entreprises entre crises

L'industrie est particulièrement meurtrie par les chocs conjoncturels de ces quatre dernières années. À la mi-2011, au sommet de son rebond consécutif à la récession, la production industrielle n'avait pas récupéré la moitié de ses pertes antérieures (graphique 6). Le retournement a fait rechuter l'indice qui n'est pas parvenu à s'élever durablement à un niveau supérieur à celui de 1998.

De ces chocs successifs sur la production a résulté une sous-utilisation chronique de l'appareil productif depuis quatre ans. Le taux d'utilisation des capacités s'est effondré pendant la récession de 2008/09. S'il a récupéré une partie du terrain perdu, il a à peine rattrapé les minima de la décennie 1990 ou de la première moitié des années 2000, et s'est retourné à nouveau à la mi-2011 loin sous sa moyenne de longue période (graphique 7). Du côté de la main-d'œuvre, on observe la même situation avec des sureffectifs chroniques dans les entreprises qui ont entraîné une chute de la productivité, incapable de retrouver son niveau tendanciel.

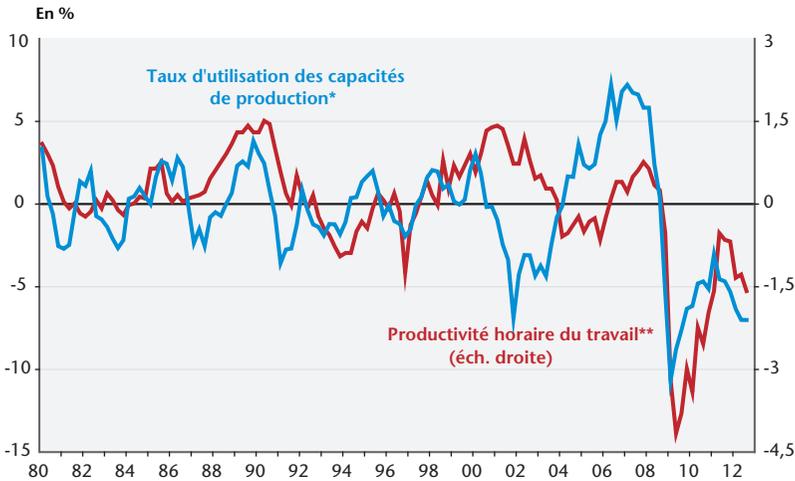
Cette situation alourdit considérablement à la fois les coûts salariaux des entreprises et pèse sur la rentabilité du capital. Sous l'effet de l'épisode récessif de 2008-09, puis de la rechute de l'activité

Graphique 6. Indice de production industrielle



Source : INSEE.

Graphique 7. Taux d'utilisation des capacités de production et cycle de productivité du travail



* En écart à la moyenne de longue période

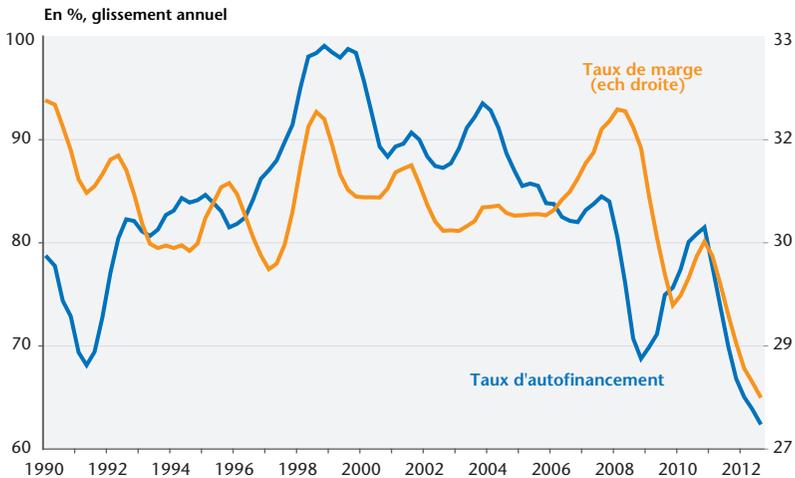
** En écart à la tendance de long terme

Source : INSEE, calculs OFCE.

consécutives à la crise des dettes souveraines, le taux de marge s'approche désormais de son étiage du début des années 1980, quand les comptes des entreprises portaient les stigmates des chocs pétroliers et que le conflit de répartition se résolvait en faveur du travail (graphique 8). Cependant, à la différence des années 1980,

la dégradation du taux de marge ne résulte plus d'une négociation salariale favorable aux salariés, mais de l'ajustement incomplet des salaires, de l'emploi et des capacités de production. Les chocs conjoncturels successifs de ces quatre dernières années ont notamment créé un volume de sureffectifs que la reprise interrompue en 2011 n'a pas permis de résorber. L'emploi n'est bien sûr pas complètement inerte face aux baisses d'activité. Classiquement, l'ajustement des services du travail s'effectue pour partie par des suppressions d'emplois et pour partie par la renonciation transitoire aux gains de productivité. Lors des cycles passés, le déficit de productivité était récupéré dans les phases de reprise, ce qui permettait l'absorption des effectifs excédentaires. Dans la situation actuelle où les politiques de rigueur, par leur effet dépressif, reportent la reprise de la production, la restauration de la productivité prend du retard et l'économie française combine chômage élevé et dégradation des marges des entreprises.

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



* Excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée

** Épargne rapportée à l'investissement

Source : INSEE.

Il devrait en résulter de nouvelles suppressions nettes d'emplois en 2012 et en 2013. Le faible niveau du taux de marge fait également peser une contrainte sur l'investissement, en plus de l'existence de capacités de production excédentaires nourries par les politiques de rigueur. Dégageant moins de ressources internes,

les entreprises sont plus dépendantes des financements externes. La baisse du taux d'autofinancement tout au long des années 2000 témoigne d'une montée de l'endettement qui s'est accentuée en 2008, avant que l'effondrement de l'investissement ne restaure temporairement le ratio. Mais le répit n'a été que de courte durée, et le retournement de l'activité à la mi-2011 a renvoyé le taux d'autofinancement à la baisse. Au vu de l'évolution différenciée du taux de marge, dont le recul est sévère depuis 2008, et du taux d'autofinancement, qui est parvenu à enrayer sa chute depuis son point bas de 2008, il semble que les entreprises aient répondu à la raréfaction de leurs ressources internes par la compression des dépenses d'investissement plutôt que par le recours aux financements externes, face à des marchés financiers extrêmement instables et au tarissement du crédit bancaire.

L'investissement des entreprises, qui avait rebondi de 6,4 % et 5,3 % respectivement en 2010 et 2011, devrait basculer à nouveau à la baisse, avec une stagnation en 2012 et un léger repli en 2013, -1,4 %. Cela conduirait à une stabilité du taux d'investissement à l'horizon 2013 (graphique 9).

Graphique 9. Taux d'investissement* des SNF



* Investissement des SNF / Valeur ajoutée des SNF

Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* de 2012 à 2013.

Consommation basses calories

La confiance reste durablement déprimée depuis trois ans, largement en dessous de son niveau de longue période (graphique 5). Les chocs à répétition ont eu raison du relatif optimisme qui prévalait en 2007 : poussée inflationniste liée à l'augmentation des prix de l'énergie et des produits alimentaires, crise financière, récession et réactivation du risque de chômage, rechute conjoncturelle et nouvelles vagues de suppressions d'emplois. Et les baisses de revenus réels attendues ne devraient pas susciter de regain d'optimisme d'autant qu'elles résulteront d'effets réels et non pas d'un regain d'inflation, comme ce fut le cas en moyenne annuelle en 2008 avec la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

Le retour des suppressions d'emplois couplé au ralentissement de la hausse des salaires individuels résultant de la hausse du chômage conduira à une quasi-stagnation de la masse salariale sur l'ensemble des années 2012 et 2013 (tableau 2). Les prestations sociales, sous l'action des stabilisateurs automatiques, atténueront les conséquences de l'arrêt de la progression des salaires sur le revenu des ménages, mais l'effet stabilisant des dispositifs d'assurance chômage s'estompera au fur et à mesure qu'un nombre croissant de chômeurs de longue durée sortira des droits à l'indemnisation par l'assurance pour tomber dans l'assistance.

Tableau 2. Éléments du compte des ménages

En %, à prix constants moyenne annuelle

	2011	2012	2013	Moyenne 2001-2006
Revenu disponible brut	0,8	-0,5	-0,3	1,8
dont :				
Salaires bruts	1,1	-0,1	0,2	1,7
Cotisations sociales	1,1	-0,1	0,6	3,1
Prestations sociales	1,3	1,6	3,1	2,4
EBE	1,1	0,3	0,3	1,2
Impôts sur le revenu	5,2	8,6	10,6	0,5
Consommation	0,2	-0,3	-0,6	1,9
Taux d'épargne (en % du RDB)	16,2	16,0	16,2	15,3
Déflateur de la consommation	1,8	1,9	1,6	2,0

Sources : INSEE, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

La hausse des prélèvements obligatoires entraînera une baisse du revenu des ménages en 2012 et en 2013⁴. Les ménages ont déjà été mis à contribution par les plans d'assainissement budgétaire contenus dans le projet de loi de finance présenté par le Gouvernement Fillon en septembre 2010. Il prévoyait déjà des prélèvements supplémentaires en 2011 au titre de la suppression ou de la diminution des avantages liés à certaines niches fiscales, pour un total de 3,6 milliards. Le durcissement de la rigueur annoncé par ce même gouvernement à la fin août 2011 a conduit à augmenter les prélèvements sur les niches de 3,6 milliards, soit un doublement de la contribution des ménages par rapport au projet de loi de finance initial. En 2011, les prélèvements supplémentaires sur les ménages se sont donc élevés à 7,2 milliards, soit 0,5 point de revenu disponible.

Pour 2012, l'effort demandé aux ménages par la Loi de finances votée à l'automne 2011 était légèrement accentué par rapport à celui de 2011, en s'élevant à 8,3 milliards d'euros. S'ajoutent à ces prélèvements pré-existants ceux de la Loi de finances rectificative votée par la nouvelle majorité après l'élection de François Hollande, annulant les réformes fiscales du gouvernement précédent. C'est donc 4,2 milliards d'euros de prélèvements supplémentaires qui grèveront le revenu des ménages en 2012, principalement par la fin de la défiscalisation des heures supplémentaires (1 milliard d'euros) et la contribution exceptionnelle sur la fortune (2,3 milliards d'euros). 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 qui porteront sur 10 milliards d'euros⁵. Au total en 2012 et en 2013, la ponction sur les ménages devrait représenter environ 1 point de revenu disponible brut chacune des deux années.

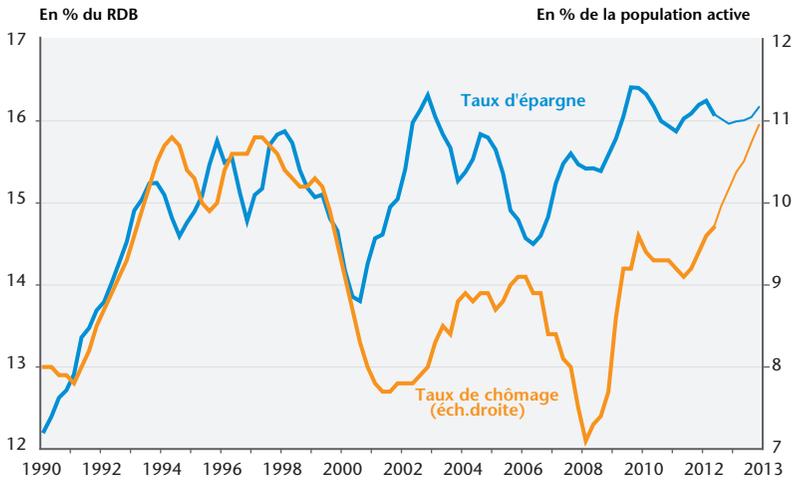
Dans un contexte où l'incertitude prédomine, l'épargne apparaît comme un refuge pour des ménages traumatisés par les secousses conjoncturelles (graphique 10). Le taux d'épargne, qui avait fortement reculé entre 2003 et 2007, a annulé sa baisse précédente et

4. Les impôts sur le revenu auront une contribution fortement négative à l'évolution du RDB en 2012 et en 2013. Hors impôt, le revenu des ménages croîtrait faiblement en 2012 (+0,4 %) et en 2013 (+0,9 %), mais ne baisserait pas.

5. Pour plus de détails, se référer M. Plane dans ce même numéro.

oscille désormais autour de ses plus hauts de ces vingt dernières années. Un des principaux moteurs de la croissance durant la majeure partie de la décennie 2000 s'est ainsi éteint. Le jeu des déterminants principaux de la baisse du taux d'épargne – l'effet de richesse immobilière et la variation du chômage –, s'est au mieux interrompu, avec l'arrêt de la hausse des prix des logements et la fin des plus-values immobilières, au pire inversé, avec la remontée du chômage (tableau 3). La capacité des ménages à s'endetter, mesurée par l'écart critique⁶ entre le taux de croissance du revenu et le taux d'intérêt, s'est aussi dégradée entre 2009 et 2011, contribuant nettement à la remontée du taux d'épargne. Le seul élément continuant à pousser le taux d'épargne à la baisse est la décélération du revenu des ménages qui traduit, surtout en 2012, l'accentuation de leur contrainte budgétaire durant la crise : pour maintenir leur consommation contrainte face au ralentissement du revenu, les ménages se voient obligés de puiser dans leur épargne.

Graphique 10. Taux d'épargne et taux de chômage



Sources : INSEE, OFCE, e-mod.fr de 2012 à 2013.

6. L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages et le taux d'intérêt. Il mesure la solvabilité des ménages, c'est-à-dire leur capacité à dégager les ressources suffisantes pour payer les intérêts de leur emprunt.

Tableau 3. Les déterminants des variations du taux d'épargne en France

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

1. Pour plus de détails, se référer à Valérie Chauvin *et al.* (2004) : « Évaluation du plan de relance de l'économie française », *Document de travail de l'OFCE*, n° 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.

* Prévisions OFCE.

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

Sources : INSEE, OFCE, *e-mod.fr* de 2012 à 2013.

Aucun des facteurs précédents ne devrait s'inverser en 2012 et en 2013. A l'horizon de 2013, le taux d'épargne s'établirait ainsi au niveau de 2011. Couplée à la baisse du revenu disponible brut réel amputé par les pertes d'emplois et l'augmentation des prélèvements publics, cette stabilité induit un recul de la consommation des ménages cette année et l'année prochaine (graphique 11).

Graphique 11. Consommation des ménages



Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

L'énigme de la productivité

Après l'épisode récessif de 2008/2009, le marché du travail a profité d'une relative embellie : l'emploi total s'est redressé de 167 000 actifs au total durant les années 2010 et 2011 après l'hémorragie de 2008 et 2009 (-404 000), principalement sous l'effet de la reprise de l'emploi marchand (tableau 4). Le chômage a baissé de 39 000 personnes sur la même période, mais face à son augmentation de 616 000 sur 2008 et 2009, l'amélioration est toute relative d'autant que le nombre de chômeurs est reparti à la hausse à partir du troisième trimestre 2011.

Paradoxalement, la situation aurait pu être pire qu'elle ne l'est à la mi-2012 dans la mesure où l'évolution de l'emploi durant la phase de rebond de la croissance de 2010/11 a été plus favorable que ses déterminants traditionnels ne l'auraient anticipé. Les entreprises auraient pu en effet profiter de l'éclaircie pour restaurer leurs marges en réalisant des gains de productivité⁷. Il en aurait résulté une poursuite des pertes d'emplois, au lieu d'une reprise des créations, et une montée supplémentaire du chômage.

Tableau 4. Évolution du marché du travail en France

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

	2008	2009	2010	2011	2012*	2013*
Population active observée	18	194	11	124	165	100
Emploi total	-67	-337	92	75	-88	-143
- <i>Emplois marchands</i>	-77	-367	62	103	-106	-166
- <i>Emplois aidés non marchands</i>	-77	38	44	-74	28	43
- <i>Autres emplois</i>	87	-8	-14	46	-10	-20
Chômage au sens du BIT	85	531	-81	49	253	243
Taux de chômage	7,7	9,6	9,3	9,4	10,2	11,0

* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE ; prévision OFCE 2012 et 2013, *e-mod.fr*.

Le retournement de l'activité dans la seconde moitié de 2011, alors que le PIB et l'emploi stagnent quasiment depuis un an, a de nouveau accentué le retard de la productivité par rapport à sa tendance de longue période. L'amortissement, par le cycle de productivité, des effets négatifs sur l'emploi de la politique de

7. Voir dans cette partie M. Cochar, et B. Ducoudré, « Marché du travail, l'histoire sans fin ».

rigueur n'apparaît dès lors plus envisageable, sauf à prolonger l'effondrement du taux de marge à l'horizon 2013. L'économie française devrait donc renouer avec les destructions d'emplois, -106 000 et -166 000 emplois marchands en 2012 et en 2013 respectivement. Le cycle de productivité s'inverserait alors en 2013, mettant fin au recul du taux de marge.

La réactivation du traitement social du chômage, après le passage en creux de l'année 2011 durant lequel 75 000 pertes d'emplois aidés non marchands ont été enregistrées, atténuera la dégradation de la situation du marché du travail d'ici à 2013. Le traitement social du chômage a été relancé en 2012. Au nombre de contrats budgétés en début d'année 2012, davantage concentrés sur la première moitié de l'année, le gouvernement Ayrault a ajouté un supplément pour le second semestre qui permettra de préserver les acquis des six premiers mois. Le nombre d'emplois aidés non marchands s'accroîtrait ainsi de 28 000 personnes en 2012. En 2013, la politique de l'emploi s'appuiera largement sur le recours aux emplois aidés dans le secteur non-marchand (emplois d'avenir) et marchand (emplois d'avenir et contrat de génération)⁸. Il en résultera un supplément d'emplois dans le secteur non marchand de 43 000 personnes, et une situation de l'emploi marchand un peu moins dégradée que ce que laissaient prévoir ses déterminants traditionnels.

Arrêt de la croissance, retournement de la productivité et population active toujours dynamique ne peuvent que propulser le chômage vers de nouveaux sommets. Le nombre de chômeurs au sens du Bureau International du Travail (BIT) s'accroîtrait ainsi de 253 000 et 243 000 personnes respectivement en 2012 et en 2013. L'évolution de la population active vient ajouter au déséquilibre du marché, avec notamment la poursuite de l'arrivée dans la tranche des seniors des « baby boomers » pour lesquels les taux d'activité,

8. Pour lutter contre la reprise annoncée de la hausse du chômage, le nouveau gouvernement 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 %.

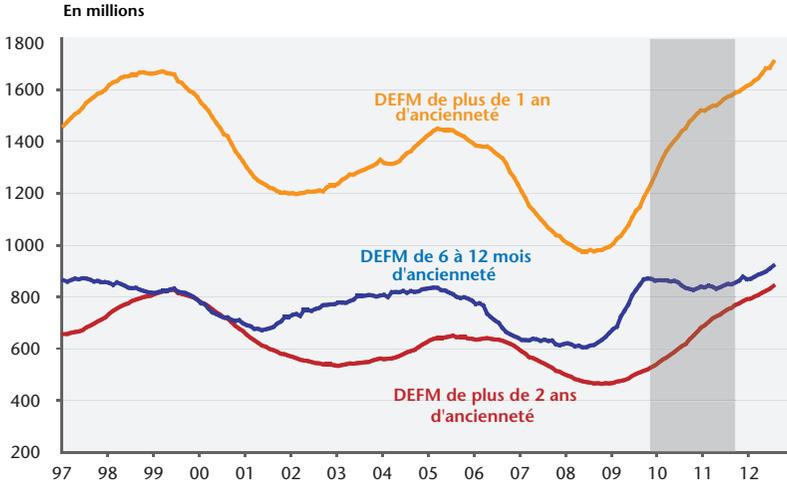
en particuliers féminins, sont plus élevés que pour les générations antérieures. S'y ajoutent l'extinction des dispositifs de préretraites et de dispense de recherche d'emplois (DRE), ainsi que l'impact de la réforme des retraites de 2010, entrée en application en juillet 2011, dont on peut estimer l'effet à 90 000 actifs supplémentaires au total en 2012 et en 2013. À 11 % de la population active à la fin 2013, le taux de chômage dépasserait son précédent record de la première moitié de 1997 à 10,8 %.

Le nombre de chômeurs de longue durée, en poursuivant sa hausse, est resté insensible à la relative amélioration du marché du travail en 2010 et au premier semestre 2011 : les effectifs de chômeurs de plus d'un an d'ancienneté inscrits à Pôle emploi se sont accrus de 328 000 personnes entre octobre 2009 et avril 2011 (graphique 12). La hausse attendue du chômage va dégrader davantage encore la situation des chômeurs de longue durée, d'abord par la raréfaction des opportunités de reprise d'emploi pour ceux qui y sont déjà, ensuite par le basculement dans cette catégorie des personnes actuellement au chômage depuis moins d'un an.

Les allocations d'assurance chômage ont une durée maximale de 730 jours, soit environ deux ans. Au-delà les chômeurs ne bénéficient plus que des prestations d'assistance (Allocation de solidarité spécifique (ASS) pour ceux qui ont pu bénéficier de l'assurance ou la RSA pour les autres). Comme la catégorie des chômeurs de deux ans d'ancienneté et plus s'est gonflée de 376 000 personnes depuis le début de 2009, et que l'on ne voit pas la situation s'améliorer à l'horizon de 2013, en l'absence d'un dispositif de remplacement du plan d'aide aux chômeurs sans ressources, arrivé à échéance en décembre 2010⁹, l'effet d'un des principaux mécanismes de stabilisation automatique va s'estomper et précipiter davantage de personnes dans la pauvreté.

9. Le gouvernement avait mis en place en juin 2010 pour une durée de six mois un dispositif exceptionnel pour l'accompagnement des demandeurs d'emploi ayant épuisé leurs droits (plan « rebond pour l'emploi »). Il consistait à proposer un accompagnement renforcé pour l'insertion professionnelle par le biais d'une formation rémunérée ou d'un emploi aidé. D'une durée limitée, ce plan n'a eu que des effets marginaux.

Graphique 12. Demandeurs d'emplois selon la durée au chômage



Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

Au total, l'économie française devrait connaître une quasi-stabilité de son activité à l'horizon 2013 : en moyenne annuelle, la croissance du PIB français serait de 0,1 % en 2012 et nulle en 2013. 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 (graphique 4).

Par ailleurs, le gain budgétaire attendu par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales résultant de l'absence de croissance. Le déficit des administrations publiques devrait s'établir à 3,5 % du PIB en 2013, après 4,4 % en 2012, portant la dette publique à 90,6 % du PIB en 2012 et à 93,7 % en 2013, contre 86 % en 2011¹⁰ (tableau 5).

10. Pour plus de détails se référer à la partie « Administrations publiques ».

Tableau 5. Résumé de la prévision pour 2012 et 2013

En %, moyenne annuelle	2009	2010	2011	2012*	2013*
Taux de croissance du PIB	-3,1	1,7	1,7	0,1	0,0
Importations	-9,6	8,9	5,2	1,0	1,3
Consommation des ménages	0,1	1,4	0,2	-0,3	-0,6
Consommation des administrations	2,5	1,8	0,2	1,2	0,7
Investissement total	-10,6	1,2	3,5	0,6	-0,5
Exportations	-12,1	9,6	5,5	2,6	2,0
<i>Contribution à la croissance</i>					
Demande intérieure hors stocks	-1,5	1,5	0,8	0,2	-0,2
Variations de stocks	-1,1	0,1	0,8	-0,7	0,1
Solde extérieur	-0,5	0,1	0,0	0,4	0,1
Taux de croissance du PIB zone euro	-4,4	2,0	1,5	-0,5	-0,1
<i>Autres indicateurs</i>					
Inflation (Déflateur de la consommation)	-0,7	1,1	2,1	1,9	1,6
Taux d'épargne (en % du RdB)	16,4	15,9	16,2	16,0	16,2
Taux de chômage	9,2	9,3	9,2	9,9	10,6
Solde public (en point de PIB)	7,5	7,1	5,2	4,4	3,5
Dette publique (en point de PIB)	79,2	82,3	86,0	90,6	93,7
Taux de croissance du PIB (en glissement)	-1,0	1,8	1,2	-0,2	0,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2012 et 2013.

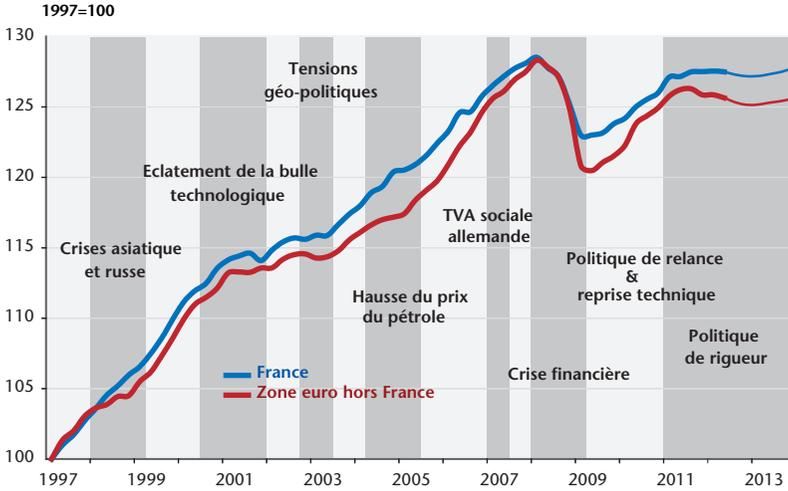
Une meilleure performance relative de la France au cours de la crise

Si le rythme de croissance de l'économie française que nous prévoyons à l'horizon 2013 est très proche de celui envisagé pour le reste de la zone euro (tableau 6, graphique 13), il convient de souligner que, depuis le début de la crise, l'économie française se démarque à son avantage de la moyenne de ses principaux partenaires européens, Allemagne compris (graphique 13).

Les raisons de cette meilleure résistance ont été largement commentées dans nos publications antérieures¹¹ : elles ont trait à des stabilisateurs automatiques plus développés, à des agents privés moins endettés, à des effets de richesse financière et immobilière moins négatifs, ainsi qu'à un marché du travail plus protecteur que dans les autres grands pays.

11. Pour plus de détails, se référer à : « France : la mer se retire », *Revue de l'OFCE*, n° 109, avril 2009.

Graphique 13. Niveau du PIB en France et dans le reste de la zone euro



Sources : Eurostat, INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2011.

Cela n'est pas nouveau : depuis 1998, les Français dépensent plus que leurs homologues allemands ou italiens, permettant à la France de connaître un taux de croissance annuel moyen supérieur de respectivement 0,6 point et 0,9 point par rapport à l'Allemagne et à l'Italie (tableau 6). Il est à noter par ailleurs que le maintien d'une plus forte consommation en France ne résulte pas du comportement d'épargne des ménages. Le taux d'épargne y est non seulement plus élevé qu'ailleurs en Europe mais il a également plus augmenté depuis 1998.

Tableau 6. Comparaisons européennes du PIB et de ses composantes

En %

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro hors France
PIB	1998-2007	2,3	1,7	1,5	3,8	2,2
	2008-2011	0,0	0,7	-1,1	-0,7	-0,1
<i>En contribution</i>						
Consommation des ménages	1998-2007	1,4	0,5	0,9	2,4	1,0
	2008-2011	0,3	0,5	-0,1	-0,7	0,1
Investissement total	1998-2007	0,8	0,3	0,6	1,7	0,6
	2008-2011	-0,3	0,0	-0,8	-2,3	-0,7
Dépenses publiques	1998-2007	0,3	0,2	0,4	0,8	0,4
	2008-2011	0,3	0,4	0,0	0,5	0,3
Commerce extérieur	1998-2007	-0,4	0,7	-0,3	-1,3	0,2
	2008-2011	-0,2	-0,2	0,0	2,1	0,3

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2013.

Le plus important est lié à un défaut de la Grèce et ses effets de contagion au reste de la zone euro¹². D'autres, plus insidieux, sont relatifs à la taille des multiplicateurs budgétaires, aux respects des engagements budgétaires et à leurs incidences sur l'économie.

Quelle incidence de la taille des multiplicateurs budgétaires ?

La stratégie française et européenne d'un retour rapide et synchronisé à des finances publiques équilibrées serait raisonnable à condition que le multiplicateur budgétaire soit faible. Ainsi, dans le cas d'un multiplicateur à 0,5, cette stratégie permettrait au gouvernement français de respecter ses engagements d'un déficit public à 3 % avec une croissance proche de 1 %. Même si, dans ces conditions avantageuses, cette stratégie n'empêcherait pas l'économie française de continuer à détruire des emplois et donc d'enrayer la hausse du chômage (tableau 7).

Pendant une valeur du multiplicateur de 0,5 est peu vraisemblable dans le contexte économique actuel. La bonne grille d'analyse théorique qu'il convient d'utiliser est celle d'une grande économie peu ouverte et non pas celle d'une petite économie très ouverte. La mise en place, dans un contexte de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire simultanées dans l'ensemble des pays européens et agissant dans une situation de faible marge de manœuvre de la politique monétaire, 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. Ainsi, 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.

Dans ces conditions, si la valeur du multiplicateur s'élevait à 1,5, la généralisation et la poursuite de cette stratégie porterait un sérieux coup de frein à la croissance économique : la France replongerait dans un nouvel épisode récessif (-1 %) rendant impossible le

12. Ce scénario est développé dans la synthèse internationale. *Revue de l'OFCE*, n° 119, octobre 2011.

respect d'un déficit public à 3 % (le déficit s'écarterait de sa cible d'1 point de PIB) et provoquerait une hausse considérable des destructions d'emplois (329 000) alors que le taux de chômage progresserait jusqu'à 11,6 % de la population active.

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 et ne permet pas à la France de respecter son engagement de réduction de déficit à 3 % en 2013. Or, contrairement aux années antérieures, le respect des engagements apparaît probable : dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières sur le remboursement de sa dette.

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 l'adoption d'un nouveau plan de restrictions budgétaires dans les mois à venir d'un montant de 22 milliards d'euros.

Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013. Cela engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % en s'établissant à 11,7 % en fin d'année (tableau 7). En ce qui concerne l'emploi, cette stratégie amplifierait les destructions d'emplois : au total, cette stratégie coûterait près de 200 000 emplois.

Un scénario plus noir est également envisageable : selon nos prévisions¹³, en tenant compte des projets de Lois de finances connus et votés, aucun grands pays européens ne respecterait ses engagements de réduction de déficit en 2013. En sous-estimant la difficulté à atteindre des cibles inaccessibles, le risque est fort de voir les pays de la zone euro s'enfermer dans une spirale où la nervosité des marchés financiers serait le moteur d'une austérité toujours renforcée.

13. Pour plus de détails se référer à la partie « zone euro ».

Tableau 7. Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française

En %	2011	2012*	2013*
Scénario central			
PIB	1,4	0,1	0,0
Solde des APU (en point de PIB)	-7,1	-4,4	-3,5
Taux de chômage (fin d'année)	9,4	10,2	11,0
Emploi marchand (en variation, milliers, fin d'année)	106	-103	-166
Scénario avec un multiplicateur à 0,5			
PIB			1,0
Solde des APU (en point de PIB)			-3,0
Taux de chômage			10,5
Emploi marchand (en milliers)			
en variation			-6
en écart au scénario central			160
Scénario avec un multiplicateur à 1,5			
PIB			-1,0
Solde des APU (en point de PIB)			-4,0
Taux de chômage			11,6
Emploi marchand (en milliers)			
en variation			-329
en écart au scénario central			-163
Scénario où seule la France respecte son engagement budgétaire			
PIB			-1,2
Solde des APU (en point de PIB)			-3,0
Taux de chômage			11,7
Emploi marchand (en milliers)			
en variation			-361
en écart au scénario central			-195
Scénario où les pays de la zone euro respectent leurs engagements			
PIB			-4,6
Solde des APU (en point de PIB)			-3,0
Taux de chômage			18,8
Emploi marchand (en milliers)			
en variation			-910
en écart au scénario central			-744
Scénario de politiques d'austérités limitées à 0,5 pt de PIB en zone euro			
PIB			1,9
Solde des APU (en point de PIB)			-3,9
Taux de chômage			10,0
Emploi marchand (en milliers)			
en variation			140
en écart au scénario central			306

* Prévision OFCE octobre 2012

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

Pour illustrer ce risque, nous avons simulé un scénario dans lequel les grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) mettent en place de nouvelles mesures d'austérité afin d'atteindre leurs engagements de déficits publics en 2013. L'adoption d'une telle stratégie se traduirait par un choc négatif puissant sur l'activité dans ces pays. Pour l'économie française, elle induirait un supplément de rigueur qui soit au niveau national ou en provenance des pays partenaires de la zone euro, provoquerait en 2013 une violente récession. Le PIB dans l'hexagone baisserait de plus de 4,0 % engendrant une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 14 % (tableau 7).

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

Dans un contexte économique engendrant un multiplicateur budgétaire élevé, les objectifs fixés par les États membres sont déraisonnables et, dans l'hypothèse vraisemblable d'un multiplicateur supérieur à 0,5, 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 supposerait que les impulsions budgétaires négatives soient de -0,5 point de PIB au lieu des -1,8 point prévu au total dans la zone euro. 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 7 résume le résultat de cette simulation pour l'économie française en 2013. Moins d'austérité conduit à plus de

croissance (1,9 %) et ce d'autant plus que la restriction budgétaire annoncée pour 2013 est forte. Notre simulation tient compte également des effets de l'activité d'un pays sur les autres pays *via* le commerce extérieur. Dans ce scénario « moins d'austérité », le chômage baisserait au lieu de continuer à augmenter et permettrait à l'économie française de créer 140 000 emplois soit 306 000 de plus que dans notre scénario central.

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

2. Marché du travail : l'histoire sans fin

Après une année de légère amélioration (-81 000 chômeurs en 2010, qui ont à peine atténué la hausse de 616 000 au cours des deux années précédentes), la dégradation du marché du travail a repris au second semestre 2011. Au premier semestre 2012, les destructions nettes d'emploi marchand (-9 000 emplois) ont été compensées par la reprise de l'emploi aidé dans le secteur non-marchand (+28 000 emplois). Mais ce bilan légèrement positif en termes de créations nettes d'emploi (+20 000 emplois) n'a pas permis d'absorber une population active plus dynamique qu'attendu (+130 000 personnes), et le nombre de chômeurs a bondi de 110 000 personnes au premier semestre 2012, portant le chômage à 9,7 % de la population active au deuxième trimestre 2012, contre 9,4 % fin 2011. La hausse de 65 000 du nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) en catégorie A sur les seuls mois de juillet et août confirme l'accélération constatée du chômage sur la période récente.

Tableau 8. Emploi et chômage

Variations annuelles, en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2008	2009	2010	2011	2012S1	2012*	2013*
Population active observée	17	196	10	125	124	159	100
Emploi total	-68	-335	91	76	14	-94	-143
- Emplois marchands	-78	-365	61	104	2	-95	-166
- Emplois aidés non marchands	-77	38	44	-74	28	28	43
- Autres emplois	87	-8	-14	46	-16	-26	-20
Chômage	85	531	-81	49	110	253	243

* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévision OFCE octobre 2012.

L'ampleur de l'embellie du marché du travail lors du regain de croissance de 2010-2011 a été surprenante¹⁴. En effet, les entreprises françaises ont amorti la baisse d'activité pendant la crise par une chute de la productivité qu'elles n'ont compensée ni par une baisse du temps de travail, ni par une inflexion dans l'évolution des salaires. Leurs marges se sont donc considérablement dégradées

14. Voir « France : austérité consolidée », OFCE, *Revue de l'OFCE*, n° 119, octobre 2011.

depuis 2008, et elles n'ont étonnamment pas profité de l'embellie conjoncturelle pour les rétablir. Dans ce contexte encore très dégradé, la croissance nulle de la productivité aux deux premiers trimestres 2012 a donc encore creusé le retard de productivité par rapport à sa tendance de long terme. Il s'élevait à 1,9 % au deuxième trimestre 2012. Les marges de manœuvre pour amortir le ralentissement de la croissance par le cycle de productivité apparaissent donc limitées, ce qui se traduira par des destructions d'emploi jusqu'à la fin 2013 au moins. Au total, nous prévoyons donc une baisse de 95 000 personnes dans l'emploi marchand en 2012, et 166 000 en 2013 (tableau 8). Dans un contexte de population active toujours dynamique, sous l'effet de la hausse de l'activité des séniors, le nombre de chômeurs s'accroîtra à nouveau de 253 000 en 2012 et 243 000 en 2013, portant le taux de chômage en France métropolitaine à 11 % de la population active fin 2013 – à un plus haut historique, après un pic à 10,8 % en 1997.

Emploi marchand

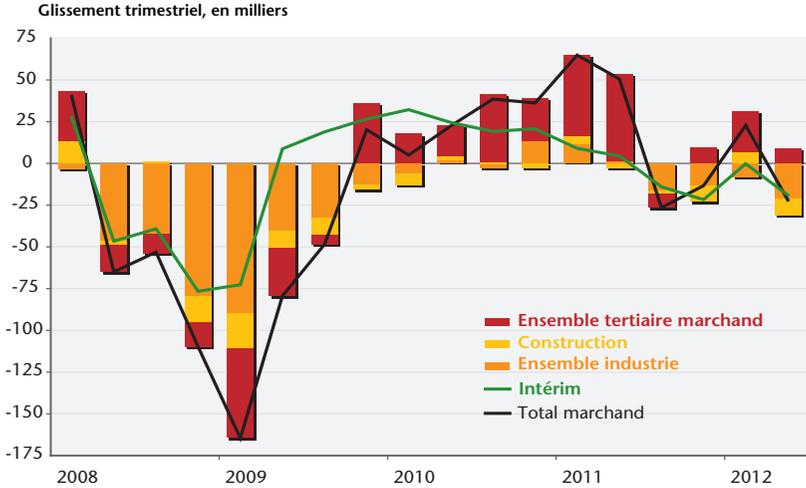
Une dégradation qui approche le noyau dur de l'emploi

La rechute de la croissance économique au second semestre 2011 a mis fin aux créations d'emplois marchands amorcées l'année passée. Les deux premiers trimestres 2012 ont été marqués par des croissances du PIB et de l'emploi nulles.

Le deuxième trimestre a connu des destructions d'emplois encore faibles, mais qui témoignent d'un marché du travail de plus en plus tendu. Les destructions d'emplois sont pour l'instant concentrées sur les secteurs de l'industrie et du bâtiment (graphique 14), et proviennent essentiellement des suppressions d'emplois dans l'intérim. Mais les derniers chiffres de l'INSEE sur l'emploi et les enquêtes dans les services montrent la généralisation du ralentissement et l'installation de cette dégradation dans la durée. Les destructions d'emplois, qui concernaient essentiellement le secteur de l'intérim fin 2011, semblent gagner le noyau dur de l'emploi à la fin du deuxième trimestre 2012, comme en témoigne la montée en puissance des ruptures conventionnelles qui se sont en grande partie substituées aux licenciements économiques. Les indicateurs d'intentions d'embauches (graphique 15)

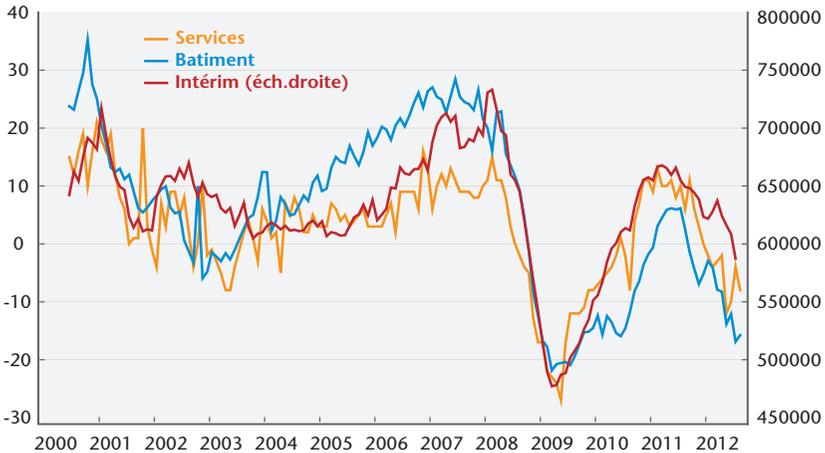
comme les chiffres des demandeurs d'emplois en fin de mois inscrits à Pole emploi (DEFM) corroborent cette dégradation de la situation du marché du travail sur la période récente.

Graphique 14. Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim



Source : INSEE.

Graphique 15. Emploi dans l'intérim et tendance prévue des effectifs dans les services et le bâtiment



Source : INSEE

La productivité dégradée limite la capacité à amortir le choc

Si l'emploi marchand fut bien plus dynamique qu'attendu au cours de la période de légère amélioration de la croissance – voir la prévision d'octobre 2011 –, son évolution sur la période récente a en revanche été relativement conforme à ce qu'indiquaient nos simulations.

L'analyse standard repose sur le cycle de productivité (encadré 1) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité avant de procéder à des réductions d'effectifs. Elles préfèrent dans un premier temps recourir à la flexibilité interne en réduisant le temps de travail. Ce n'est que dans un second temps qu'elles procèdent à des suppressions de postes, en commençant par la non-reconduction des contrats des intérimaires et des personnes en CDD. Le ralentissement de l'activité se traduit donc par celui de la productivité, donc par le creusement du cycle de productivité. Le cycle de productivité, qui demeurerait très dégradé à l'issue du rebond de croissance de 2010-2011, a connu une rechute à 1,9 % de la tendance de long terme au premier semestre 2012 (graphique 16). Il demeure nettement en-deçà de ce qu'indiquent nos simulations, en raison de l'incapacité de notre modélisation à reproduire l'évolution très modérée de la productivité au cours de la période de reprise.

Encadré 1. Équation 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. L'équation est estimée 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 marchande 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.

$$d \log L_t = 0.24^*_{20.3} d \log Q_t + 0.13^*_{2.7} d \log Q_{t-1} - 0.17^*_{2.6} d \log H_{t-1} \\ - 0.18^*_{-5.6} \left(\log \left(\frac{L_{t-1}}{Q_{t-1}} \right) + 0.09 \log \left(\frac{W_{t-1}}{P_{t-1}} \right) + 0.26^*_{-3.2} \log H_{L,t-1} - 0.0061^*_{49.1} t + 0.0035^*_{-11.7} t_{92} \right) + \varepsilon_t$$

relation de long terme

avec L représentant l'emploi salarié du secteur marchand
 Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand
 H_L représentant la durée du travail du secteur marchand
 W représentant le salaire par tête dans le secteur marchand
 P représentant l'indice des prix à la consommation

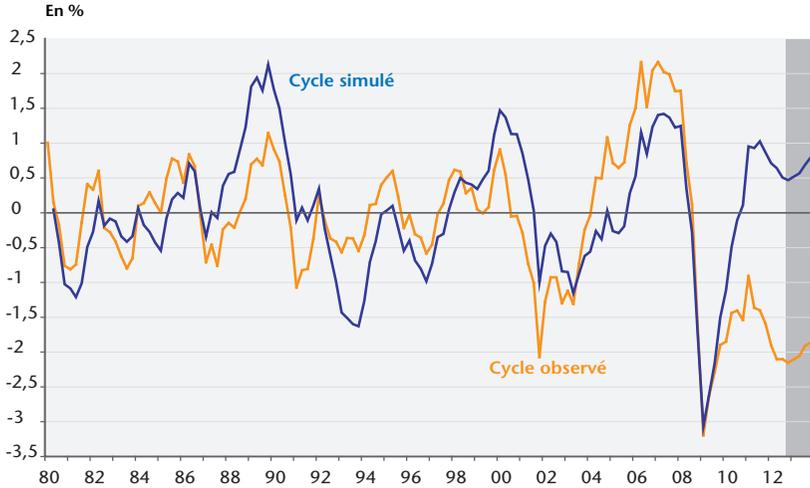
Les variables ont toutes des coefficients significativement différents de 0, et avec le signe attendu. La statistique de *student* associée au coefficient de la relation de long terme entre crochets s'élève à -5,6, validant l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de la productivité de long terme à 2,4 % par an jusqu'en 1992, et 0,9 % après 1992, avec un délai moyen d'ajustement (DMA) de l'emploi à l'activité de 3,6 trimestres. Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Diagnostic statistique

R2 = 0.85	SSR=0.0004	SSE=0.002	LM(1)= 1.8 (0,18)	LM(2)=2.5 (0,08)
RESET(4)= 0.4 (0,52)	White=1.48 (0,07)	BERA Jarque (2)= 1.72 (0,42)		

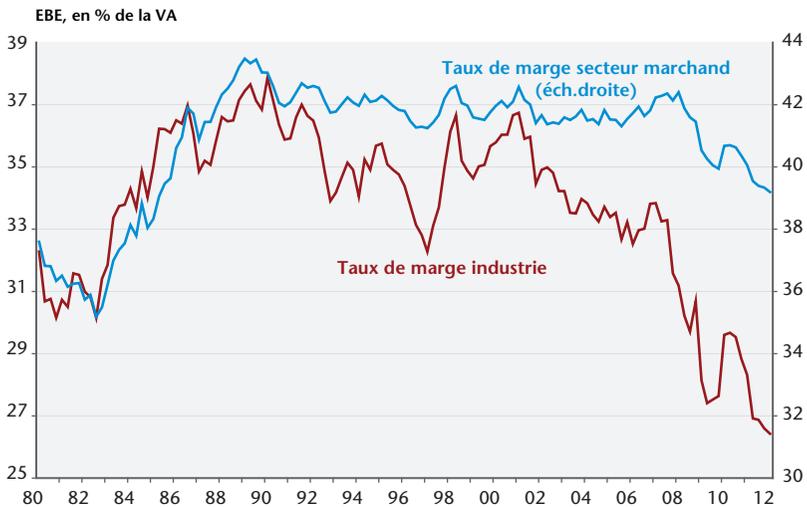
L'écart entre nos simulations et la productivité effective soulève un doute important concernant la tendance de productivité de sortie de crise, et il est possible qu'une rupture de tendance de la productivité soit en cours. De 1,5 % avant la crise, nos estimations ont porté la croissance annuelle tendancielle de la productivité à 0,9 %, et nous avons choisi de ne pas l'abaisser davantage en l'absence d'un ajustement comparable des salaires réels. Mais si la baisse de la croissance de la productivité tendancielle devait s'avérer plus importante – ce qu'on ne pourra précisément estimer qu'une fois le cycle de productivité refermé –, le cycle de productivité pourrait s'avérer moins dégradé. Cela augurerait alors de moindres destructions d'emplois dans les années à venir. Quoi qu'il en soit, de nombreux indicateurs vont dans le sens d'un cycle de productivité encore très dégradé.

Graphique 16. Écart à la tendance de long terme



D'abord, les taux de marges des entreprises demeurent bien en-deçà de leur moyenne de long terme. Ils ont été fortement dégradés au cours de la première phase de la crise, et après un léger rebond, ils ont rechuté à des niveaux les plus bas des 30 dernières années (graphique 17).

Graphique 17. Taux de marge dans le secteur marchand et l'industrie



Ensuite, les enquêtes de conjoncture montrent que les entreprises s'estiment en surcapacité de production, ce qui plaide également en faveur d'un phénomène de rétention de la main-d'œuvre – *labour hoarding* –, et à terme en faveur de la restauration de la productivité des facteurs de production. Enfin, le temps de travail n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Il a progressivement baissé au cours de la première phase de la crise et s'est depuis stabilisé à 1,5 % en dessous de son niveau de 2007. Il existe donc également des marges de reprise de la productivité par tête *via* un retour du temps de travail à son niveau d'avant-crise.

Compte tenu de l'ampleur de la dégradation du cycle de productivité et des marges des entreprises, la principale variable d'ajustement dont disposent les entreprises réside donc dans les salaires, et on ne peut guère espérer une nouvelle baisse importante de la productivité pour amortir la stagnation de l'activité que nous prévoyons. Suivant les simulations de notre équation d'emploi marchand, auxquelles nous avons intégré l'effet de la mise en place du « contrat de génération » (encadré 2), le cycle de productivité poursuivra sa dégradation pour atteindre -2 % fin 2012, avant de se redresser lentement en 2013. Le retour à une productivité légèrement positive (+0,3 % en 2012 en glissement annuel, +1,3 % en 2013) dans un contexte d'atonie de la demande entraînera une réduction de l'emploi de 95 000 personnes en 2012 et 166 000 en 2013.

Encadré 2. Le 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, lié 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, 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. La mise au point des modalités de mise en œuvre semble aller dans le bon sens de ce point de vue : d'abord, les aides liées à la mise en place du 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 maximale 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 d'environ 20 000 emplois.

Emploi non marchand : une relance timide

Avec la signature de 354 000 contrats en 2011, le nombre d'emplois aidés dans le secteur non-marchand a marqué le pas, et concernaient 75 000 personnes de moins fin 2011 qu'un an auparavant. Face à la dégradation du marché du travail, le traitement social du chômage a été légèrement réactivé en 2012. 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 225 000 en juin 2012 (contre 204 000 en décembre 2011). Face à la baisse annoncée au second semestre (115 000 emplois seulement étaient budgétés au second semestre), le gouvernement Ayrault a donc annoncé une rallonge de 80 000 contrats, dont 60 000 dans le secteur non-marchand. Ce qui porte à 175 000 le nombre de signatures de contrats au second semestre, et 400 000 sur l'année. Grâce à cette rallonge, le nombre de personnes concernées par ce dispositif devrait se stabiliser jusqu'à la fin de l'année.

Avec la création des « emplois d’avenir » (*cf. infra*), l’année 2013 verra une montée en charge des emplois aidés dans le secteur non marchand. En plus du report des 340 000 CUI-CAE (390 000 avec le secteur marchand), est programmée l’introduction progressive des emplois d’avenir, dont le nombre devrait atteindre 80 000 dans le secteur non-marchand en fin d’année (100 000 avec ceux qui seront créés dans le secteur marchand). Au total, les effectifs totaux des salariés en emploi aidé dans le secteur non marchand devraient légèrement dépasser 280 000 personnes fin 2013, soit une augmentation de près de 45 000 personnes concernées par rapport à la fin 2012, et 72 000 par rapport à la fin 2011 (tableau 9 et graphique 18).

Tableau 9. Contrats aidés dans le secteur non marchand, France métropolitaine

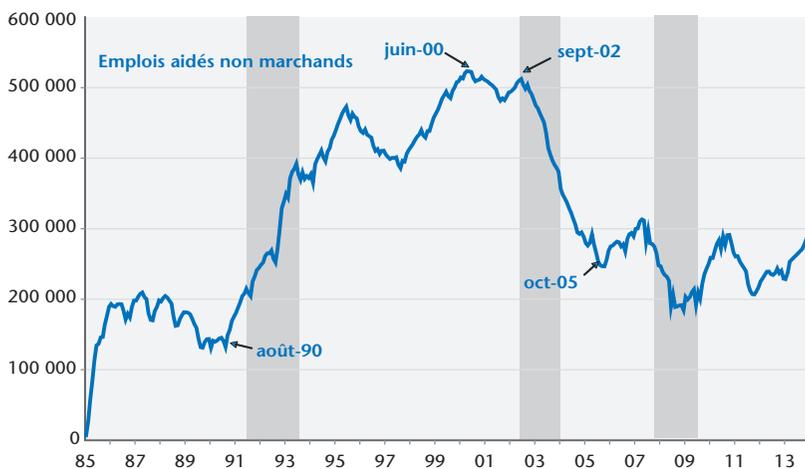
En fin d’année (T4)

	CAE	CA	CUI-CAE	EAV	TOTAL
Durée du contrat (en mois)	9	11	8	36	-
Entrées (en milliers)					
2008	169	106	0	0	275,3
2009	260	98	0	0	358,3
2010	0	0	377	0	376,9
2011	0	0	353,6	0	353,6
2012	0	0	383,1	0	383,1
2013	0	0	340	80	420
Effectifs (en milliers)					
2008	103,3	81,4	0	0	184,7
2009	156,4	70,1	0	0	226,5
2010	19,7	7,6	244,6	0	271,9
2011	1	0,6	196,1	0	197,7
2012	0	0,1	225,4	0	225,5
2013	0	0	198,7	70	268,7

Note : 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 octobre 2012.

Graphique 18. Emplois aidés dans le secteur non marchand



Source : DARES.

Encadré 3. Les emplois d'avenir

Autre mesure forte du début de quinquennat : la création d'un nouveau type de contrats aidés, financés à 75 % par l'État, dont la plupart seront créés dans le secteur non-marchand : les emplois d'avenir. 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 CES, 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, comme en témoigne l'étude du CEREQ¹⁵.

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). Les effets immédiats sur les chiffres de l'emploi et le chômage seront visibles dès la première année : en 2013, la création de 100 000 emplois d'avenir (dont 80 000 dans le secteur non-marchand) correspondra à une création nette d'un peu plus de 70 000 emplois, dont 55 000 dans le secteur non marchand. Rappelons tout de même que l'effet de ces créations d'emplois d'avenir seront atténués par la baisse du nombre CUI-CAE (voir plus haut).

Chômage

Le marché du travail a vu la création de 20 000 emplois au premier semestre 2012. Ces créations d'emplois ont été insuffisantes pour compenser la hausse de la population active, particulièrement dynamique (+130 000 personnes).

Malgré le ralentissement démographique, la population active demeure très dynamique, tirée par la population active des seniors. Outre l'explication démographique, avec l'arrivée de la génération des baby-boomers dans cette tranche d'âge, cette dynamique résulte également de la hausse du taux d'activité des seniors (graphique 19). Cette hausse s'explique par trois phénomènes :

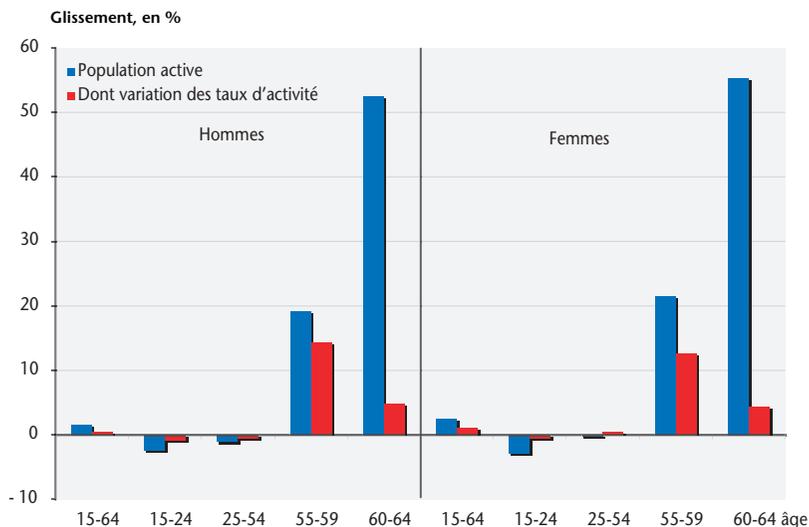
— Un effet de structure : les générations qui rejoignent la population des seniors aujourd'hui sont des générations plus actives que les précédentes, en particulier les femmes.

— L'effet de l'arrêt des dispositifs de retraits d'activité anticipés des seniors (préretraites et dispenses de recherche d'emploi (DRE)). Aujourd'hui, les préretraites publiques ont quasiment disparu et les DRE sont en voie d'extinction : l'ensemble de ces dispositifs de retraits d'activité anticipés concernaient 116 000 personnes en juillet 2012, contre 167 000 en décembre 2011.

15. Voir Cart B. et Verley E. (2004), « L'emploi-jeune dans les parcours d'insertion », *Note Emploi Formation* n° 5, janvier

— l'impact de la réforme de retraite de 2010, qui est entrée en application en juillet 2011. Nous avons estimé l'impact de cette réforme à près de +50 000 chaque année en 2012 et +40 000 en 2013.

Graphique 19. Évolution de la population active entre 2008q1 et 2012q1



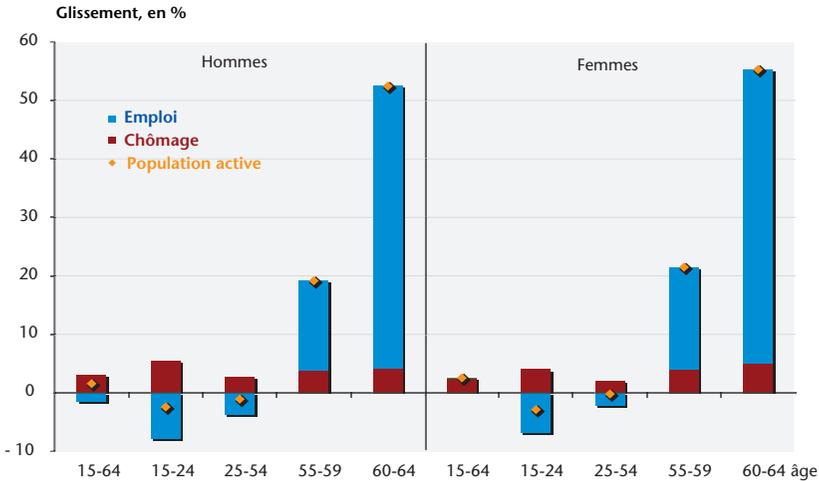
Source : Eurostat.

Ainsi, si le nombre de seniors (plus de 55 ans) au chômage a connu une hausse exceptionnelle depuis le début de la crise (+85%), il en va de même pour le nombre de seniors en emploi. Les seniors sont la seule catégorie de population qui ont vu leur taux d'emploi augmenter pendant la crise (graphique 20).

Pour autant, le dynamisme de la population active a dépassé nos prévisions au premier semestre 2012 (+61 000 personnes). En effet, l'évolution tendancielle de la population active (+75 500 au premier semestre), qui tient compte de cette hausse de l'activité des seniors, aurait dû être atténuée par un effet de flexion – lié au retrait du marché du travail de chômeurs découragés – et le passage dans l'inactivité de la population des bénéficiaires des CTP/CRP/CSP. Or, la forte hausse du nombre de chômeurs indique, compte tenu de la stabilisation de l'emploi, une hausse de la population active de 130 000 personnes. Le défaut de bouclage qui en découle (+69 000 personnes), apparaît donc très important, et on peut

s’attendre à des révisions des chiffres de l’emploi (et donc de plus amples destructions d’emplois sur la période récente). Il peut également s’agir d’une correction de l’erreur de bouclage des années 2010 et 2011, qui était inverse avec une population active observée moins dynamique qu’attendu.

Graphique 20. Contribution à l’évolution de la population active de l’emploi et du chômage



Source : Eurostat.

Au final, la hausse de la population active n’a pu être absorbée par des créations d’emplois insuffisantes, et le chômage a connu une progression très importante. Entre décembre 2011 et août 2012, le nombre de demandeurs d’emploi en fin de mois (DEFM) en catégories A enregistrés à Pôle emploi a connu un bond de 163 000 personnes, et celui des catégories A, B, C de 200 000 personnes. Le nombre de chômeurs au sens du BIT a lui augmenté de 110 000 personnes sur la même période, soit +0,3 point de chômage.

Avec une population active qui restera dynamique fin 2012 et en 2013, et une poursuite des destructions d’emplois dans le secteur marchand, le chômage poursuivra sa hausse à l’horizon de notre prévision (+253 000 en 2012 et +243 000 en 2013, voir tableau 9). Le taux de chômage atteindrait ainsi 11 % de la population active fin 2013 en France métropolitaine.

Tableau 10. Projections de population active

Glissement annuel	2009	2010	2011	2012S1	2012*	2013*
Population active potentielle	111	135	166	60	96	100
- Projection tendancielle au sens du BIT	214	147	158	75.5	135	127
- Effet de flexion	-50	-5	-9	-5.2	-21	-27
- Effet retraits d'activité CTP/CRP	-54	-7	17	-10.0	-18	0
Population active observée	196	10	137	124	159	100
Défaut de bouclage	85	-125	-29	64	64	0

* Prévision OFCE octobre 2012.

Sources : INSEE et ministère du Travail.

Politique de l'emploi : que faire ?

Face à cette dégradation du marché du travail, le gouvernement Ayrault a d'ores et déjà annoncé un certain nombre de mesures qui devraient être pour la plupart discutées par les partenaires sociaux en vue d'un accord d'ici la fin 2012. Ces négociations préciseront les modalités des contrats de génération mais porteront aussi sur la « sécurisation de l'emploi », déclinée en quatre thèmes dans le document d'orientation adressé par le gouvernement : « lutte contre la précarité », « progression dans l'anticipation des évolutions de l'activité, de l'emploi et des compétences », « amélioration des dispositifs de maintien de l'emploi face aux aléas conjoncturels » et « amélioration des procédures de licenciements collectifs ».

Concrètement, l'orientation de la politique de l'emploi du gouvernement s'appuiera largement sur le recours aux emplois aidés dans le secteur non-marchand (emplois d'avenir) et marchand (emplois d'avenir et contrat de génération), que nous avons détaillés et intégrés à notre prévision ci-dessus¹⁶. La réflexion portera également sur le service public de l'emploi et la formation professionnelle, ainsi qu'une amélioration du dispositif de chômage partiel. Mais compte tenu des engagements affichés en matière budgétaire, il est peu probable que les moyens soient à la hauteur d'un renforcement important des dispositifs. La grande inconnue réside dans la capacité des partenaires sociaux à se mettre

16. Ces deux mesures ont été évaluées dans « Evaluation du projet économique du quinquennat 2012-2017 », sous la direction d'Eric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau, les *Notes de L'OFCE*, n° 23, 26 juillet 2012.

d'accord sur une réforme plus structurelle du fonctionnement du marché du travail, et dans la question récurrente de la flexibilisation du marché du travail. À l'heure où les arbitrages n'ont pas encore été arrêtés, que peut-on dire de l'impact à attendre de ces différentes mesures ? L'objectif affiché par François Hollande d'inverser la courbe du chômage d'ici fin 2013 est-il réalisable ? Quelle serait la politique de l'emploi adéquate face aux difficultés rencontrées sur le marché du travail aujourd'hui ?

Chômage partiel : un remède de court terme

Outre les emplois aidés, l'autre dispositif qui devrait être réactif avec l'aggravation de la situation conjoncturelle est celui du chômage partiel. On le sait, le dispositif a été bien plus mobilisé en Allemagne qu'en France au moment du creux conjoncturel de 2009 (jusqu'à 1,5 millions de salariés concernés en Allemagne, contre 230 000 en France). Si l'une des explications tient à une question d'habitude, les entreprises allemandes ayant traditionnellement beaucoup recours au dispositif, le faible usage qui en a été fait France s'explique aussi par ses modalités d'application.

Le recours au chômage partiel est d'abord plus limité dans la durée en France qu'en Allemagne (elle a été portée à 12 mois au cœur de la crise, contre 24 mois en Allemagne). Ensuite, le dispositif est bien moins incitatif pour les entreprises françaises que pour les entreprises allemandes, puisque la participation des entreprises se limite aux seules charges sociales en Allemagne, contre environ 50 % de l'allocation en France. Enfin, la procédure est perçue comme extrêmement complexe par les employeurs en France, notamment en raison de la demande d'autorisation préalable qui rendait le recours au dispositif long et complexe. En outre, l'employeur français devait avancer l'indemnisation au salarié, avant d'être remboursé par l'État 2 à 3 mois plus tard, alors que l'allocation est traitée en Allemagne comme une prestation sociale directement versée par l'assurance chômage.

Pour répondre à ces insuffisances, le dispositif a été réformé par les décrets des 7 février, 28 février et 9 mars 2012 :

— L'indemnisation de l'État a été renforcée : l'allocation spécifique horaire a été portée de 3,84 à 4,84 euros dans les entreprises

de moins de 250 salariés, et de 3,33 à 4,33 euros dans les entreprises de plus de 250 salariés.

— La procédure a été accélérée avec la suppression de la demande d'autorisation administrative préalable. La consultation préalable des instances représentatives du personnel est désormais requise.

— Enfin, la réforme facilite l'articulation des périodes d'activité partielle de longue durée et de formation.

Le dispositif du chômage partiel a donc évolué de manière à le rendre plus incitatif, tant d'un point de vue financier qu'en réduisant la complexité administrative du recours. Reste la question du délai de remboursement de l'allocation aux entreprises, mais l'on peut penser que ces évolutions vont dans le sens d'un recours plus important dans les secteurs affectés par le ralentissement économique. Pour autant, le chômage partiel demeure un instrument de court terme, qui ne fait que retarder les licenciements si la conjoncture demeure dégradée¹⁷. Et s'il permet de sauvegarder des emplois, il s'inscrit dans la dualité du marché du travail français, laissant les *outsiders* du marché du travail à la périphérie de l'emploi.

Quid de la flexibilité ?

Malgré les différentes mesures de soutien à l'emploi, le chômage continuera néanmoins de croître en 2012-2013. Le gouvernement a donc conduit les partenaires sociaux à la table des négociations dans l'espoir qu'un accord pourrait déboucher sur une amélioration des perspectives d'emploi. Étant donnée la feuille de route fixée par le gouvernement, la négociation entre le patronat et les syndicats doit permettre d'améliorer d'un côté la protection des salariés et de l'autre les marges d'adaptation des entreprises. Ce deuxième point revient à introduire plus de flexibilité sur le marché du travail. Cela amène deux questions. Dans quelle mesure le marché du travail est-il flexible ? Quelle part du taux de chômage peut-on attribuer à des facteurs structurels ?

17. Voir « chômage partiel et licenciements économiques », O. Calavrezo, R. Duhautois et E. Walkowiak, in CEE, *Connaissance de l'emploi*, n°63, 2009.

La flexibilité du marché du travail français

Une première façon, discutable mais répandue, de jauger le degré de flexibilité du marché du travail français consiste souvent à regarder les indices de protection de l'emploi publiés par l'OCDE. Ces indices cherchent à mesurer le degré de protection de l'emploi et ils synthétisent un ensemble de critères législatifs. Comparé aux autres grands pays de l'OCDE, la France a ainsi un indice synthétique de protection de l'emploi comparable à celui de l'Espagne, et bien plus élevé que celui des États-Unis ou du Royaume-Uni (tableau 1). Il indiquerait donc une faible flexibilité du marché du travail, au sens où les salariés seraient trop protégés contre les licenciements, ce qui n'inciterait pas les entreprises à embaucher. Pourtant, les composantes de cet indicateur montrent que c'est l'emploi temporaire (les emplois en intérim et les CDD) qui apparaît être fortement encadré en France, l'emploi à durée indéterminée étant globalement moins protégé que dans les autres pays. De plus, en France on mesure la précarité par le recours au CDD, alors que ce type de contrat est paradoxalement considéré par l'OCDE comme le plus protégé. Ainsi, ces indicateurs ne reflètent pas toujours les pratiques en vigueur sur le marché du travail des différents pays. Il est donc préférable de regarder d'autres types d'indicateurs, qui traduisent plus fidèlement le fonctionnement du marché du travail français.

Le marché du travail en France a pour caractéristique d'être dual, avec d'un côté des salariés en CDI, bénéficiant d'un certain niveau de protection, et de l'autre des salariés en situation d'emploi précaire (CDD, emplois saisonniers, intérim...). La part de l'emploi temporaire y est comparable à celle des autres grands pays de l'OCDE. Paradoxalement, cette dualité se traduit par une flexibilité élevée du marché du travail, avec un taux de rotation de la main-d'œuvre élevé, qui touche en premier lieu les salariés ayant une faible ancienneté.

La flexibilité effective du marché du travail en France est ainsi comparable à ce qui se passe dans les autres grands pays de l'OCDE. Les délais moyens d'ajustement de l'emploi à l'activité (DMA), estimés en 2009 (tableau 11), montrent qu'en moyenne l'emploi en France s'ajuste en 3 trimestres à une variation de la valeur ajoutée dans le secteur marchand. Ce délai est comparable à celui du Royaume-Uni et est plus court qu'en Allemagne. La part de

l'emploi à temps partiel est comparable à celle des États-Unis, et plus élevée qu'en Italie et en Espagne. La part du temps partiel subie et le pourcentage de salariés en emploi temporaire sont bien plus élevés qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis.

Tableau 11. Indice de flexibilité du travail dans différents pays

	FRA	DEU	ITA	ESP	GBR	EU	JPN
DMA	3,1	5,1	5,9	1,1	3,0	1,5	8,0
<i>En % de l'emploi salarié</i>							
Emploi à temps partiel	16,9	26,2	14,3	11,8	25,3	17,4	27,3
Part du temps partiel subi	27,0	19,5	28,9	35,5	8,3	6,9	17,6
Emploi temporaire	14,2	14,6	13,9	29,4	5,3	4,2	13,6
Ancienneté (année)	11,7	11,1	12,1	9,7	8,8		
Ancienneté (< 1 mois)	4,7	2,9	2,6	4,5	2,3		
Ancienneté (> 12 mois)	15,3	15,2	12,3	20,4	17,2		
Indice de protection de l'emploi, en 2008	2,9	2,6	2,6	3,1	1,1	0,9	1,7
Emploi temporaire	3,5	2,0	2,5	3,8	0,3	0,3	1,5
Taux de rotation (OCDE, 2003) En %	24,5	16,5			15,3	23,4	

Source : « Chômage à durée indéterminée », *Revue de l'OFCE*, n° 111, 2009.

Chômage structurel : que nous dit le NAIRU ?

Une autre façon d'établir un diagnostic sur le degré de flexibilité du marché du travail consiste à examiner le NAIRU (*Non-accelerating inflation rate of unemployment*). L'étude du NAIRU peut être un moyen d'établir un diagnostic sur le caractère structurel ou conjoncturel du chômage. De ce diagnostic dépend le type de politiques de lutte contre le chômage à mettre en œuvre¹⁸.

Le NAIRU 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. Le Nairu dépend du rythme de croissance de la productivité du travail

18. On peut regrouper les politiques de lutte contre le chômage en six catégories : politiques de baisse du taux d'activité, politiques de croissance, de stimulation de la demande de travail, d'incitation des chômeurs à accepter un emploi, d'emplois subventionnés, politiques d'appariement. Voir « Taux de chômage : la France fait-elle vraiment moins bien que ses voisins ? », *Revue de l'OFCE*, n° 103, octobre 2007, pour une présentation plus détaillée.

et des paramètres de la négociation salariale qui sont eux mêmes dépendants de facteurs structurels : taux de remplacement de l'assurance chômage, rapport entre le salaire minimum et le salaire moyen, degré de coordination des négociations salariales, taux d'intérêt réel, niveau des charges sociales, législation sur la protection de l'emploi, ...

Il convient aussi de distinguer le court terme et le long terme¹⁹ du fait de possibles effets d'hystérèses²⁰. 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.

Le NAIRU étant par nature inobservable, sa mesure pose des difficultés. Il existe plusieurs estimations de son niveau de court terme, fournies notamment par l'OCDE et la Commission européenne (CE)²¹ (tableau 12). Pour 2011, le NAIRU de court terme est estimé à 9 % de la population active par l'OCDE, contre 9,4 % par la Commission européenne, tandis que le taux de chômage observé s'élevait à 9,7 % (métropole + DOM). La Serve et Lemoine (2011) estiment quant à eux le NAIRU de court terme (métropole uniquement) à 8,7 en 2011²² contre 8,1 pour Heyer (2010).

La part du chômage conjoncturel pour 2011 est ainsi estimée à 0,7 point par l'OCDE, contre 0,3 par la Commission, soit 0,4 point d'écart. Au-delà des écarts de mesure, l'OCDE et la Commission considèrent que plus de 90 % du chômage actuel serait de nature structurelle. Mais d'après Heyer (2010), le NAIRU de long terme peut être estimé à 5,3 pour l'année 2012, ce qui correspond à un taux de chômage conjoncturel de 4,1 points en 2011 et de

19. Voir Heyer, Reynes et Sterdyniak, 2007, « Structural and reduced approaches of the equilibrium rate of unemployment, a comparison between France and the United States », *Economic Modelling*, vol. 24, issue 1.

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

21. Plus précisément, la Commission calcule un NAWRU (*non-accelerating wage rate of unemployment*).

22. Nous remercions les auteurs, qui nous ont fourni gracieusement une estimation actualisée du NAIRU pour cette étude.

4,6 points en 2012. Il serait donc possible de baisser de 4 à 5 points le taux de chômage observé avant de buter sur la contrainte du NAIRU de long terme. D'autre part, en cas de baisse du chômage liée à un choc conjoncturel, on peut penser que l'employabilité des chômeurs peut s'améliorer. Il en résulte que les politiques conjoncturelles de croissance permettraient de faire baisser à la fois le chômage conjoncturel et le NAIRU de court terme. De ce point de vue, la mise en œuvre de politiques de l'emploi visant à réduire le chômage structurel par l'accroissement de la flexibilité du marché du travail paraît être ni nécessaire ni efficace compte tenu du niveau élevé du chômage conjoncturel.

Tableau 12. Prévision de taux de chômage et de NAIRU pour la France

	OFCE ⁽¹⁾	De la Serve et Lemoine (2011) ⁽¹⁾	OCDE ⁽²⁾	CE ⁽²⁾
Taux de chômage				
2012 T2	9,7	9,7	10,1	10,1
2011	9,2	9,2	9,7	9,7
2012	9,9		10,2	10,2
2013	10,6		10,4	10,3
NAIRU de court terme				
2011	8,1*	8,7	9,0	9,4
2012	8,6	8,8 (T2)	9,0	9,6
2013			9,0	9,8
NAIRU de long terme				
2011	5,3*			
2012	5,3			
2013			9,0	9,8

(1) Métropole uniquement (hors DOM) ; (2) Métropole + DOM

* Eric Heyer, 2010, « Efficacité de la politique économique et position dans le cycle : le cas de la défiscalisation des heures supplémentaires », Document de travail de l'OFCE, n° 26, octobre.

Sources : INSEE, Perspectives économiques de l'OCDE, Eurostat, La Serve et Lemoine, OFCE, 2011.

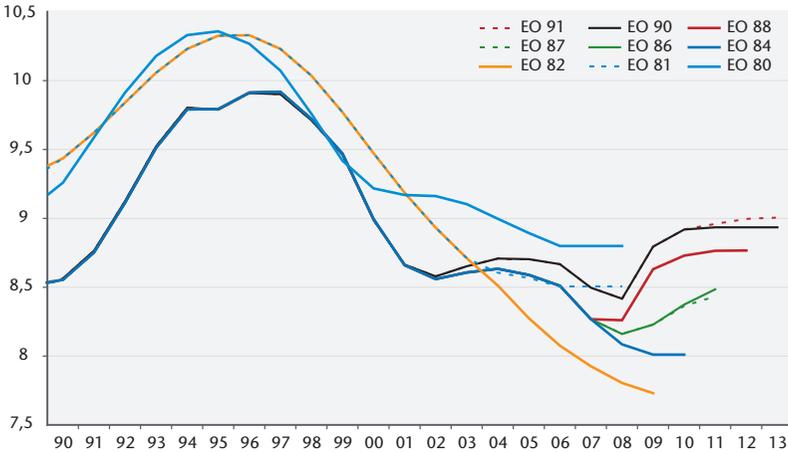
Les fragilités du NAIRU

Par ailleurs, les estimations du NAIRU doivent être utilisées avec prudence si l'on souhaite établir un diagnostic sur la part du chômage structurel dans l'économie, tant prospectivement que rétrospectivement.

En projection, la Commission et l'OCDE retiennent une hausse du taux de chômage de 0,6 et 0,7 point pour 2012-2013 par rapport à 2011, tandis que dans notre prévision, il augmenterait de

1,4 point. Mais le NAIRU de court terme resterait stable selon l'OCDE, alors qu'il se dégraderait de 0,4 point pour la Commission européenne. Le diagnostic en prévision est ainsi différent : pour l'OCDE, toute la hausse prévue est conjoncturelle, tandis que les deux tiers de cette hausse sont de nature structurelle pour la Commission.

Graphique 21. Révisions du NAIRU calculé par l'OCDE entre 2007 et 2012



Sources : Perspectives économiques de l'OCDE, 2007-2012.

Le calcul du NAIRU de court terme est aussi sujet à de fréquentes révisions. Par exemple, si l'on s'appuie sur les *Perspectives économiques* de l'OCDE publiées depuis 2007, on constate que le niveau du NAIRU peut varier de plus d'un point selon les exercices de prévisions, les révisions au cours du temps pouvant aller jusqu'à un point y compris pour des périodes anciennes (graphique 21). L'incertitude sur le niveau du NAIRU est donc importante, et il est très probable que son niveau calculé pour l'année 2011 soit fortement réévalué dans le futur. On ne peut donc pas établir un diagnostic fiable sur la part conjoncturelle du chômage à partir de cet indicateur.

Par ailleurs, les études ne s'accordent pas sur la significativité des déterminants empiriques du NAIRU, et certains facteurs explicatifs en théorie ne ressortent pas des estimations empiriques. Par exemple, Heyer et Timbeau (2002) ne trouvent pas d'effet significatif du salaire minimum ou du taux de remplacement, et trouvent

un effet inverse du coin fiscal-social²³ sur le chômage structurel. Il est dès lors délicat d'utiliser le NAIRU comme outil permettant de définir des politiques structurelles, bien que certains travaux de la Commission européenne préconisent de l'utiliser dans ce sens²⁴.

Que peut-on attendre des politiques de flexibilité sur l'emploi ?

Compte tenu des éléments évoqués, introduire plus de flexibilité consisterait à diminuer les protections dont bénéficient les travailleurs en CDI (par exemple : création d'un contrat unique, ...), afin de diminuer la dualité du marché du travail. En contrepartie, de nouveaux dispositifs et obligations seraient mis en place en direction des chômeurs (portabilité des droits à la formation, meilleur accompagnement pendant les périodes de chômage, renforcement des obligations d'accepter un emploi).

À court terme, ce type de politique se heurte néanmoins au haut niveau du chômage. En effet, la flexi-sécurité, telle qu'elle a été mise en œuvre par exemple au Danemark, implique que les chômeurs retrouvent rapidement un emploi, pour éviter le chômage de longue durée et les phénomènes de déqualification qui l'accompagnent. Mais cette politique n'est pas possible en période de basse conjoncture, les entrées au chômage étant trop nombreuses, elles créent des files d'attente. D'autre part, certains dispositifs peuvent peser sur les finances publiques en période de crise et de rigueur budgétaire conjuguées. Au Danemark cela s'est traduit par une réduction de la durée d'indemnisation du chômage de 4 à 2 ans, affaiblissant ainsi la sécurité dont bénéficiaient les travailleurs danois²⁵.

Conclusion

En conclusion, la stagnation de la productivité conjuguée au maintien de la dynamique des salaires a conduit les marges des entreprises à des niveaux qui apparaissent difficilement souste-

23. Le coin fiscal-social mesure l'écart entre le coût du travail supporté par l'employeur et le pouvoir d'achat perçu par le salarié. Une hausse du coin fiscal-social entraîne en théorie une augmentation du chômage structurel.

24. Voir par exemple Mc Morrow et Roeger, 2000, « Time-Varying Nairu / Nawru Estimates for the EU's Member States », *European Commission Economic Papers*, n° 145.

25. Voir Ehrel, 2010, « Les politiques de l'emploi en Europe : quelles réactions face à la crise ? », *CEE, Document de travail*, n° 129.

nables. Deux options se présentent pour le rétablissement de la rentabilité des entreprises : une baisse des salaires ou un rebond de la productivité, qui ne pourrait se faire sans douleur que dans l'hypothèse d'un retour de la croissance.

C'est dans cette dernière optique que le gouvernement devrait mettre en place un « choc de compétitivité », par le biais d'une suppression des cotisations sociales employeurs compensée par une hausse d'autres recettes fiscales. Mais si la mesure peut apparaître comme une solution pour stimuler la croissance *via* le commerce extérieur, l'effet récessif de la baisse des salaires réels viendrait annuler ce gain, forcément limité dans un contexte d'atonie du commerce mondial. Car la stagnation de l'économie française en 2012-2013 est fondamentalement induite par la restriction budgétaire, et en l'absence de remise en cause de la stratégie budgétaire, il semble hautement improbable de parvenir à stabiliser le taux de chômage. Dans ce contexte, la mise en place des dispositifs de politique de l'emploi prévus (contrats de générations, emplois d'avenir, développement du chômage partiel, ...) ne sera donc pas suffisante pour réduire l'ampleur des destructions d'emplois marchands.

3. Finances publiques : ça passe ou ça casse...

Depuis la Seconde Guerre mondiale, jamais la France n'avait connu un ajustement aussi brutal et soutenu de ses comptes publics. Le Projet de loi de finances (PLF) pour 2013, auquel s'ajoute celui de la Sécurité sociale, va apporter sa pierre à l'édifice de la consolidation budgétaire entamé en 2011. Au total, l'économie française devrait supporter 35,9 milliards d'euros de restriction budgétaire (1,8 point de PIB) en 2013, portant à 100 milliards l'effort structurel sur trois ans. Pour mémoire, la période précédente de forte consolidation budgétaire, qui a eu lieu de 1994 à 1996, a représenté un effort budgétaire deux fois moins important (impulsion budgétaire négative cumulée de 2,7 points de PIB contre 5,3 points de 2011 à 2013).

Entre 2011 et 2013, les taux de prélèvements obligatoires (PO) augmenteraient de plus de 4 points de PIB, dont 1,8 point uniquement sur l'année 2013 et la dépense publique augmenterait, en moyenne, de 0,7 % en volume entre 2011 et 2013, représentant un gain structurel de 1,4 point de PIB sur les trois années.

Tableau 13. Principaux agrégats des finances publiques

En points de PIB	2010	2011	2012*	2013*
Solde public au sens de Maastricht	-7,1	-5,2	-4,4	-3,5
Dépenses publiques (DP)	56,6	56,0	56,3	56,8
Taux de croissance des DP** (en volume)	1,3	0,7	0,7	0,8
Prélèvements obligatoires	42,5	43,9	45,0	46,4
Dette publique au sens de Maastricht	82,4	86,0	90,6	93,1

* prévisions OFCE

** * déflatées par le prix du PIB

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

En raison notamment d'une valeur du multiplicateur budgétaire plus élevée (0,9 à court terme pour la seule politique budgétaire nationale, voir partie ci-dessous « Quel multiplicateur budgétaire (national) pour 2013 ? ») que celle sous-jacente à la prévision du gouvernement, la croissance que nous prévoyons pour 2013 serait inférieure (0 % en 2013) à celle contenue dans le PLF pour 2013 (0,8 %) et la réduction du déficit public plus faible (3,5 % du PIB (tableau 13)

contre 3 % dans le Projet de loi de finances (PLF) pour 2013). En effet, toutes choses égales par ailleurs, pour atteindre 0,8 % de croissance du PIB en 2013, il faut retenir un multiplicateur budgétaire de 0,5 en 2013, ce qui n'est pas notre hypothèse.

Le déficit public baisse depuis 2010 et devrait atteindre 4,4 puis 3,5 points de PIB en 2012 et 2013, après 5,2 points en 2011 et 7,1 points en 2010. Depuis 2010, l'effort budgétaire structurel est contrarié par le creusement du déficit conjoncturel en raison de l'élargissement de l'écart de production sur la période 2010-2013. Au final, la baisse du déficit public serait de 4,1 points de PIB de 2010 à 2013 alors que l'amélioration du solde public structurel serait de 5,8 points de PIB (tableau 14) sur la période (dont près de 75 % proviennent de la hausse des taux de PO et 25 % d'un effort de réduction structurel des dépenses publiques), le déficit public conjoncturel augmentant de 1,3 point de PIB. A cela s'ajoute, les charges d'intérêts qui augmenteraient de 0,2 point de PIB de 2010 à 2013 sous l'effet de l'augmentation de la dette publique et la baisse de 0,2 point de PIB des recettes non fiscales.

Tableau 14. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

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

* 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.

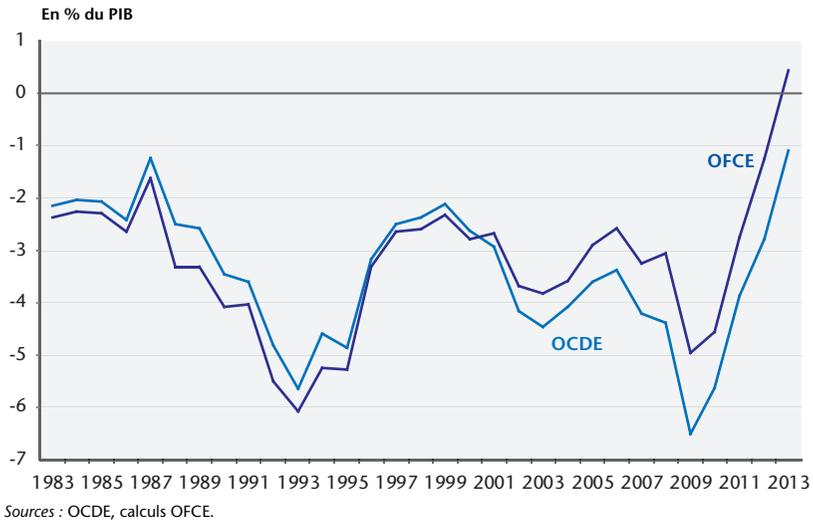
** Cela correspond à l'écart entre la croissance du PIB potentiel et celle du PIB effectif (c'est-à-dire la variation de l'écart de production à son potentiel), pondéré par la part des dépenses primaires dans le PIB. Il reflète le fait que les dépenses primaires augmentent au rythme du PIB potentiel indépendamment de la croissance observée.

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

Quel diagnostic sur le solde public structurel ?

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 celle de l'OFCE, le diagnostic est sans appel : en 2013, jamais la France n'avait connu, d'un point de vue structurel, de situation budgétaire aussi favorable depuis trente ans (graphique 22) : selon notre mesure, la France dégagerait même pour la première fois des excédents structurels en 2013 et l'OCDE, dans son rapport de juin 2012, estimait le déficit structurel à seulement 1,1 point de PIB pour 2013. Le gouvernement, quant à lui, estime le déficit structurel de la France à 1,6 point de PIB en 2013, ce qui laisse supposer un relativement faible déficit d'activité malgré une baisse du PIB par tête de 2 points entre 2008 et 2013 (3 points selon notre prévision).

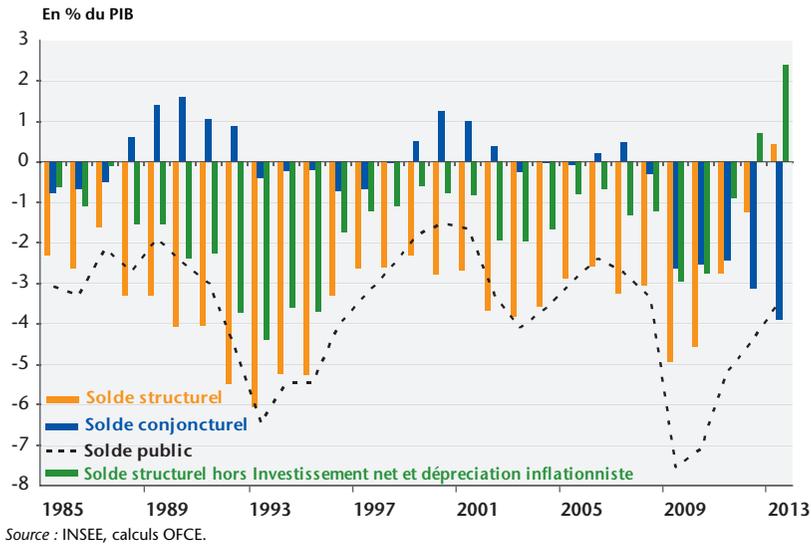
Graphique 22. Solde public structurel



En revanche, selon notre mesure, les déficits publics conjoncturels n'ont jamais été aussi élevés depuis la Seconde Guerre mondiale. Si le niveau de déficit public est assez proche en 2013, 2007 ou 1991, il reflète pourtant des situations très différentes. En effet, les déficits publics légèrement inférieurs à 3 % du PIB en 1991 et 2007 masquaient des déficits publics structurels élevés (compris entre 3 % et 4 % selon la méthode retenue) qui pouvaient

justifier des politiques budgétaires de réduction des déficits structurels (graphique 23). En 2013, la forte politique de rigueur ne peut pas se justifier par le niveau des déficits structurels, relativement faible aujourd’hui. Seul le niveau encore élevé des déficits publics, indépendamment de la répartition entre conjoncturel et structurel, et la peur d’une hausse des taux qui serait liée à la perte de confiance des marchés quant à la capacité de la France à réduire sa dette publique peut justifier une telle politique.

Graphique 23. Décomposition du solde public



De plus, l’investissement net de la dépréciation du capital peut être financé par endettement car toute hausse de la dette a pour contrepartie un surplus d’actifs. À cela, il faut ajouter la dépréciation naturelle de la dette liée à l’inflation. Ces deux composantes (investissement net + dépréciation inflationniste) représentent 2 points de PIB en 2012 et 2013. Or le déficit public structurel de la France est, selon nos calculs, dès 2012 inférieur à 2 points de PIB, ce qui pourrait justifier une politique budgétaire neutre en 2013 ou très faiblement restrictive. Même en retenant l’hypothèse de déficit structurel de l’OCDE moins favorable que la nôtre pour 2012 (2,8 % du PIB contre 1,2 % pour l’OFCE), afin d’atteindre les 2 % de déficit structurel en 2013, il faudrait une impulsion budgétaire négative de « seulement » 0,8 point de PIB en 2013 (contre

1,8 point de PIB prévu). Et en retenant l'hypothèse de déficit structurel du gouvernement (1,6 point de PIB en 2013), la politique budgétaire restrictive aurait pu se limiter à 1,4 point de PIB.

Selon cette approche et indépendamment de toute autre considération, notamment autour de la valeur des multiplicateurs budgétaires autour du cycle, la politique de rigueur en 2013 est surdimensionnée par rapport à la situation des finances publiques. Seule une analyse reposant sur une hypothèse de déficits publics principalement structurels et de multiplicateurs budgétaires faibles justifierait une telle politique de rigueur car celle-ci permettrait alors de positionner rapidement l'économie sur une trajectoire de réduction de la dette publique, en points de PIB.

Les principales mesures de PO en 2013

L'effort budgétaire représente, en 2013, environ 36 milliards d'euros (1,8 point de PIB) si l'on intègre à la fois les mesures prises dans le cadre du Projet de loi de finances pour 2013 et les différentes mesures décidées précédemment (tableau 15). Le choc budgétaire résultant du PLF pour 2013 serait de 28 milliards d'euros, dont 20 uniquement sur les taux de PO de 2013. Parmi les 8 milliards d'euros restant, près de 5 milliards de hausse de PO sont issus de la seconde loi de finances rectificative de l'été 2012, le reste étant principalement dû à la première loi de finances rectificative pour 2012 et à la hausse des cotisations qui résulte de la révision de la réforme des retraites de l'été 2012.

Au total, l'effort budgétaire se décompose entre une hausse de prélèvements obligatoires pour environ 28 milliards d'euros (1,4 point de PIB) et une économie structurelle sur la dépense publique primaire de 8 milliards d'euros (0,4 point de PIB). La hausse de la pression fiscale et sociale représenterait environ 16 milliards pour les ménages et 12 milliards pour les entreprises. Au sein des ménages, la hausse discrétionnaire de l'IRPP serait de 6,4 milliards, dont 3,2 issus de la Loi de finances pour 2013 (contre 4 dans le PLF car la proposition d'imposition au barème des plus-values mobilières sera largement amendée et le rendement de la mesure devrait baisser d'environ 0,8 milliard et devrait être compensé par le maintien de la contribution exceptionnelle d'impôt sur les sociétés pour les très grandes entreprises), le reste

provenant de la Loi de finances rectificative pour 2012 (dont 1,7 milliard uniquement avec la désindexation du barème de l'IRPP). Si la hausse de l'IRPP liée au PLF 2013 sera ciblée sur les hauts revenus, sa contribution (3,2 milliards) représente seulement 11 % de la hausse des PO (20 % pour si l'on se limite aux seuls ménages) en 2013 et moins de 9 % de l'effort budgétaire total.

L'augmentation des PO des ménages proviendrait principalement de la hausse des prélèvements sociaux et des cotisations sociales (8,7 milliards d'euros) prévue dans le Projet loi de finances de la Sécurité sociale pour 2013 (2,9 milliards) et les mesures de la Loi de finances rectificative pour 2013 (5,3 milliards qui incluent la remise en cause de la défiscalisation des heures supplémentaires, la limitation des niches sociales, de l'épargne salariale, la hausse de la CSG sur les revenus du capital, ...) et la réforme des retraites avec une hausse du taux de cotisation (0,5 milliards). Enfin la réforme des droits de succession augmenteraient les PO de 1,1 milliard. La réforme de l'ISF conduit à une hausse de la fiscalité sur le patrimoine de 1 milliard d'euros par rapport à la situation qui prévalait sous le gouvernement précédent. En revanche, les recettes de l'ISF, en 2013, seraient inférieures de 1,3 milliard par rapport à 2012 en raison de la contribution exceptionnelle sur la fortune qui avait été mise en place dans le cadre de la Loi de finances rectificative pour 2012 et dont le rendement était supérieur à celui issu de la nouvelle réforme.

Pour les entreprises, les mesures prises passent principalement par la hausse de l'impôt sur les sociétés prévue dans le PLF 2013 (8 milliards d'euros dont 4 milliards liés à la réforme de la déductibilité des charges financières). 2,3 milliards d'euros proviennent d'une hausse des cotisations sociales et des prélèvements sociaux dont 1,8 sont issus du PLFSS 2013, le reste étant lié à la hausse des taux de cotisations patronales dans le cadre de la réforme des retraites. Enfin d'autres mesures, comme les mesures sectorielles sur la fiscalité des assurances ou la contribution exceptionnelle du secteur pétrolier, viendront augmenter la pression fiscale des entreprises de 1,9 milliard en 2013. Compte tenu des incertitudes quant à l'incidence de la fiscalité des entreprises il est probable que les hausses décidées en 2013 seront *in fine* supportées par les ménages si les hausses des prélèvements sont répercutées dans les prix.

Tableau 15. Principales mesures ayant un effet sur le déficit public structurel en 2013

	Mesures (en Mds)	Multiplicateur budgétaire estimé à court terme	Impact sur le PIB (en %)
Ménages	15,7	0,8	-0,6
Impôt sur le revenu	6,4	0,7	-0,2
PLF 2013 (imposition au barème IRPP revenus du capital, nouvelles tranches...)*	3,2	0,6	-0,1
LFRII 2012 (Remise en cause défiscalisation des heures supplémentaires)	0,5	0,4	0,0
LFRI 2012 (desindexation barème IRPP, rabot niches fiscales, suppression dispositif Scellier...)	2,7	0,8	-0,1
ISF	-1,3	0,3	0,0
PLF 2013 (Réforme de l'ISF)	1,0	0,3	0,0
LFRII 2012 (Contrecoup de la contribution exceptionnelle 2012)	-2,3	0,3	0,0
Droits de succession	1,1	0,3	0,0
LFRII 2012 (retour sur les allègements de droits de succession)	1,1	0,3	0,0
Cotisations sociales et prélèvements sociaux	8,7	0,9	-0,4
PLFSS 2013 (Réforme prélèvements sociaux indépendants, hausse des droits sur la bière et le tabac...)	2,9	1,0	-0,1
LFRII 2012 (Remise en cause de la défiscalisation des heures supplémentaires, limitation niches sociales épargne salariale, hausse CSG revenus du capital...)	5,3	0,8	-0,2
Réforme des retraites (hausse des cotisations)	0,5	1,0	0,0
Autres	0,8	0,6	0,0
PLF 2013 (renforcement taxe logements vacants, durcissement malus automobile...)	0,9	0,6	0,0
LFRII 2012 (baisse taux TVA livre)	-0,1	1,0	0,0
Entreprises**	12,2	0,8	-0,5
Impôt sur les bénéfices des sociétés	8	0,7	-0,3
PLF 2013 (limitation déductibilité charges financières, réforme du cinquième acompte...)	8	0,7	-0,3
Cotisations sociales et prélèvements sociaux	2,3	1,0	-0,1
PLFSS 2013 (Relèvement du taux de cotisation CNRACL, réforme taxe sur les salaires...)	1,8	1,0	-0,1
Réforme des retraites	0,5	1,0	0,0
Autres	1,9	0,5	-0,1
PLF 2013 (mesures sectorielles fiscalité entreprises d'assurance)	1,3	0,8	-0,1
LFRII 2012 (contribution exceptionnelle du secteur pétrolier, taxation des opérations financières...)	0,6	0,2	0,0
Total Prélèvements Ménages et Entreprises	27,9	0,8	-1,1
Économie structurelle sur la dépense publique primaire	8,0	1,3	-0,5
Total impulsion budgétaire	35,9	0,9	-1,7

* Ce montant intègre la révision à la baisse du rendement initialement prévu dans le PLF 2013 de la mesure de soumission au barème de l'IRPP des plus values mobilières qui devrait être compensée par le prolongement de la contribution exceptionnelle de 5 % d'IS pour les très grandes entreprises.

** Cette répartition ne mesure pas l'incidence fiscale finale qui peut être supportée par les ménages si les hausses de fiscalité sur les entreprises sont répercutées sur les prix.

Sources : PLF 2013, PLFSS 2013, LFR I et II 2012, calculs OFCE.

Par ailleurs, la dépense publique primaire augmenterait de 0,8 % en volume en 2013, soit un rythme comparable à celui de 2011 et 2012. Avec une croissance potentielle estimée à 1,5 % en 2013, cela représente une économie structurelle de 0,4 point de PIB pour 2013. Pour cela, le gouvernement table sur un recul des dépenses de l'Etat, hors corrections au titre des matériels militaires et hors recettes de mises aux enchères de fréquences hertziennes, contribuant pour -0,2 point à la croissance de la dépense totale. 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 à 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 malgré les effets de l'extension du dispositif carrières longues.

Quel multiplicateur budgétaire (national) pour 2013 ?

À partir des variantes de multiplicateur budgétaire, réalisées avec *e-mod.fr*, pour les principaux prélèvements fiscaux et sociaux ainsi que les principales composantes de la dépense publique au cours du cycle¹ et des différentes évaluations que nous avons pu mener, notamment dans le cadre de l'évaluation du programme économique du quinquennat², nous avons appliqué un multiplicateur budgétaire spécifique à chaque mesure (tableau 15). Les multiplicateurs à court terme ne prennent en compte que les effets directs des mesures sur l'activité domestique indépendamment des politiques budgétaires de nos partenaires commerciaux qui amplifient l'impact de la politique nationale. On suppose par ailleurs que la politique monétaire n'est pas modifiée. Les valeurs à long terme des multiplicateurs sont différentes de ceux de court terme et moins élevées sauf à conserver durablement un écart de production négatif. Selon nos calculs, la hausse des prélèvements sur les ménages en 2013 aurait un effet multiplicateur de 0,8 et amputerait la croissance de 0,6 point de PIB. La hausse des PO sur les entreprises aurait également un effet multiplicateur de 0,8 et rédui-

1. Pour plus de détails, voir Creel, Heyer, Plane 2011 « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

2. Pour plus de détails, voir OFCE, 2012 « Évaluation du programme économique du quinquennat », sous la dir. Heyer, Plane, Timbeau, *Revue de l'OFCE*, Hors-série, juillet.

rait le PIB de 0,5 point de PIB en 2013. Le multiplicateur budgétaire à court terme associé à la dépense publique est de 1,3 ; il est donc supérieur à celui qui est associé aux prélèvements. Ce résultat est conforme avec les résultats de la littérature empirique la plus récente (pour plus de détails, voir encadré dans la synthèse internationale « Multiplicateurs budgétaires : la taille compte ! »). La perte d'activité estimée résultant de la restriction sur la dépense publique serait de 0,5 point de PIB en 2013.

Au total, le multiplicateur budgétaire interne moyen associé à la politique d'austérité menée en France en 2013 serait de 0,9 et cette politique amputerait le PIB de 1,7 %.

Tableau I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2011	2012	2013
<i>En % de variation aux prix chaînés :</i>			
PIB	1,7	0,1	0,0
Importations	5,2	1,0	1,3
Dépenses de consommation des ménages	0,2	-0,3	-0,6
FBCF totale, dont :	9,5	0,6	-0,5
Sociétés non financières	5,1	-0,2	-1,4
Ménages	3,2	1,0	0,5
Administrations publiques	-1,8	1,7	0,7
Exportations	5,5	2,6	2,0
Contribution des stocks à la croissance, en %	0,8	-0,7	0,1
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,2	-0,2
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Salaires bruts	1,1	-0,1	0,2
Salaires nets	1,0	0,1	0,2
Prestations sociales	1,3	1,6	3,1
Prélèvements sociaux et fiscaux	3,1	3,2	5,5
Revenu disponible	0,8	-0,5	-0,3
Taux d'épargne, en % du RDB	16,2	16,0	16,2
Déflateur de la consommation en glissement %	2,0	1,9	1,6
en moyenne %	1,8	1,9	1,6
<i>Compte des sociétés non financières, en %</i>			
Taux de marge	28,5	27,9	28,0
Taux d'épargne	13,5	12,9	12,8
Taux d'investissement (en volume)	18,0	18,0	17,7
Taux d'autofinancement (hors stock)	66,9	64,3	65,7
<i>Compte du reste du monde et des administrations</i>			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	43,9	45,0	46,4
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-5,2	-4,4	-3,5
Solde commercial, en milliards ? (1)	-55,8	-50,7	-37,4
<i>Emploi salarié, en glissement annuel %</i>			
Emploi total, en glissement annuel %	0,4	-0,3	-0,5
Emploi total, en glissement annuel %	0,3	-0,3	-0,5
Chômage BIT, en millions	2,616	2,928	3,170
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,2	9,9	10,6
<i>Taux de change \$/?</i>			
Taux d'intérêt à court terme (2)	1,39	1,28	1,26
Taux d'intérêt à court terme (2)	1,4	0,8	0,7
Taux d'intérêt à long terme (3)	3,3	2,8	2,8

(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 2012-2013.

Tableau 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 %		
		2011				2012				2013				2011	2012	2013
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	1 801	0,9	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	1,7	0,1	0,0
Importations	515	3,5	-0,9	0,0	-1,1	0,7	1,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	5,2	1,0	1,3
Dépenses de consommation des ménages	990	0,0	-0,8	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,6
Dépenses de conso. des administrations	370	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2	0,7
FBCF totale, dont :	368	1,5	0,5	0,2	1,3	-0,8	0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	3,5	0,6	-0,5
Sociétés non financières	192	2,3	0,0	-0,5	1,9	-1,4	0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	5,1	-0,2	-1,4
Sociétés financières	14	4,0	3,2	2,3	1,9	1,0	0,4	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,4	8,3	4,5	0,1
Ménages	101	0,0	1,3	1,2	0,5	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	3,2	1,0	0,5
Administrations publiques	57	0,7	0,1	0,4	1,0	-0,1	0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,8	1,7	0,7
ISBLSM	3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	1,3	1,0	0,8
Exportations	488	1,3	0,7	1,6	1,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	5,5	2,6	2,0
Contribution																
Demande intérieure hors stocks		0,2	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	-0,2
Variations de stocks		1,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,7	0,1
Solde extérieur		-0,7	0,5	0,4	0,7	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,4	0,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2012-2013, octobre 2012.

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

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Déflateur de la consommation	0,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,4	1,8	1,9	1,6
Salaire horaire moyen brut	0,9	0,6	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,7	0,5	0,7	0,8	0,7	2,4	2,3	2,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2012-2013, octobre 2012.

Tableau IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Branches principalement marchandes															
Effectifs	0,3	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	0,7	-0,2	-0,8
Productivité par tête	0,8	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	1,2	0,3	1,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2012-2013, octobre 2012.

V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Masse Salariale brute (1)	0,5	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	0,1	0,2
Masse Salariale nette (1)	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,1	0,2
Prestations sociales (1)	0,4	0,6	0,3	0,1	0,2	0,7	0,5	0,7	1,2	0,6	0,6	0,6	1,3	1,6	3,1
Revenu disponible réel (1)	0,2	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,4	-0,3	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,8	-0,2	-0,2
Taux d'épargne en % du RDB	15,6	16,7	16,2	16,1	16,0	16,1	16,0	15,9	16,0	16,1	16,2	16,4	16,2	16,0	16,2
Taux d'épargne en logement	8,0	8,2	8,3	8,4	8,3	8,3	8,4	8,4	8,4	8,5	8,5	8,5	8,2	8,4	8,5
Taux d'épargne financière	6,6	7,4	6,7	6,6	6,5	7,4	7,4	7,2	7,0	7,1	7,2	7,3	6,9	7,1	7,2

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2012-2013, octobre 2012.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Importations en volume	3,5	-0,9	0,0	-1,1	0,7	1,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	5,2	1,0	1,3
Prix des importations	3,0	0,2	0,8	0,8	0,7	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	5,4	1,4	0,0
Demande interne	0,8	-0,3	0,5	0,6	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	2,2	0,7	0,1
Exportations en volume	1,3	0,7	1,6	1,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	5,5	2,6	2,0
Prix des exportations	1,4	0,3	0,3	0,4	0,6	-0,4	0,3	0,4	0,3	0,6	0,7	0,7	3,3	1,1	1,7
Demande mondiale	2,9	1,3	0,3	-0,6	1,0	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	8,0	1,8	2,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2012-2013, octobre 2012.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux d'intérêt															
A court terme (1)	1,1	1,4	1,6	1,5	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,4	0,8	0,7
A long terme (2)	3,5	3,5	3,0	3,2	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,3	2,8	2,8
1 euro = ... dollar	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,39	1,28	1,26

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois

(2) Taux des OAT à 10 ans

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2012-2013, octobre 2012.

FICHE THÉMATIQUE FICHES PAYS

Pétrole : la nervosité des acteurs	131
Céline Antonin	
États-Unis : à l'heure de l'austérité	139
Christine Rifflart	
Japon : croissance en sursis	151
Bruno Ducoudré	
Asie : une croissance plus sage	159
Amel Falah	
Amerique latine : un atterrissage en douceur	165
Christine Rifflart	
PECO : dans le sillage de la zone euro	171
Marion Cochard	
Royaume-Uni : l'enlisement	175
Catherine Mathieu	
Allemagne : une récession évitée de justesse	183
Sabine Le Bayon	
Italie : l'austérité à tout prix	189
Céline Antonin	
Espagne : une bataille perdue d'avance ?	199
Danielle Schweisguth	
La tragédie grecque se poursuit	205
Céline Antonin	
Le Tigre celtique rentre ses griffes	209
Christophe Blot	
Portugal : englué dans la recession	215
Sabine Le Bayon	

PÉTROLE : LA NERVOSITÉ DES ACTEURS

Céline Antonin

Département analyse et prévision

L'année 2012 a été marquée par la grande nervosité du marché pétrolier et par la volatilité des cours. Après une forte progression début 2012, et après avoir frôlé les 130 dollars en mars 2012, le baril de Brent est redescendu à 90 dollars fin juin. À l'origine de cette baisse, citons l'abondance de l'offre, l'atonie de la zone euro, dont certains pays sont entrés en récession et la hausse du niveau des stocks. La tendance s'est ensuite brutalement inversée, et le prix du baril a grimpé de 20 dollars entre juin et septembre, sur fond de regain de spéculation, de signaux inquiétants en provenance de la mer du Nord (grèves sur les champs norvégiens d'Oseberg et Heidrun), de diminution des stocks américains et d'anticipations d'une politique monétaire expansionniste menée par les principales banques centrales. Au vu de l'instabilité géopolitique, et notamment de l'intensification du boycott vis-à-vis de l'Iran, le baril de Brent est néanmoins demeuré au-dessus du seuil de 100 dollars.

Dans ce contexte, les prix devraient baisser jusqu'à la fin 2012 pour se stabiliser autour de 100 dollars le baril puis retourner sur leur tendance de moyen terme en 2013. Une baisse plus importante des cours paraît peu probable, en raison du boycott de production de l'Iran, de la faiblesse relative du dollar et du dynamisme de la demande des pays émergents.

Premier semestre 2012 : volatilité des cours

Au deuxième trimestre 2012, c'est l'OPEP qui a fourni l'essentiel de l'augmentation de l'offre de pétrole : la production a augmenté de 2,1 Mbj entre mai 2011 et mai 2012, grâce à la reprise de la production libyenne (+1,3 Mbj), l'effort de l'Arabie Saoudite (+0,9 Mbj) pour compenser le boycott vis-à-vis de l'Iran (-0,6 Mbj)

et la hausse de la production irakienne (+0,4 Mbj). La Libye a presque retrouvé son niveau de production d'avant-guerre : en mai 2012, elle produisait 1,5 Mbj, contre 1,8 Mbj début 2010. Quant à la contribution des pays non membres de l'OPEP, c'est surtout l'Amérique du Nord qui a permis d'augmenter la production en 2012. Entre mai 2011 et mai 2012, la production des États-Unis a progressé de 610 000 bj, et la production canadienne de 600 000 bj. Fait notable, la Norvège a également vu sa production progresser de 180 000 bj. Les principales baisses ont été enregistrées au Brésil (-200 000 bj), au Royaume-Uni (-150 000 bj), et, sans surprise, en Syrie (-160 000 bj). Parallèlement, la consommation a suivi un sentier de croissance plus atone. En réalité, les situations sont très contrastées : d'un côté, l'Europe et les États-Unis ont enregistré une baisse de leur consommation de respectivement 2,9 % et 0,7 % au deuxième trimestre 2012 (glissement annuel), alors que, dans le même temps, la consommation japonaise a augmenté de 10 %, et la consommation de l'Asie et du Pacifique de 8 %. Dans les pays non membres de OCDE, la consommation est demeurée très dynamique avec une forte demande en provenance de Russie, d'Inde, de Chine, de Thaïlande et du Moyen Orient.

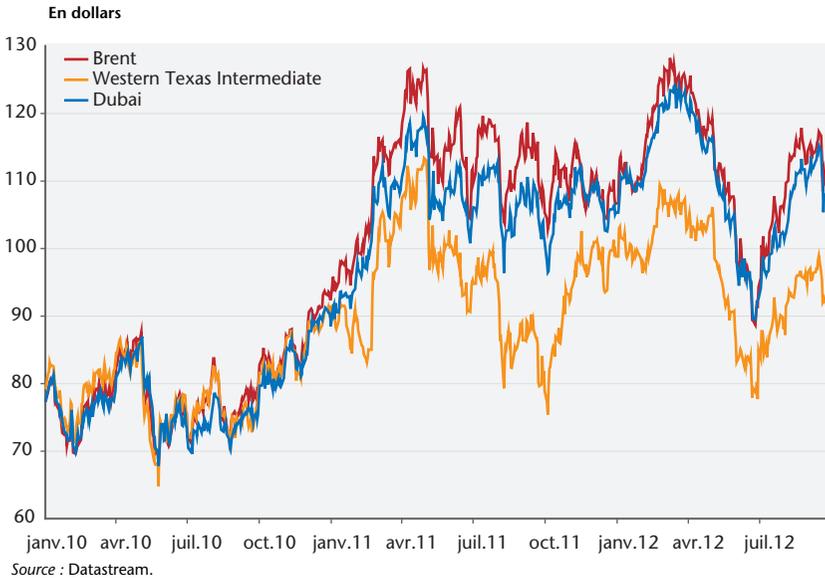
Notons un tassement de la production en juillet-août 2012, avec une baisse de la production iranienne, non compensée par l'Arabie Saoudite, ce qui peut partiellement expliquer la remontée des cours.

Le découplage entre l'Amérique du Nord, qui exploite le gaz de schiste, et la zone Europe/Asie se poursuit : entre janvier et septembre 2012, le *Brent* et le *Dubai* s'échangent en moyenne 16 dollars et 15 dollars au-dessus du *Western Texas Intermediate* (graphique).

Sur le marché des *futures* sur le Brent, la nervosité est perceptible : 544 000 positions par jour ont été ouvertes sur l'Intercontinental Exchange Europe (ICE) au premier semestre 2012, soit une hausse de 6,5 % par rapport à 2011. Le marché du Brent demeure en *contango*¹, preuve que globalement les marchés anticipent, sinon une baisse, au moins une stabilisation des cours.

1. Situation dans laquelle les contrats à terme (*forward* ou *future*) s'échangent à un prix supérieur au prix spot attendu au moment où la maturité du contrat sera atteinte.

Graphique 1. Évolution du prix d'un baril de Brent, de WTI et Dubai, janvier 2010-septembre 2012



Fin 2012 et 2013 : autour de 100 dollars le baril

Même si la volatilité reste élevée, le prix du baril de Brent devrait progressivement baisser pour atteindre 100 dollars début 2013, en raison de l'équilibre entre offre et demande de pétrole, de la politique accommodante des banques centrales, du niveau élevé des stocks, et de l'attitude conciliante de l'Arabie Saoudite, gendarme de l'OPEP². Pour autant, le baril ne devrait pas baisser davantage du fait des vives tensions géopolitiques (Iran, Syrie, pays du Mashrek), de la demande des pays émergents toujours dynamique et de la politique accommodante des principales banques centrales.

Quelques facteurs de risque pourraient néanmoins perturber le marché du pétrole, le principal d'entre eux étant le conflit larvé avec l'Iran (encadré) mais également l'évolution de la situation en Syrie, qui exporte essentiellement vers le marché européen. Bien que n'étant pas un gros producteur, la Syrie a vu sa production pétrolière diminuer de moitié, passant de 330 000 bj en 2011 à 150 000 bj en août 2012.

2. L'Arabie Saoudite a réitéré sa volonté de mobiliser ses capacités de production existantes pour assurer un niveau de production adéquat au sommet du G20 de Los Gabos.

Encadré. Embargo contre l'Iran

Le 31 décembre 2011, pour protester contre la poursuite des activités d'enrichissement de l'uranium de l'Iran, les États-Unis ont adopté un texte de loi comprenant de nouvelles sanctions contre les banques commerciales commerçant avec la banque centrale de l'Iran, dans le but de réduire les revenus pétroliers du pays. Les sanctions américaines ont pris effet le 28 juin 2012. Elles ont été encore durcies par un décret imposant de nouvelles sanctions contre les secteurs pétrolier et pétrochimique iranien, pour empêcher l'Iran d'établir des mécanismes de paiement destinés à l'achat de pétrole iranien en contournant les sanctions existantes.

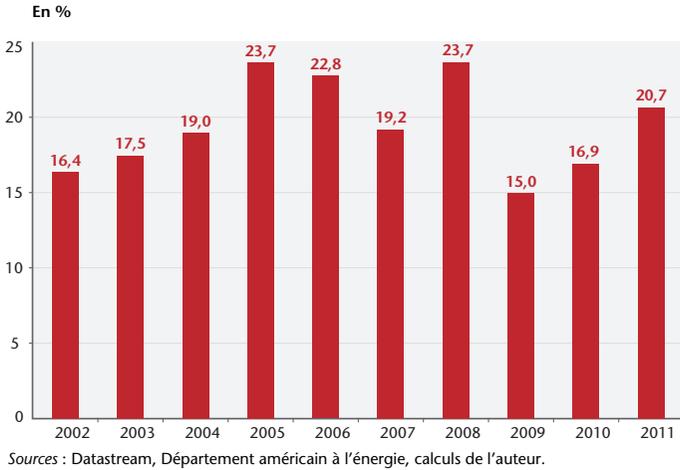
Le 23 janvier 2012, les 27 membres de l'Union européenne leur ont emboîté le pas en décidant un embargo pétrolier graduel contre l'Iran, prévoyant l'annulation de tous les contrats existants au 1^{er} juillet 2012, pour laisser le temps aux pays les plus dépendants du pétrole iranien de trouver d'autres sources d'approvisionnement. Cet embargo est effectif depuis le 1^{er} juillet 2012.

D'autres pays (Japon, Corée du Sud, Royaume-Uni, Australie, Canada) ont également pris des sanctions contre l'Iran.

Soutien traditionnel de l'Iran, la Chine, grande importatrice de pétrole iranien, s'oppose, elle, à toute sanction visant Téhéran, et a profité de la crise iranienne pour accroître sa présence dans le pays. En outre, l'Iran a demandé aux pays de l'OPEP de ne pas compenser une éventuelle baisse de sa production nationale, une position qui n'a pour l'instant pas été suivie, et qui est d'autant plus difficile à faire appliquer que les pays de l'OPEP ne sont plus soumis à un quota par pays depuis la conférence de l'OPEP de décembre 2011.

Quelle sont les conséquences de ce bras de fer entre l'Iran et les pays occidentaux ? Selon les estimations de l'AIE, la production iranienne aurait chuté d'1 Mbj entre juin 2011 et juillet 2012 (graphique), ainsi que les exportations de l'Iran : en juillet, elles ne représenteraient plus que 1 Mbj contre plus de 2 Mbj en début d'année 2012. Ainsi, les recettes pétrolières de l'Iran, qui s'élevaient à 95 milliards de dollars en 2011 (20,7 % du PIB), pourraient baisser à 64 milliards de dollars en 2012, d'après nos hypothèses et ne représenteraient plus que 14 % du PIB.

Part des exportations nettes de pétrole dans le PIB iranien, 2002-2011



Lors de sa 161^e conférence en juin 2012, l'OPEP a décidé de laisser son plafond de production inchangé à 30 Mbj. Cette limite n'était déjà pas respectée en décembre 2011, lors de sa mise en place, puisque la production de l'OPEP atteignait alors 30,7 Mbj. La production a encore progressé en début d'année, atteignant 31,4 Mbj en avril 2012. Dans ce contexte, les pays de l'OPEP se sont mis d'accord pour revenir à leur quota collectif de 30 Mbj, une procédure qui semble déjà amorcée : la production est redescendue à 30,7 Mbj en août 2012, avec une légère baisse de la production saoudienne et la poursuite de la baisse de la production iranienne.

Dans les prochains trimestres, nous faisons l'hypothèse d'un marché bien équilibré au niveau de l'offre et de la demande. Du côté des consommateurs, le découplage se poursuivrait entre la baisse de la demande des pays de l'OCDE et la hausse de la demande des pays émergents : entre 2012 et 2013, la demande croîtrait de 400 000 bj en Chine, de 100 000 bj au Brésil, et de 100 000 bj en Inde, tandis qu'elle baisserait de 300 000 bj en Europe. Du côté des producteurs, on s'attend à une hausse de la production des pays non OPEP, soutenue par les États-Unis, le Brésil, la Russie, la Chine et la Colombie. En revanche, on s'attend au déclin de la production du Sud-Soudan, du Soudan, du Mexique, de la Syrie, du Royaume-Uni (avec une forte baisse

attendue de la production du gisement *Buzzard*) et de la Norvège (l'exploitation du champ *Goliat* ayant été reportée à 2014). La hausse de production prévue pour les États-Unis vient de l'exploitation des gisements schisteux, essentiellement au Texas (avec une production de 1,9 Mbj en juin 2012) et au Dakota du Nord (0,66 Mbj). On s'attend également à une hausse de la production canadienne, à la fois du pétrole conventionnel et non-conventionnel. Du côté de l'OPEP, des marges de manœuvre existent, notamment en Libye, en Irak ou en Arabie Saoudite, mais nous prévoyons une croissance faible de la production, cohérente avec la faible progression de la demande mondiale.

Après le déstockage de 2011, le niveau des stocks commerciaux est bien remonté aux États-Unis, mais plus faiblement dans les autres pays de l'OCDE. Pour autant, les niveaux de stocks totaux restent confortables, avec l'équivalent de 92,5 jours de demande dans l'OCDE et 93 jours de demande aux États-Unis.

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	88,2	87,7	88,7	88,4	88,7	88,9	88,9	89,3	89,2	89,7	89,7	89,8	88,3	89,0	89,6
En taux de croissance ¹													1,3	0,8	0,8
PIB mondial ¹													4,3	3,1	2,9
Intensité pétrolière ¹													-3,0	-2,3	-2,1
Production mondiale	87,0	86,4	87,1	87,9	88,7	89,0	88,6	89,2	89,6	89,5	89,6	89,8	87,1	88,9	89,6
Dont : OPEP ²	35,2	34,6	35,1	35,7	36,3	36,7	36,3	36,6	36,6	36,6	36,7	36,9	35,1	36,5	36,7
Non OPEP	51,8	51,8	52,1	52,2	52,3	52,3	52,4	52,6	53,0	52,9	52,9	52,9	52,0	52,4	52,9
Variations de stocks	-1,3	-1,3	-1,6	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,6	-0,3	-0,3
Dont : OCDE	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,3	-0,1	0,2
Prix du pétrole Brent ³	104,9	117,6	113,5	109,3	118,4	108,4	109,7	105,0	100,0	100,0	105,0	105,0	111,3	110,4	102,5
Prix des matières premières industrielles ¹	8,4	2,7	-3,9	-14,3	2,5	-4,9	-6,9	-4,9	2,3	1,1	-1,1	0,0	14,4	-17,3	-6,1
Taux de change 1 €= ... \$	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,24	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,4	1,3	1,3

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 prévision OFCE octobre 2012.

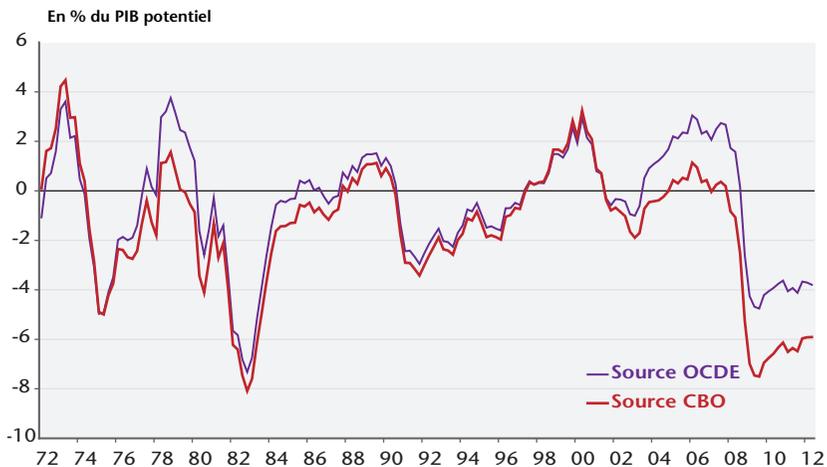
ÉTATS-UNIS : À L'HEURE DE L'AUSTÉRITÉ BUDGÉTAIRE

Christine Riffart

Département analyse et prévision

Trois ans après la reprise économique et malgré des performances bien meilleures que celles enregistrées en zone euro, l'économie américaine reste toujours sous contraintes. Certes, l'activité a dépassé depuis plus d'un an son niveau d'avant-crise et progresse selon un rythme annuel proche de 2,3 %, proche de son potentiel. Mais cela est insuffisant pour rattraper le retard de production et donc combler les déséquilibres, notamment sur le marché du travail et les finances publiques. Après la reprise, l'écart s'est refermé d'1 point selon l'OCDE et 1,5 point selon le Congressional Budget Office, mais depuis plus de deux ans, il se maintient autour de 4 % selon l'OCDE (6 % selon le CBO) (graphique 1).

Graphique 1. Écart de production aux États-Unis



Sources : CBO, OCDE, calcul OFCE.

Or aujourd'hui, la priorité est à l'ajustement budgétaire. La nécessité de réduire le déficit public et rapprocher la dette d'un niveau plus soutenable se traduira par un durcissement de l'austérité budgétaire, au moment où plusieurs mesures arrivent à échéance (*fiscal cliff*: la falaise budgétaire). Aussi, si la croissance a déjà pâti de cet ajustement en 2012, l'austérité budgétaire sera clairement au centre de la dynamique macroéconomique en 2013. Si l'arrivée d'Obama s'était faite en pleine crise économique et financière, le défi du prochain président sera tout aussi délicat : comment contenir la dette sans casser la croissance ? En 2013, avec une croissance de 0,9 %, l'orientation de la politique budgétaire pourrait bien converger vers celles suivies par les pays de la zone euro.

Une croissance certes modérée mais qui fait illusion

Après 2,4 % en 2010 et 1,8 % en 2011, la croissance américaine devrait atteindre 2,2 % en 2012. À la fin du deuxième trimestre 2012, l'acquis est déjà à 1,9 % et après une hausse de 0,5 % et 0,4 % aux premier et deuxième trimestres respectivement, l'activité devrait progresser sur la même dynamique jusqu'à la fin de l'année.

Au premier semestre 2012, la croissance est restée soutenue par la consommation des ménages. En juillet, celle-ci a augmenté de 0,4 % par rapport à juin, ce qui laisse entrevoir un bon troisième trimestre. A la différence des trois derniers trimestres de 2011 où le pouvoir d'achat du revenu disponible avait baissé, les ménages ont enfin connu une amélioration de leur situation : leur revenu a progressé en termes réels de 0,9 et 0,8 % sur chacun des deux premiers trimestres et le mouvement s'est poursuivi en juillet (acquis de 0,6 % sur le troisième trimestre par rapport au trimestre précédent). Deux effets ont joué. L'inflation a ralenti depuis avril du fait principalement du retournement des cours du pétrole. Ainsi, le déflateur des dépenses de consommation a augmenté sur un an de 1,3 % en juillet 2012, après 2,8 % en juillet 2011. Hors produits alimentaires et énergie, il stagnait à 1,6 % sur les deux périodes. Par ailleurs, le revenu nominal a fortement augmenté sur les deux premiers trimestres, sous l'effet principalement de la consolidation de la masse salariale, notamment en début d'année, et de l'accélération des revenus des entreprises individuelles et du capital. Selon les enquêtes auprès des ménages, entre décembre et mars, 415 000 emplois nets ont été créés par mois en moyenne,

contre 28 000 au premier semestre 2011 et 234 000 au deuxième semestre. Depuis, le rythme a ralenti (13 000 par mois avec notamment des baisses en juillet et août).

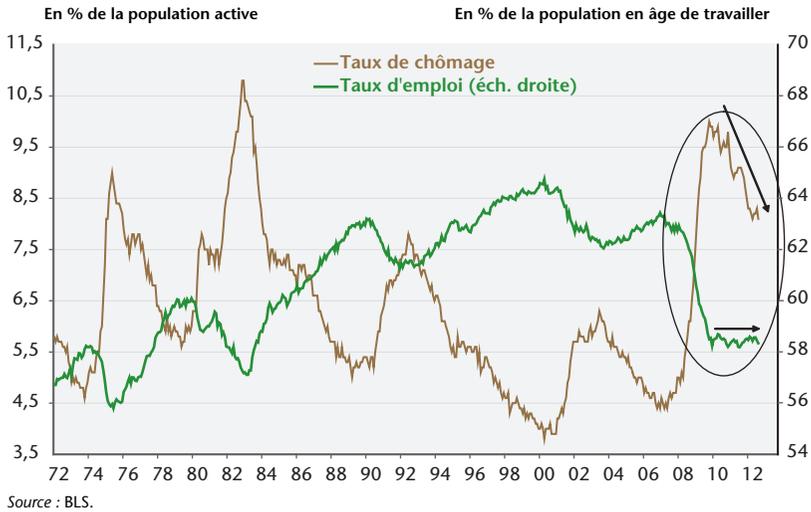
En fait, ces créations nettes d'emplois sont insuffisantes pour faire baisser le chômage. Après une forte décade en 2010 et 2011, le taux de chômage stagne depuis mars dernier autour de 8,1%, et si l'on inclut la population découragée et celle occupant un emploi à temps partiel pour raison économique, le taux reste autour de 15 %. Surtout, à la différence des cycles passés, la baisse de 2 points du taux de chômage n'est pas liée à une reprise du taux d'emploi (graphique 2). Après être passé de 63 % à 58,5 % fin 2009, la part de l'emploi dans la population en âge de travailler est restée en moyenne constante¹. Car la timide reprise qui s'amorçait au deuxième semestre 2011 s'est interrompue au début de l'année pour s'inverser en juillet et août. La baisse du taux de chômage s'explique donc jusqu'à la mi 2011 exclusivement par la baisse du taux d'activité (la part de la population active dans les 15-64 ans), puis, ensuite, par la hausse des créations d'emplois. Le taux d'activité baisse de 0,6 point chaque année depuis 4 ans, pour atteindre 63,5 % en août 2012. En août notamment, la baisse de 0,2 point du taux de chômage est due à une baisse de la population active plus forte que le recul du nombre d'emplois (368 000 contre 119 000).

Si la situation sur le marché du travail reste dégradée – ce qui nuit à la consolidation du revenu des ménages –, la situation sur le marché de l'immobilier connaît une légère amélioration. Depuis la fin 2011, la croissance a bénéficié de la reprise des dépenses de logement des ménages. Sur un an, celles-ci ont progressé de 10,5 % au deuxième trimestre 2012, après une baisse de 7,1 % à la même période de l'année dernière (et de près de 60 % depuis le point haut de 2006). Le mouvement bien engagé se poursuit les mois suivants avec la hausse des mises en chantier (21,5 % sur un an en juillet) et des permis de construire (29,5 % sur un an en juillet). L'indicateur d'activité du National Association of Home Builders (NAHB) est remonté à 34 en août après être resté pendant 4 ans en dessous de 20. Cette reprise de l'investissement résidentiel se combine à la

1. Soit U le taux de chômage, CHO le nombre de chômeurs, N l'emploi, PA la population active et 15-64, la population en âge de travailler, on a les égalités : $U = CHO/PA = (PA-N)/PA = 1 - (N/PA) = 1 - ((N/15-64)/(PA/15-64)) = 1 - (\text{taux d'emploi}/\text{taux d'activité})$

reprise des transactions dans l'ancien et le neuf au deuxième semestre 2011. Mais les indicateurs ont marqué une pause dans le neuf au premier semestre et même un léger recul dans l'ancien pendant les mois d'été. Le stock de logements mis à la vente a presque retrouvé son niveau moyen d'avant-crise et les délais de transactions sont à peine supérieurs. Les prix ont amorcé un retournement à la hausse sur le premier semestre : l'indice Case&Shiller a progressé de 1,2 % sur un an au deuxième trimestre 2012 et l'indice du Federal Housing Finance Agency portant exclusivement sur les ventes, de 3 % (si l'on intègre dans l'indice les prix immobiliers sur la base des refinancements, l'indice continue de baisser : -0,6 % sur la période.

Graphique 2. Taux de chômage et taux d'emploi aux États-Unis

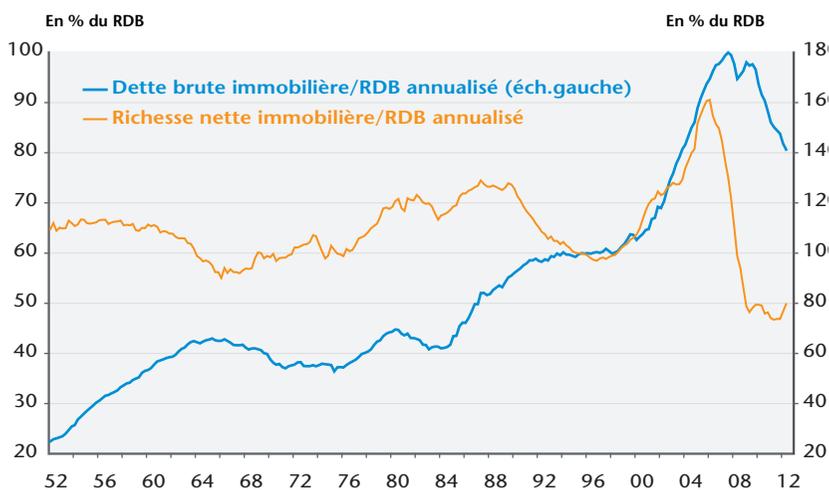


Ce timide réamorçage du marché de l'immobilier devrait permettre de soulager les ménages dans leur effort d'ajustement financier (graphique 3). La dette brute totale des ménages a baissé de 20,7 points de RDB depuis fin 2007 dont 18,8 points sont liés au désendettement hypothécaire et 1,9 point au désendettement sur des crédits à court terme. Au deuxième trimestre, la dette brute immobilière représente encore 80,7 % du revenu des ménages, retrouvant son niveau de 2004, mais le patrimoine immobilier, net de cette dette, reste encore à des niveaux très bas par rapport au passé : 79,6 % contre une moyenne de long terme légèrement supé-

rieure à 100 % du RDB. On constate néanmoins une hausse au premier semestre 2012 qui peut être liée à l'évolution des prix.

Le surendettement hypothécaire reste donc une contrainte forte pour certains ménages. Le taux de ménages propriétaires ne cesse d'ailleurs pas de baisser : d'un maximum de 69 % entre 2004 et 2006, il atteint 65,5 % au printemps 2012. Le nombre de dossiers qui entrent en procédure de saisie se maintient depuis plus d'un an à un niveau élevé (1 % de l'ensemble des prêts, pour une moyenne de long terme autour de 0,4 %) tout comme les retards de paiement (7,6 % des prêts). Dans ces conditions, les nouveaux prêts hypothécaires, nets des remboursements, restent négatifs. Seuls les refinancements continuent d'être très élevés.

Graphique 3. Dette hypothécaire et patrimoine immobilier des ménages américains



Source : Flow of Funds, Federal Reserve.

À la différence des ménages, la situation des entreprises est plutôt bonne. Depuis plus d'un an, le taux de marge se situe à des sommets jamais atteints par le passé. Les entreprises non financières avaient drastiquement réduit leurs effectifs pendant la période de récession et malgré la reprise d'activité à l'automne 2009, elles ont recommencé à embaucher au printemps 2010. La productivité horaire, qui s'était rapidement redressée, a ralenti sa progression (les gains de productivité horaire progressent de 1 % sur un an depuis le début de l'année 2012) mais reste supérieure à

la tendance d'avant-crise. Néanmoins, en comparant l'évolution de la productivité horaire sur les 18 trimestres qui ont suivi l'entrée en récession de l'économie américaine au cours des 4 décennies passées, on constate que

- elle augmente moins rapidement que lors de la récession de 2001. Bien que la reprise actuelle reste pauvre en emplois, elle l'est donc malgré tout moins que lors de la reprise de 2001.
- elle est identique aux évolutions passées lors des récessions de 1972 et 1981 (graphique 4, a).

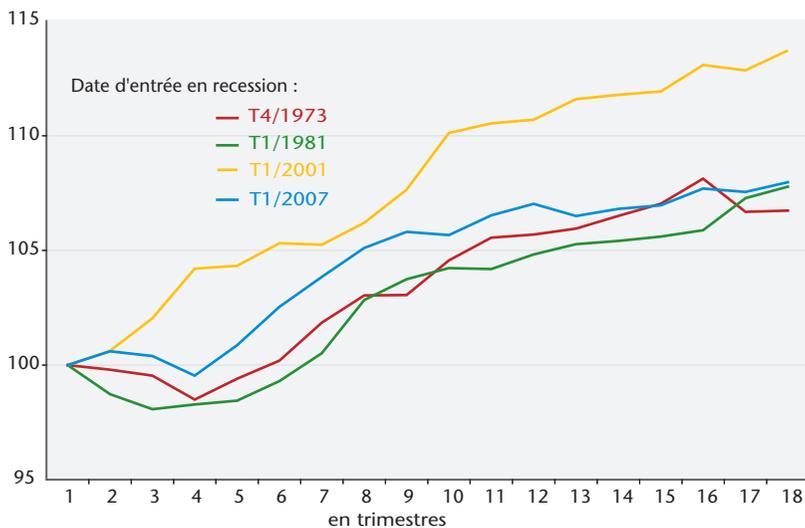
Mais face à l'ampleur de la crise et à la montée du chômage, les salaires nominaux ont sensiblement ralenti sur la période récente. Résultat, à la différence des grandes récessions de 1973 et 1981, les coûts salariaux unitaires restent toujours constants 4 ans et demi après le déclenchement de la crise en 2008. En 2001 et les trois années qui ont suivi, ils étaient restés stables puis s'étaient légèrement redressés, soulignant la différence d'ajustement des entreprises aux deux dernières crises : l'ajustement a été relativement moins marqué sur le volume d'heures travaillées lors de la crise actuelle mais plus fort sur les salaires (graphique 4, b).

Depuis mars dernier, les créations nettes d'emplois salariés des entreprises privées ont sensiblement ralenti. Selon les enquêtes auprès des entreprises, le rythme est passé de 206 000 entre septembre et mars 2012 à 106 000 entre avril et août 2012. Dans le secteur public, les effectifs continuent de baisser : -778 000 fonctionnaires depuis le début de l'ajustement en 2009, soit 3,5 % du total des salariés de ce secteur. Quant aux salaires du secteur privé, le rythme sur un an est passé de 2,5 % au deuxième trimestre 2012, à 2,1 % au deuxième trimestre 2011 et 1,5 % au deuxième trimestre 2012. Ce contrôle des coûts de production et la détente sur le marché des produits écartent tout risque d'inflation. De fait, avec la baisse du prix du pétrole, les prix à la consommation ont ralenti. Hors produits volatiles, l'indice sous-jacent a progressé sur un an de 2,3 % au début de l'année à 1,9 % en août tandis que l'indice total passait de 2,9 % à 1,7 % sur la même période.

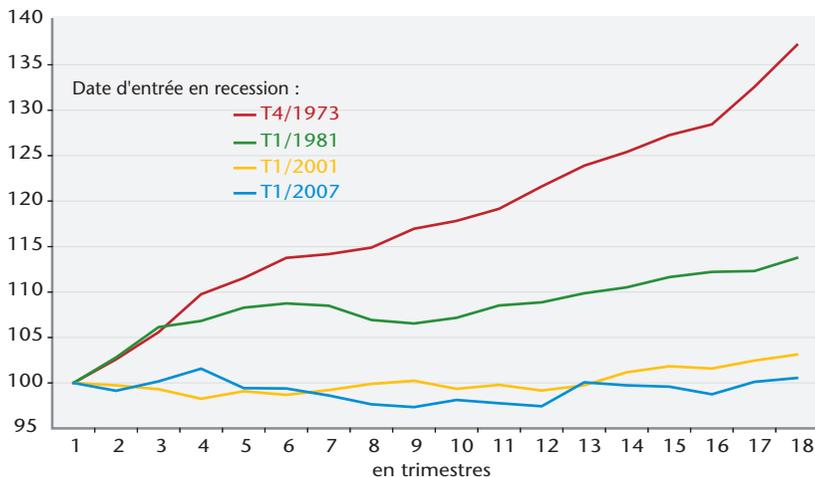
Graphique 4. Productivité horaire du travail et coûts salariaux unitaires lors des différentes périodes de crise dans les entreprises non financières

100=date d'entrée en récession selon le NBER

4a) Productivité horaire du travail



4b) Coûts salariaux unitaires



Source : BLS.

Aussi, malgré la faiblesse de la demande, les entreprises ont investi en capital productif : 12,5 % sur un an au premier trimestre 2012, mais le rythme se ralentit progressivement et la tendance semble se confirmer les mois suivants. Les nouvelles commandes de biens de capital hors défense ont chuté en mars et avril, laissant supposer un ralentissement des dépenses en équipements et logi-

ciels des entreprises. Compte tenu de l'utilisation des capacités de production dans l'industrie inférieure à son niveau de long terme et de la baisse enregistrée en août (avec le recul de 1,2 % de la production industrielle), le taux d'investissement devrait ralentir sa progression.

L'absence d'enracinement de la croissance dans les anticipations des agents est liée au poids des ajustements qu'il reste à accomplir, à la fois du côté des ménages mais également du côté du secteur public, et des inquiétudes qu'ils génèrent. Face à l'ampleur du chômage et de leur situation patrimoniale, les ménages ne sont guère optimistes. Selon le Conference Board, l'indicateur du climat de confiance qui avait chuté l'été 2011 pour se rétablir en fin d'année, baisse régulièrement depuis mars pour se situer à un niveau très dégradé (60 pour une moyenne à 100). A l'horizon de 6 mois, les anticipations semblent meilleures mais, là aussi, la détérioration sur la période récente est forte.

De même, les enquêtes auprès des entreprises sont mauvaises. Dans le secteur manufacturier, l'indice ISM est inférieur à 50 depuis 3 mois, signifiant une baisse de l'activité dans les mois prochains. De fait, la production a baissé de 0,7 % en août. Selon les directeurs d'achat, les commandes totales et à l'exportation reculent fortement depuis juin. En plus de la faiblesse de la demande extérieure, le taux de change effectif du dollar s'est apprécié de 10 % en un an, ce qui pèse sur la compétitivité des produits américains et freine les exportations (hausse de 4,5 % de hausse sur un an). Pour le moment, seules les enquêtes concernant l'emploi résistent et restent positives. Dans le secteur non manufacturier, la situation semble meilleure mais une légère dégradation est là aussi visible depuis le début de l'été. Enfin, les indicateurs de la Réserve fédérale de Philadelphie sont dans le rouge depuis mai, et les anticipations à 6 mois, toujours positives, se dégradent rapidement, y compris celles sur l'emploi.

Une année 2013 « plombée » par une austérité budgétaire plus sévère

Dans ce paysage morose tant du côté des ménages que du côté de l'activité en cours et à venir dans les entreprises, la politique d'ajustement budgétaire, engagée depuis 2011, occupe une place centrale. De 12,8 % du PIB au deuxième trimestre 2009, le besoin de finance-

ment du secteur public s'est réduit régulièrement jusqu'à atteindre 8,7 % au premier trimestre. Le redressement s'est cependant interrompu au deuxième trimestre (à 8,6 % du PIB) à un niveau qui reste encore très élevé. Sur l'ensemble de 2012, il pourrait atteindre en moyenne 8,8 % du PIB. La dette du secteur public atteint 101,6 % au printemps dernier (contre 65,8 % au printemps 2008).

Dans ces conditions, les efforts de restriction budgétaire vont se durcir en 2013. Reste à en connaître l'ampleur. En 2012, l'impulsion budgétaire est négative de 0,9 point du fait en grande partie de l'épuisement des dépenses issues de l'*American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)* mis en place en 2009 et dont les 830 milliards de budget voté ont été concentrés sur les 3 premières années. La baisse des dépenses liées à l'*ARRA* s'est ainsi combinée à la hausse des recettes fiscales, dopées au premier trimestre par la modification des règles d'amortissement des investissements en biens d'équipement dans les entreprises, qui a sensiblement accru l'élasticité des recettes fiscales au PIB.

Pour 2013, les inquiétudes sont fortes car de la politique budgétaire dépendra en grande partie la croissance du PIB. En l'absence d'accords au Congrès, les lois en cours s'appliqueront, augurant de violentes hausses d'impôts (fin des baisses d'impôts votées par Bush, ...) et coupes dans les dépenses publiques dès la fin 2012 et début 2013 (d'où l'expression de *fiscal cliff* (la falaise budgétaire) pour illustrer l'ampleur des mesures et l'impact sur le déficit budgétaire (tableau)). Selon le CBO, ces mesures, si elles devaient être appliquées, réduiraient le déficit de plus de 600 milliards de dollars sur l'année fiscale 2013 (commençant au quatrième trimestre 2012), soit 4 % du PIB et ne manqueraient pas de conduire à une nouvelle récession en 2013. En pleine période électorale, chacun des candidats restant sur ses grandes lignes de campagne, il est probable qu'aucun accord n'intervienne avant la fin de l'année. On peut supposer néanmoins un desserrement de cette politique d'austérité lors de la prise de fonction du prochain président, en janvier 2013.

Si les deux candidats s'accordent à souligner l'urgence de réduire la dette, les choix d'orientation budgétaire divergent malgré tout, les républicains étant favorables à des coupes dans les dépenses et opposés à toute augmentation d'impôts alors que les démocrates sont partisans d'augmenter la pression fiscale pour

financer l'accroissement inexorable des dépenses de long terme. La prochaine politique budgétaire restera donc stricte en 2013. Nous avons fait l'hypothèse que les baisses d'impôts décidées par Bush se prolongeront, sauf pour les 2 % des ménages les plus riches, ceux dont les revenus sont supérieurs à 250 000 dollars par an, qui verraient leur taux marginal d'imposition augmenter. De même, les coupes de 27,4 % des salaires des médecins participant au programme Medicare n'auraient pas lieu. L'impulsion budgétaire négative que nous avons donc retenu est de 2,1 % du PIB pour 2013 et porte pour presque les deux tiers sur des hausses de prélèvements obligatoires. Cet effort devrait réduire le déficit structurel de 2,5 % du PIB, mais combiné à la dégradation du solde conjoncturel de 0,6 point de PIB et à l'alourdissement des charges d'intérêt malgré la baisse des taux, le solde budgétaire ne se réduirait qu'à 7,6 % du PIB en 2013.

Tableau. La falaise fiscale (*fiscal cliff*) telle qu'elle est prévue par la loi en cours

En milliards de dollars

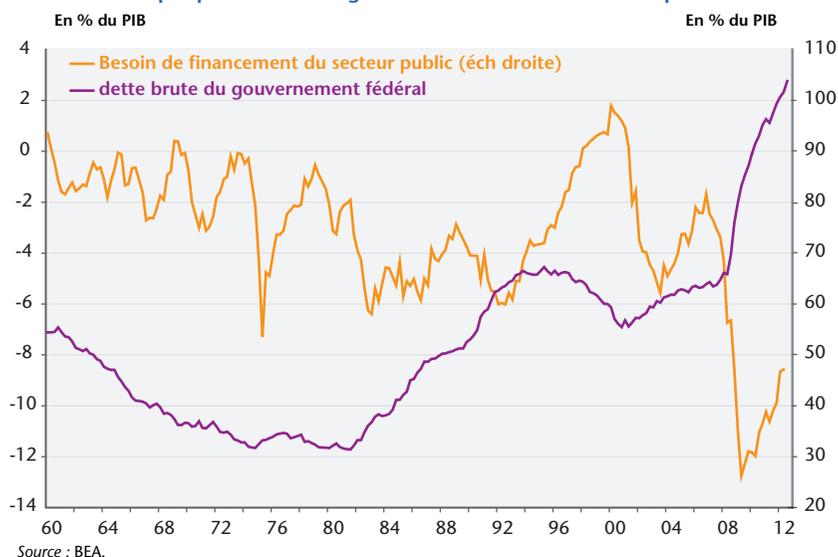
Mesures entrant en vigueur fin 2012-début 2013	Impact sur le déficit
Fin des baisses d'impôts votées par Bush, hausse de l'AMT	220
Fin de la baisse de 2 points du taux de cotisations sociales salariés	100
Coupes dans les dépenses automatiques (<i>Budget Control Act</i>)	66
Fin de l'extension des allocations chômage	25
Taxes prévues dans la réforme de la santé (<i>Affordable Care Act</i>)	20
Baisse de 27,4 % du salaire des médecins participant à Medicare	13
Autres	163
Total	607

Source : Council on Foreign Relations.

La croissance économique sera clairement affectée par ce durcissement au tournant de l'année, accusant un recul du PIB au premier trimestre 2013 et une croissance moyenne sur l'ensemble de l'année de seulement 0,9 %. Les ménages américains seront les plus durement frappés. Au 1^{er} janvier 2013, la hausse de 4,2 % à 6,2 % du taux de cotisations sociales sur les salaires serait accompagnée d'une hausse de 0,5 point supplémentaire de pression fiscale sur les revenus (cette part a déjà augmenté de 0,5 point entre début 2011 et juillet 2012) et d'une baisse de plus d'1 point de la part des transferts sur les revenus, notamment *via* les allocations chômage.

Dès lors, malgré la contrainte de désendettement des ménages et un revenu qui devrait stagner, voire baisser dès la fin 2012, la consommation des ménages serait soutenue principalement par la détente du taux d'épargne. Après une hausse de près d'1 point entre novembre 2011 et juin 2012, le taux d'épargne baisserait à nouveau à partir de la fin de l'année pour finir à 3,4 % fin 2013. L'investissement logement progressera modérément mais surtout l'investissement des entreprises s'ajustera et terminera la période sous revue avec une croissance annuelle de seulement 3,6 %. Les importations devraient pâtir de la conjoncture tandis que les exportations suivraient la demande adressée, bénéficiant de la prochaine dépréciation du dollar pour stabiliser leurs parts de marché. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait donc légèrement positive et le solde courant ne se dégraderait pas sur la période sous revue.

Graphique 5. Dette du gouvernement fédéral et déficit public



États-Unis : résumé des prévisions

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

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	0,6	0,3	1,0	0,5	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	2,4	1,8	2,2	0,9
PIB par tête	-0,1	0,4	0,1	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	1,6	1,1	1,4	0,1
Consommation des ménages	0,8	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,2	1,8	2,5	1,8	0,5
Dépenses publiques ¹	-1,8	-0,2	-0,7	-0,6	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	0,6	-3,1	-2,0	-1,5
FBCF privée dont	-0,3	3,0	3,6	2,4	2,4	1,3	2,2	2,0	1,4	1,4	1,0	1,0	-0,2	6,6	9,6	6,3
<i>Logement</i>	-0,3	1,0	0,3	2,9	4,8	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	-3,7	-1,4	11,7	11,5
<i>Productive</i>	-0,3	3,4	4,4	2,3	1,8	1,0	2,0	1,8	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	8,6	9,1	5,0
Exportations de biens et services	1,4	1,0	1,5	0,4	1,1	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	11,1	6,7	4,3	4,2
Importations de biens et services	1,0	0,0	1,1	1,2	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	12,5	4,8	3,3	2,1
Variations de stocks	30	28	-4	71	57	50	50	30	10	10	10	10	50,9	31,0	46,7	10,0
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,0	0,2	0,3	0,2	1,4	2,0	2,1	1,0
Variations de stocks	-0,1	0,0	-0,2	0,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,5	-0,2	0,1	-0,3
Commerce extérieur	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,2
Prix à la consommation ²	2,1	3,3	3,8	3,3	2,8	1,9	1,3	1,4	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	3,1	1,9	1,2
Taux de chômage, en %	9,0	9,1	9,1	8,7	8,2	8,2	8,1	7,9	8,1	8,2	8,2	8,1	9,6	8,9	8,1	8,1
Solde courant, en points de PIB	-3,2	-3,2	-2,9	-3,1	-3,5	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,0	-3,1	-3,3	-3,3
Solde public, en points de PIB													-11,4	-10,2	-8,7	-7,6
Impulsion budgétaire													-1,1	-1,1	-0,9	-2,1
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

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

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2012.

JAPON : CROISSANCE EN SURSIS

Bruno Ducoudré

Département analyse et prévision

Au Japon, le premier semestre 2012 a été marqué par une très forte reprise de la croissance, notamment au premier trimestre (+1,3 % de croissance trimestrielle). Ce rebond est lié sur le plan intérieur à la mise en œuvre des plans de reconstruction qui ont soutenu la dépense et l'investissement publics et à la très bonne tenue de la consommation (+1,2 % au 1^{er} trimestre 2012 par rapport au trimestre précédent). Le commerce extérieur a aussi apporté une contribution positive de 0,2 point à la croissance, avec la fin des inondations en Thaïlande et la reprise des exportations japonaises. L'activité a ensuite ralenti au deuxième trimestre (+0,2 % de croissance trimestrielle), malgré une reprise de l'investissement logement et de la FBCF des entreprises privées. De ce bon début d'année, combiné à une mauvaise année 2011 (-0,7 % de croissance), découle un acquis de croissance élevé, de 2,5 points de croissance du PIB à la fin du deuxième trimestre 2012. Cependant, les indicateurs conjoncturels indiquent un ralentissement de l'activité, lié au ralentissement du commerce mondial et à la fin de la prime à l'achat de voitures écologiques, ce qui pèserait sur la croissance au deuxième semestre 2012. En moyenne annuelle, l'économie japonaise devrait croître de 2,4 % cette année et de 1,3 % en 2013. Le potentiel de rebond de l'économie japonaise, de l'ordre de 1,9% en 2012 et de 1,6 % en 2013, permettrait de rattraper en 2 ans l'écart de production qui s'est de nouveau creusé en 2011 (graphique 1). Cette reprise spontanée sera accentuée par une politique budgétaire active de soutien à la reconstruction, qui ajouterait 0,6 points de PIB cumulés sur la période 2012-2013 (tableau 1), et par les besoins en logement et la reconstitution du capital des entreprises. L'économie japonaise pâtirait cependant des politiques de consolidation budgétaire menées en Europe et

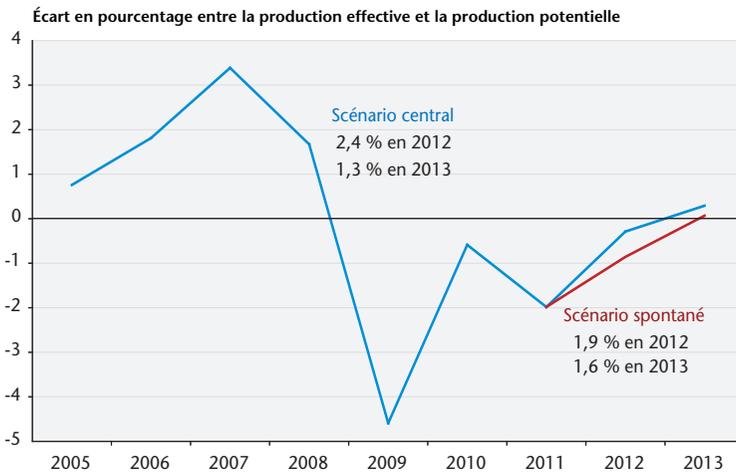
aux États-Unis sur cette période, et qui amputerait la croissance de 0,6 point en 2012 et de 0,7 point en 2013.

Tableau 1. Décomposition des prévisions de croissance pour le Japon

Taux de croissance trimestriel moyen	2012	2013
Reprise spontanée	0,5	0,4
Impact budgétaire efficace	0,1	0,1
Environnement extérieur	-0,1	-0,2
Autres raisons	0,2	0,0
Prévision	0,6	0,3

Sources : OCDE, comptabilité nationale, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Graphique 1. Écart de production au Japon



Note : le scénario spontané correspond au taux de croissance maximum observé en moyenne pendant 4 années consécutives depuis 1991, tant que l'écart de production n'est pas refermé.

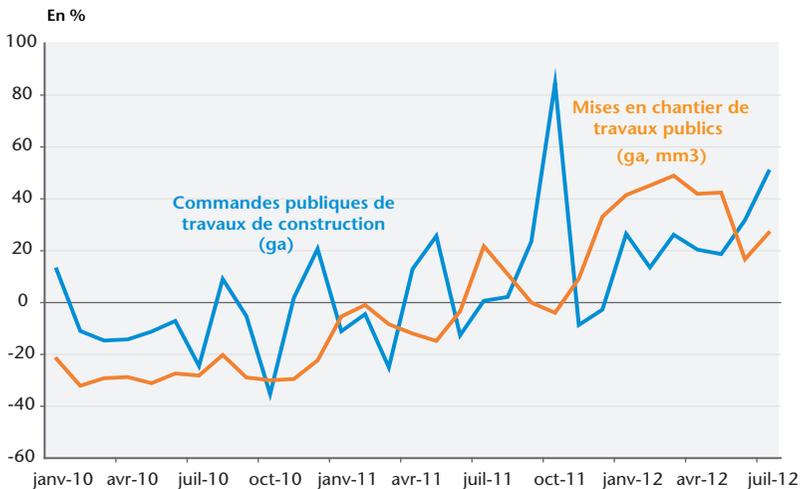
Sources : OCDE, comptabilité nationale, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Reconstruire vite, avant d'augmenter les impôts

Face aux besoins de reconstruction, estimés à 4,8 points de PIB par le gouvernement, la politique budgétaire demeurera expansive en 2012-2013. Les quatre budgets additionnels votés sur l'année fiscale 2011 pour un montant total de 3,9 points de PIB, ainsi que les 0,8 point de PIB alloué à la reconstruction pour l'année fiscale 2012, ont désormais un effet sur la consommation (+1,1 % au premier trimestre 2012) et l'investissement public (+3,6 % et +1,8 % respectivement au premier et au deuxième trimestre 2012). On s'attend à ce que la dynamisme des dépenses publiques perde

sur la période, stimulée par les commandes de construction du secteur public (graphique 2). L'impulsion budgétaire cumulée s'élèverait à 0,9 point en 2012-2013 (tableau 2), apportant un surcroît de croissance cumulé de 0,6 point sur la période. Le solde public resterait stable en 2012, l'amélioration du solde conjoncturel contrebalançant la dégradation du solde structurel liée aux plans de relance et à la hausse de la charge d'intérêts sur la dette publique. Le solde se dégraderait ensuite de 0,4 point de PIB en 2013 pour dépasser 10 % du PIB, la dette publique atteignant 226 % du PIB.

Graphique 2. Nouvelles commandes et mises en chantier de travaux publics



Sources : Datastream, calculs OFCE.

Face à cette situation budgétaire dégradée, le gouvernement et le Parlement ont entériné une réforme de la fiscalité incluant principalement une hausse de 5 points de la TVA (+3 points en avril 2014, +2 points en octobre 2015), avec l'appui des principaux partis d'opposition. Les recettes supplémentaires liées à la réforme s'élèveront à 2,9 points de PIB en année pleine (13,5 trillions de yens) dont 2,75 points proviennent de la hausse de TVA. Le reste provient de la création d'une nouvelle tranche marginale d'impôt sur le revenu à 45 % et d'une hausse des droits de succession. 80 % des recettes seront utilisées pour pérenniser le financement de dépenses actuelles, et 20 % financeront de nouvelles dépenses sociales (famille, dépendance, retraite, réduction des inégalités). La

politique budgétaire deviendrait donc restrictive à partir de 2014. En contrepartie de cette réforme, l'opposition a notamment obtenu la tenue d'élections législatives anticipées, dont la date n'a pas encore été fixée par le Premier ministre, Mr Noda. L'épreuve de force est engagée avec l'opposition qui souhaite une date rapprochée et a, en conséquence, bloqué pour le moment la loi permettant au gouvernement de refinancer le déficit par émission de nouvelles obligations. D'après le gouvernement, si un déblocage n'intervenait pas lors de la prochaine session parlementaire en octobre, il serait alors contraint à un gel des dépenses empêchant la mise en œuvre des plans de reconstruction.

Tableau 2. Décomposition de l'évolution du solde public

En % du PIB

	2012	2013
Solde public	-9,8	-10,3
Variation du solde public (D=A+B+C)	0,0	-0,5
Variation des taux de prélèvements obligatoires (A=A1+A2)	0,1	0,0
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	0,1	0,0
<i>dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A2)</i>	0,0	0,0
Variation due à l'écart entre la progression des dépenses publiques et le PIB potentiel* (B=B1+B2)	-0,8	-0,7
<i>dont dépenses publiques primaires (B1):</i>	-0,5	-0,4
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)</i>	-0,2	-0,3
Variation solde conjoncturel (C)	0,7	0,2
Variation du solde structurel** (E=A+B1)	-0,5	-0,4
Effort structurel*** (F=A1+B1)	-0,4	-0,4
Dette publique	218	226
PIB (en %, en volume)	2,4	1,3

* Nous avons retenu un taux de croissance du PIB potentiel de 0,7% en 2012 et 2013.

** Calculé hors effet des charges d'intérêt.

*** L'effort structurel retrace les seuls effets de maîtrise des dépenses – c'est-à-dire les dépenses publiques hors charges d'intérêt – et les mesures de prélèvements obligatoires décidées par les pouvoirs publics. Un effort structurel négatif correspond à une politique expansive.

Source : Prévision OFCE octobre 2012.

La demande intérieure soutiendra la croissance en 2013

Du côté des ménages, le dynamisme de la consommation tend à s'éroder au deuxième trimestre (+0,1% par rapport au premier trimestre), après quatre trimestres très dynamiques. L'indice de confiance des ménages s'affaïsse lentement (40,2 en août) après un point haut atteint en avril, et les ventes au détail ont diminué de

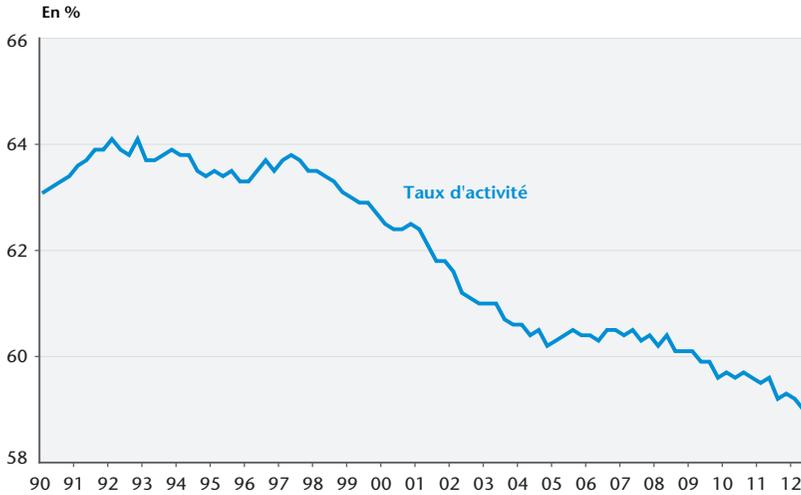
0,7 % en glissement annuel au mois de juillet. La fin de la prime à l'achat de voitures écologiques le 21 septembre devrait aussi peser sur la consommation des ménages au deuxième semestre 2012. En 2013, la consommation des ménages croîtrait à un rythme modéré, de l'ordre de +0,2 % par trimestre. Avec la fermeture du cycle de la productivité, les entreprises augmenteraient le temps de travail des salariés, qui avait fortement diminué pendant la crise, soutenant ainsi le revenu des ménages. Les heures travaillées remonteraient à 148 en moyenne mensuelle en 2013, après 145,6 heures en 2011. La poursuite des baisses lentes mais continues de l'emploi total et du salaire horaire freineraient néanmoins la progression du revenu des ménages. Le revenu disponible net réel augmenterait de 1,4 % en 2012, principalement sous l'effet de la baisse du prix de la consommation (-1,8 % en 2012), effet qui ne jouerait plus en 2013 (baisse de 0,1% du revenu net réel), la variation du prix à la consommation étant attendue nulle cette année-là.

L'indice des prix à la consommation recommencerait à augmenter en 2012 (+0,2 %) et en 2013 (+0,1 %) sous l'effet notamment de la hausse des prix de l'énergie (eau, gaz et électricité). À la suite de la fermeture des centrales nucléaires, les opérateurs d'électricité ont compensé la perte de production principalement par l'utilisation de centrales thermiques dont les coûts de production, liés aux prix du gaz et du pétrole importés, sont plus élevés. TEPCO (Tokyo Electric Power Company) a ainsi obtenu une hausse de 8,5 % de ses tarifs d'électricité pour les ménages, après avoir augmenté ses tarifs sur le marché libéralisé. TEPCO devrait être suivie par d'autres compagnies japonaises, notamment Kyushu Electric et Kansai Electric d'après le journal *Nikkei*, d'autant que le gouvernement a annoncé le 14 septembre sa volonté de sortie définitive du nucléaire à l'horizon 2040.

Sur le front de l'emploi, le chômage poursuivrait sa décreue, la population active baissant plus rapidement que l'emploi : la population active baisse en moyenne de 0,3 % par an depuis un point haut atteint en 1998. Cette baisse s'explique principalement par le vieillissement de la population, qui s'est traduit par une baisse tendancielle du taux d'activité, de 4 points entre 1998 et 2012 (graphique 3). Par ailleurs, les entreprises n'ont toujours pas besoin d'embaucher massivement et préfèrent augmenter le temps de travail, les réserves de main-d'œuvre accumulées depuis 2008

n'étant toujours pas résorbées, excepté dans les zones concernées par la reconstruction où des tensions sur la main-d'œuvre sont apparues.

Graphique 3. Taux d'activité* depuis 1990



* population active rapportée à la population âgée de 15 ans et plus.

Sources : Data Insight, calculs OFCE.

L'investissement des entreprises devrait baisser au troisième trimestre 2012, après un bon deuxième trimestre : le taux d'utilisation des capacités productives a baissé de 4,8 points depuis janvier, les expéditions de biens de capital sont en baisse de 4,7 % en juillet par rapport à l'année passée et les commandes de machines de septembre diminuent de 3,6 % en glissement annuel. L'investissement repartirait en 2013, stimulé par la consommation tant publique que privée, et les besoins de reconstruction, tandis que les profits des entreprises ont recommencé à croître en 2012, à un rythme qui s'accélère (+8,9 % au premier trimestre, +13,6 % au deuxième trimestre). Néanmoins, l'appréciation face au dollar et à l'euro pèse sur la rentabilité des exportateurs. Les incertitudes sur l'évolution du taux de change du yen, ainsi que le ralentissement de la croissance mondiale et plus particulièrement de la Chine en 2012-2013, pèseront aussi sur les perspectives d'investissement des entreprises. En conséquence, le taux d'investissement se maintiendrait à 12,9 % en 2012-2013, soit près de 2 points inférieur à sa valeur atteinte en 2007.

Contribution positive du commerce extérieur

La crise débutée en 2008, les ruptures successives des chaînes d'approvisionnement en 2011 du fait du tsunami puis des inondations en Thaïlande, et l'arrêt des centrales nucléaires ont fortement pesé sur le solde du commerce extérieur japonais. Les exportations ont de fait un potentiel de rebond, puisqu'elles sont encore à un niveau inférieur de 5,6 % à celui atteint au premier trimestre 2008. Le ralentissement de l'économie mondiale ne permettrait cependant pas de retrouver les rythmes de croissance des exportations d'avant-crise, et celles-ci augmenteraient à un rythme moyen de 1 % par trimestre fin 2012, puis 1,5 % en 2013, ce qui permettrait de retrouver le niveau d'avant-crise en fin d'année 2013. Le rythme de croissance des importations devrait ralentir, le pic d'importation d'énergie ayant été atteint cet été pour faire face à la demande d'électricité, et le rythme de croissance du PIB étant plus faible en moyenne à partir du troisième trimestre 2012. Le rythme de croissance semestriel des importations serait ainsi divisé par 2, passant de 3 % sur les trois derniers semestres à environ 1,5 % jusqu'à fin 2013. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative en 2012 (-0,1 point) et apporterait 0,5 point de croissance supplémentaire en 2013. Elle pourrait cependant être moins importante si le contentieux entre le Japon et la Chine à propos des îles Senkaku-Dioayu s'étend et se prolonge dans le temps, avec le risque de fermetures durables d'usines japonaises en Chine, la baisse des échanges commerciaux entre les deux pays et le boycott des produits japonais par les consommateurs chinois.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-2,0	-0,3	1,7	0,1	1,3	0,2	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	4,7	-0,7	2,4	1,3
PIB par tête	-2,0	-0,1	1,6	0,1	1,4	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	4,6	-0,6	2,6	1,4
Consommation des ménages	-1,5	0,6	1,1	0,7	1,2	0,1	-0,2	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	2,6	0,1	2,4	0,1
Consommation publique	0,3	0,6	0,2	0,4	1,1	0,2	0,9	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	2,2	2,0	2,5	1,7
FBCF totale dont	-0,8	0,6	0,6	3,3	-0,5	1,4	-0,2	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,2	0,9	3,6	2,5
Productive privée	-0,1	-0,9	0,3	5,5	-1,6	1,4	-1,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	1,1	1,2	2,8	1,7
Logement	1,7	-3,0	4,8	0,1	-1,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-4,5	5,7	1,5	4,0
Publique	-4,4	7,4	-1,1	-1,0	3,6	1,8	2,0	3,0	1,0	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	-2,8	7,3	3,9
Exportations de biens et services	-0,4	-5,8	7,8	-3,6	3,4	1,2	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	24,5	-0,1	4,5	5,4
Importations de biens et services	1,5	0,0	3,4	1,0	2,2	1,6	0,3	0,4	0,9	0,8	0,8	0,8	11,2	6,3	6,2	3,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,7	-0,7	-0,5	-0,9	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,0	0,6	0,8	1,1	0,9	0,4	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	2,1	0,6	2,6	0,9
Variations de stocks	-0,7	0,0	0,2	-0,4	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,5	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,3	-1,0	0,8	-0,7	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,0	-0,8	-0,1	0,5
Prix à la consommation*	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,2	-0,7	-0,3	0,2	0,1
Taux de chômage, au sens du BIT	4,8	4,7	4,4	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	5,1	4,6	4,4	4,1
Solde courant, en points de PIB	3,0	1,6	2,2	1,4	1,2	1,1	1,3	1,5	1,8	2,1	2,4	2,8	3,7	2,0	1,3	2,2
Solde public, en points de PIB													-8,6	-9,8	-9,8	-10,3
Impulsion budgétaire													0,6	0,5	0,5	0,4
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

* 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 octobre 2012.

ASIE : UNE CROISSANCE PLUS SAGE

Amel Falah

Département analyse et prévision

Dans un contexte international très perturbé et chahuté, face aux difficultés des économies européenne et japonaise, la croissance des pays d'Asie a globalement bien résisté. En 2011, la croissance du PIB des principaux pays de la zone a ralenti mais reste parmi les plus dynamiques au monde, à 7,5 % en 2011 contre 9,6 % en 2010, confirmant ainsi la solidité de l'activité. Malgré quelques signes d'essoufflement (7,9 % en 2012 contre 9,2 % en 2011) la Chine reste la locomotive de la région. En l'absence d'impulsion venant des exportations (du fait du ralentissement de l'économie mondiale), la contribution des échanges extérieurs nets à la croissance est devenue négative dans la plupart des pays en raison de la hausse des importations (Hong Kong, Thaïlande, Malaisie, Inde) et le principal soutien de l'activité est la demande intérieure. Les efforts mis en place lors de la crise de 2008 pour renforcer le rôle de la demande intérieure et réduire l'excédent commercial ont porté leurs fruits avec des effets variant d'un pays à l'autre. Les risques inflationnistes restent toujours une menace du fait de la hausse du prix du pétrole et de l'abondance de liquidités, mais l'inflation est devenue moins préoccupante (sauf en Inde) avec le ralentissement de la croissance. En ce premier semestre 2012, les indicateurs signalent une légère baisse de l'économie asiatique ; la croissance pourrait encore faiblir tout en conservant un rythme soutenu. Nous tablons donc sur une croissance de 6,5 % en 2012 et 6,7 % en 2013.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2010	2011	2012	2013
Corée du Sud	6,8	6,3	3,6	2,8	3,6
Asie Rapide	20,3	8,1	4,2	4,4	4,9
Taiwan	3,9	10,7	4,0	2,0	4,0
Hong Kong	1,5	7,1	5,0	2,1	3,8
Singapour	0,9	14,8	4,9	2,3	4,0
Thaïlande	3,6	7,8	0,1	5,0	4,3
Indonésie	6,0	6,2	6,5	6,1	6,1
Malaisie	1,7	7,2	5,1	4,5	4,9
Philippines	2,6	7,7	3,9	5,2	5,1
Chine	48,5	10,3	9,2	7,9	7,8
Inde	24,4	10,4	7,9	6,5	6,7
Asie hors Chine	51,5	8,9	5,9	5,2	5,6
Total	100,0	9,6	7,5	6,5	6,7

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE, octobre 2012.

Tableau 2. Zone Asie : résumé des prévisions de commerce

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010	2011	2012	2013
Importations	23,4	14,4	3,8	5,4
Exportations	26,9	12,3	3,2	6,2
Demande adressée	18,2	10,8	3,9	4,1

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2012.

D'où viennent les turbulences ?

L'activité *chinoise* a sensiblement ralenti au premier semestre 2012 avec une croissance du PIB de 7,8 % contre 9,2 % en 2011. La production industrielle évolue à des rythmes inférieurs à 10 % depuis le mois d'avril 2012, alors qu'elle était proche de 14 % l'an dernier. Les ventes au détail se sont tassées depuis la mi-2011 malgré le ralentissement des prix. Après la poussée inflationniste de 2011, les prix à la consommation sont revenus autour de 2 %. Cela a permis à la Banque centrale chinoise de baisser à deux reprises les taux d'intérêt et à quatre reprises le taux des réserves obligatoires. Les prix à la production sont en baisse.

Du point de vue du commerce extérieur, la baisse de la demande externe a conduit à un fort ralentissement des exportations, mais

ce mouvement a été accompagné d'un coup d'arrêt des importations, ce qui a permis à la Chine de garder une balance commerciale largement excédentaire (+23 % sur les sept premiers mois de 2012 par rapport à la même période en 2011). La fin du plan de relance et la chute des profits des entreprises ont freiné l'investissement urbain, tandis que le marché immobilier connaît un net ralentissement à la suite de la politique de contrôle du marché menée par Pékin.

Avec respectivement 7,9 % et 7,8 % en 2012 et 2013, la croissance chinoise resterait supérieure à l'objectif des dirigeants chinois qui est de 7 %. Le gouvernement a commencé à assouplir sa politique monétaire et à relancer la demande par des mesures ciblées. L'idée d'un vaste plan de relance comme celui de 2008 a été écartée par les autorités chinoises. Outre la baisse des taux et une plus grande flexibilité donnée aux banques pour fixer les taux d'intérêt appliqués, des mesures ont été prises pour soutenir l'investissement privé (accélération du processus d'approbation des grands projets, possibilités d'investissement privé dans des secteurs monopolisés par l'État et relâchement progressif des mesures d'encadrement du marché immobilier). Pour favoriser la consommation, des subventions ont été distribuées afin de stimuler la consommation d'appareils électroménagers ou de véhicules sobres en énergie.

Par ailleurs, deux réformes fiscales sont en cours en Chine : l'une sur la TVA et l'autre concernant la taxe sur la propriété immobilière. La réforme de la TVA vise à uniformiser les systèmes fiscaux en fusionnant la TVA existante et la taxe sur le chiffre d'affaire. Elle favorisera également le rééquilibrage la croissance envers les services et les secteurs à forte valeur ajoutée. La réforme de la taxe immobilière a pour but d'accroître les recettes des gouvernements locaux tout en luttant contre la spéculation immobilière.

Malgré un léger rebond de son activité au quatrième trimestre 2011 et au premier trimestre 2012, **l'économie indienne** n'a progressé que de 3,8 % au premier semestre 2012, enregistrant son plus faible score depuis 9 ans en raison de la contraction de la production manufacturière (0,3 % en juillet 2012). Les secteurs automobile et immobilier – où les biens sont achetés à crédit – ont enregistré une chute brutale. La faiblesse de la demande externe conjuguée à une longue période de resserrement de la politique

monétaire (13 hausses de taux d'intérêt entre mars 2010 et octobre 2011) dans un contexte de forte inflation (10,4 % en juillet 2012) ont également contribué à ce ralentissement. La consommation des ménages a ralenti fortement (-5,7 % au deuxième trimestre 2012), en particulier dans le commerce de gros et de détail. Les ventes de voitures ont également fortement décéléré ces derniers mois (-5,0 % en août 2012). Face à cette incertitude sur la consommation, les entreprises ont été contraintes de freiner leurs investissements en matière de développement. La dépréciation de la roupie s'est amplifiée, celle-ci a perdu plus de 10 % de sa valeur contre le dollar en août 2012. L'Inde doit également faire face à un déficit budgétaire trop élevé (5,8 % du PIB pour l'exercice fiscal de 2011-2012 contre 5,1 % pour l'année fiscale de 2010-2011).

En 2011 en **Corée du Sud**, l'activité a décéléré en raison du ralentissement du commerce international, toutefois la croissance reste stable au premier et second trimestre 2012 (0,9 % et 0,4 %) mais en deçà de son potentiel. L'économie sud-coréenne a progressé à un rythme plus lent que prévu au deuxième trimestre en raison de faibles investissements dans les biens d'équipement (-2,9 %) et dans la construction, (-7,0 %). La chute de 1,9% des importations au deuxième trimestre 2012, liée au recul des investissements des entreprises, inquiètes de la poursuite de la crise de la zone euro et du ralentissement de la croissance mondiale, a également évité la contraction du PIB coréen. La consommation privée (-0,3 % en deuxième trimestre 2012) bénéficiera de la baisse de l'inflation (2,9 % en moyenne début 2012 contre 5,4 % en 2011) et soutiendra les ventes de détail (+2,4 % en juillet 2012). Les exportations sont restées à un niveau satisfaisant notamment à destination de la Chine, principal partenaire commercial de la Corée au premier semestre 2012 (+3,0 % au premier trimestre et -0,6 % au second). L'excédent courant s'est réduit en 2011 en raison du ralentissement des exportations vers la zone euro et des perturbations sur les chaînes de production à la suite du tsunami au Japon.

Singapour affiche un recul de son économie en 2011, se confirmant en 2012. Le PIB a baissé au second trimestre 2012 de 0,2 % après avoir augmenté de 2,4 % au trimestre précédent. La récession européenne conjuguée au ralentissement américain a affecté les exportations (-1,2 % au second trimestre 2012), le secteur manufacturier étant le plus touché. L'Autorité monétaire de Singapour

(MAS) a resserré la bande de fluctuations de sa monnaie pour lutter contre les risques d'inflation (5,0 % en moyenne sur 2012).

En Indonésie la reprise s'est confirmée en 2011 ; au second trimestre 2012 le pays a enregistré une croissance de 1,6 %. L'investissement a affiché un fort dynamisme (+5,1 % au deuxième trimestre 2012) en raison du taux élevé d'utilisation des capacités de production et du relâchement de la politique monétaire initié au quatrième trimestre 2011.

En Malaisie, l'économie reste dynamique (+5,1 % en 2011), grâce à la consommation des ménages (+3,0 % au deuxième trimestre 2012) qui ont bénéficié de l'amélioration du marché du travail et de la hausse des revenus ruraux grâce aux cours élevés des matières premières agricoles. L'investissement inscrit un record au second trimestre 2012 (+7,5 %) porté par le fort taux d'utilisation des capacités de production et par l'exploration et le développement de champs pétroliers et gaziers.

Après une contraction historique au dernier trimestre 2011 (-10,5 %) en raison des fortes inondations, depuis le début 2012, **la Thaïlande** connaît des signes de redressement de son activité. L'investissement affiche un fort dynamisme (+14 % au premier trimestre et +4,9 % au second) tiré par la reconstruction, le niveau élevé d'utilisation des capacités de production et la croissance du crédit.

L'économie taiwanaise est sortie de la récession grâce à un rebond de la consommation des ménages et de l'investissement au second trimestre 2012, respectivement de +0,3 et +3,7 % dont +10,7 % pour l'investissement productif).

A Hong Kong l'activité s'est contractée au premier trimestre 2012 (-0,4 %) dans le sillage de l'investissement (-0,2 %), ce dernier reste cependant plus soutenu au second trimestre (+1,0) grâce à la poursuite des projets d'infrastructures et le maintien de taux d'intérêt bas. La consommation privée ralentit au second trimestre 2012 (0,9 % contre 1,3 %) mais reste dynamique, portée par la hausse des salaires et par la baisse du chômage (qui atteint 3,2 %).

La croissance aux **Philippines** semble bien partie avec un fort rebond au premier trimestre 2012 (+3,8 %). La consommation est soutenue grâce aux transferts monétaires des expatriés.

2012-2013 : Retour à la tendance

Face au freinage de l'activité mondiale et à la baisse des exportations dans le monde, la croissance en Asie (hors Chine) devra s'orienter vers une progression de sa demande intérieure. Avec l'abondance de liquidités et la hausse des cours des matières premières, l'inflation reste une menace pouvant peser sur la consommation et contraindre la politique monétaire à être restrictive. Dans le même temps, un resserrement de la politique monétaire pourrait provoquer des afflux de capitaux et une appréciation du change qui peuvent peser sur l'activité. Les risques de surchauffe en Inde et les risques d'accumulation de créances douteuses en Chine ont conduit les autorités monétaires à la prudence. Depuis l'été dernier, seules les banques centrales indonésienne, thaïlandaise et philippine, et plus récemment indienne (contre toute attente), ont baissé leurs taux directeurs. Nous prévoyons une croissance légèrement plus soutenue en 2013 de 6,7 % contre 6,5 % en 2012. Le ralentissement récent de certains pays d'Asie s'explique aussi principalement par le retour à la tendance.

AMERIQUE LATINE : UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR

Christine Rifflart

Département analyse et prévision

Avec une croissance à 2,8 % l'an au deuxième trimestre 2012 après 4,2 % en 2011 et 6,2 % en 2010, l'Amérique latine¹ poursuit sa phase de ralentissement économique. Ce ralentissement est modéré et a surtout concerné deux pays, le Brésil et l'Argentine. Jusqu'à présent, l'ensemble de la zone est restée relativement protégée de la crise économique et financière qui sévit dans les économies du Nord depuis 2010-2011, mais les mauvaises perspectives de croissance de l'économie américaine et le ralentissement en Asie devraient peser sur les exportations dans les trimestres à venir. Cette dégradation de l'environnement international viendrait alors renforcer l'impact des politiques économiques dans les pays où elles n'ont pas encore eu prise sur l'activité, afin de freiner les tensions inflationnistes. Par contre dans les pays les plus avancés dans leur cycle, la croissance devrait s'accélérer en 2013. En moyenne, l'activité pourrait progresser de 3,1 % l'année prochaine, après 3 % cette année.

Une croissance en ordre dispersé en 2012 ...

Depuis 2010, le resserrement des politiques monétaires et la mauvaise conjoncture internationale ont eu raison de la surchauffe inflationniste qui s'était installée dans la région : progressivement, la croissance a ralenti en Amérique latine. Au printemps 2011, elle est repassée en dessous de sa croissance potentielle si l'on considère celle-ci comme proche de sa moyenne de long terme de 4,2 %. Progressivement, le niveau d'activité revient donc vers sa

1. Les pays d'Amérique latine que nous suivons sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Equateur, le Mexique, le Pérou, l'Uruguay et le Venezuela.

tendance, ce qui permet d'écarter les risques de dérapages inflationnistes, et d'assurer un atterrissage en douceur des économies.

Mais au-delà de cette vision globale, des différences majeures se dessinent entre pays avec d'un côté le Brésil et l'Argentine qui ont vu la croissance de leur PIB décélérer nettement, passant de 8,8 % sur un an au deuxième trimestre 2010 à 0,5 % au deuxième trimestre 2012 pour le premier pays et de 10,1 % à 1,4 % pour le deuxième entre les mêmes périodes, et d'un autre côté, une majorité de pays où la croissance oscille entre 4 et 6 % l'an. En rythme instantané, c'est-à-dire entre le premier trimestre et le deuxième trimestre 2012, la croissance du PIB s'établit à 0,4 % au Brésil et recule de 0,8 % en Argentine, tandis qu'elle atteint 1,6-1,7 % au Chili, en Colombie et au Pérou. Au Mexique elle n'est que de 0,9 %, mais après un bon début d'année et une production industrielle qui reste bien orientée.

Les exportations ont baissé (Brésil, Argentine) ou ralenti sensiblement dans tous les pays et à l'exception du Venezuela, les balances courantes sont désormais dans le rouge. La demande adressée à la zone ralentit depuis le milieu de l'année 2011 et les indicateurs de compétitivité, mesurés par les taux de change effectifs réels, continuent à se dégrader (sauf au Mexique), malgré les dépréciations des monnaies face au dollar enregistrées depuis l'été 2011 (à l'exception du Chili, Colombie et Pérou où les monnaies sont restées stables). Dès lors, en Colombie, la banque centrale a accru ses interventions sur le marché des changes pour freiner les pressions à l'appréciation de sa monnaie, dopée par d'importantes entrées de capitaux étrangers directs. Au Brésil, où la monnaie s'est la plus dépréciée par rapport au dollar sur l'année écoulée (-23 % sur un an), la compétitivité des entreprises reste très pénalisée par le haut niveau du taux de change : le taux de change effectif réel reste 50 % plus élevé que son niveau d'équilibre du début des années 2000 (sur la base d'une balance courante équilibrée à cette époque). Ceci se traduit par des pertes de parts de marché à l'exportation mais aussi sur le territoire national depuis le début de la crise et encourage la désindustrialisation du pays. Aussi, pour relancer la compétitivité des entreprises, les autorités jouent désormais la carte de la monnaie faible : en plus de la baisse de la demande de *real* brésilien liée à la baisse des entrées d'investissements de portefeuille, la banque centrale a continué ses interventions d'achat de

dollars jusqu'à ce que le taux de change atteigne un niveau jugé suffisamment bas face aux autres devises. Par ailleurs, les mesures de contrôle des changes introduites en 2011 ont été assouplies avec le raccourcissement de 5 à 2 ans de la maturité de certaines opérations financières avec l'étranger soumises à une fiscalité de 6 %.

Si les exportations se sont fortement dégradées au premier semestre au Brésil et en Argentine, la demande intérieure s'est également repliée sous le poids notamment du recul de l'investissement des entreprises (respectivement -3,7 % et -15 % sur un an dans chacun des pays) mais également du ralentissement de la consommation des ménages. Dans la plupart des pays, notamment en Argentine, sous l'effet des politiques monétaires restrictives mises en place en 2010-2011 pour éviter la surchauffe inflationniste, les crédits au secteur privé ralentissent pour converger autour de 20 % l'an. Au Mexique et au Chili, ils continuent de croître autour de 15 %. Seul l'Uruguay enregistre une accélération des crédits.

Combiné au ralentissement du prix du pétrole et des matières premières jusqu'au début de l'été, le ralentissement conjoncturel a eu pour effet de détendre les tensions inflationnistes. La hausse des prix supérieure à 10 % en Bolivie et au Paraguay, et à 7 % au Brésil (pour une cible à 4,5 % +/- 2 points), sans parler du Venezuela proche de 30 % ou de l'Argentine (25 % officieusement), s'est interrompue fin 2011-début 2012. Depuis, l'inflation décélère et est passée sous le seuil de 5 % (5,2 % au Brésil) dans la plupart des pays, soit en dessous de la fourchette haute de la bande cible visée par les autorités monétaires des pays dans lesquels existe un objectif d'inflation. A la différence des autres pays, le Mexique enregistre encore une légère accélération de l'inflation depuis l'année dernière : 4,4 % en juillet 2012 après 3,1 % en septembre 2011.

... qui pourrait converger en 2013

Dans ce contexte, la croissance devrait rester bien orientée tout en étant un peu plus modérée. L'environnement extérieur demeure fragile et peu porteur et dans les pays où la croissance est encore rapide, les ressorts internes de la région devraient s'essouffler sous l'effet du resserrement monétaire mis en place en 2010-2011. A l'exception du Brésil, les taux d'intérêt directs restent élevés et n'ont pas baissé (sauf en Bolivie) car la vigilance demeure quant

aux pressions inflationnistes. Au Brésil, à l'inverse et malgré un taux de chômage resté bas (5,8 % en mai), le taux directeur a perdu 5 points en quelques mois (la dernière baisse datant du 29 août 2012) pour atteindre le niveau historiquement bas de 7,5 %. Simultanément, pour atténuer les pressions sur un secteur bancaire en difficulté et accroître les volumes de prêts par les banques, la banque centrale a abaissé le ratio de réserves obligatoires sur les dépôts à terme de 1 point à 12 %.

De même, toujours au Brésil, pour soutenir la croissance et aider les entreprises à retrouver de la compétitivité, plusieurs mesures ont déjà été adoptées : baisse temporaire des taxes pesant sur les achats d'automobiles et de biens d'équipement ménagers, extension à 25 secteurs d'activité, au lieu de 3 jusqu'alors, de la baisse des cotisations sociales employeurs (gain escompté de 3,5 milliards de dollars pour les entreprises), baisse des taxes sur l'électricité dès le début 2013 (baisse de 0,6 point d'inflation et coût budgétaire pour le gouvernement de 0,2 point de PIB). De plus, dans la perspectives des Jeux Olympiques de 2016, de nouveaux équipements sont prévus (les appels d'offre pour la construction de trois nouveaux aéroports ont été lancés en début d'année). Enfin, en août dernier, la présidente Dilma Rousseff a annoncé un programme d'investissements en infrastructure (touchant surtout les réseaux routier et ferroviaire) de 66 milliards de dollars avec la participation du secteur privé. En Argentine, après une croissance médiocre en 2012, le gouvernement pourrait lui aussi prendre des mesures de soutien à l'activité avant les élections législatives de fin 2013. Les engagements budgétaires, dans une conjoncture de faible croissance et d'endettement du secteur public modéré (au Brésil, la dette brute du secteur public atteint 57,6 % du PIB en juillet 2012), restent facilement soutenables (tableau).

Tableau. Besoin (-)/capacité (+) de financement du secteur public

En % du PIB	2008	2009	2010	2011
Argentine	1,4	- 0,6	0,2	- 1,7
Brésil	- 2,0	- 3,3	- 2,5	- 2,6
Chili	5,2	- 4,5	- 0,4	1,4
Mexique	- 0,1	- 2,3	- 2,8	- 2,5

Source : Consensus Economics.

En 2013, la croissance sera plus rapide dans ces deux pays, sans pour autant être très élevée. Au Brésil, les tensions inflationnistes pourraient réapparaître rapidement car les tensions sur l'offre ne sont pas loin, d'où la préoccupation des autorités d'accroître les infrastructures et d'aider les entreprises à investir. Dans les autres pays, la croissance devrait ralentir mais rester sur des rythmes favorables, du fait principalement de la bonne tenue des demandes intérieures.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010	2011	2012	2013
PIB	6,2	4,2	3,0	3,1
Argentine	9,2	8,9	1,8	2,3
Brésil	7,6	2,7	1,4	2,8
Mexique	5,6	3,9	4,0	2,9
Importations	25,4	12,6	6,3	4,0
Exportations	18,4	13,1	2,0	2,3
Demande adressée	17,8	14,9	1,1	2,1

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

PECO : DANS LE SILLAGE DE LA ZONE EURO

Marion Cochard

Département analyse et prévision

Depuis la mi-2011, les perspectives économiques se sont sensiblement dégradées dans les pays d'Europe centrale et orientale. La reprise engagée en 2010 a été brutalement interrompue par l'emballement de la crise de la dette en zone euro. Sous le coup de la rechute du commerce et de la raréfaction du crédit de la zone, la plupart des pays ont vu leurs moteurs externes et internes se gripper simultanément. Les pressions exercées par les marchés financiers ont par ailleurs conduit l'ensemble des nouveaux États membres à durcir leurs politiques budgétaires. Après une croissance de 4,1 % en 2011, les perspectives à l'horizon 2013 s'annoncent donc beaucoup plus sombres. L'économie russe, quant à elle, bénéficiera encore du haut niveau des prix des matières premières pour entretenir une croissance stable, quoique ralentie par rapport à 2011.

Europe centrale

Après l'amorce de redressement observée en 2010, les pays d'Europe centrale et orientale ont vu leurs économies ralentir à partir de la mi-2011. Au quatrième trimestre 2011, la plupart des pays de la zone ont enregistré une baisse de leur activité, et au total, la zone n'a cru que de 0,1 % au quatrième trimestre 2011 et au premier trimestre 2012, contre 0,8 % en moyenne sur la période de reprise, de la mi-2010 à la mi-2011. Dans tous les pays la production industrielle a repris sa chute dès le second semestre 2011. Le ralentissement du commerce extérieur pèse sur la zone, et tout particulièrement dans les pays les plus ouverts et dépendants du commerce extérieur, comme la République tchèque, la Bulgarie ou la Hongrie. La crise de la zone euro se transmet également aux pays d'Europe de l'Est *via* la restriction du crédit, qui se répercute sur les

filiales des banques occidentales dans la zone. L'assèchement des débouchés extérieurs et du crédit ont mis un frein brutal à la croissance de l'investissement. La FBCF des entreprises, qui demeurait très dégradée par rapport à son niveau d'avant-crise, a à nouveau chuté de 0,5 % au premier trimestre 2012, avec une baisse particulièrement marquée en Hongrie et en République tchèque. La raréfaction du crédit affecte également la consommation des ménages, dont la solvabilité était déjà mise à rude épreuve par la hausse du chômage et la hausse du taux de prêts non-performants dans la plupart des pays. La zone demeure toutefois hétérogène puisque la Pologne, moins ouverte et donc moins exposée au ralentissement de la zone euro, a conservé pour l'instant une dynamique interne plus favorable que ses voisins d'Europe centrale. Les pays baltes, quant à eux, ont vu leur activité s'effondrer de plus de 20 % au cours de la première phase de la crise, et ils connaissent maintenant une reprise dynamique. Les indicateurs de confiance étant désormais tous orientés à la baisse, il y a peu de bonnes nouvelles à attendre du côté de la demande intérieure à l'horizon de la prévision.

À ces mauvaises nouvelles vient s'ajouter la montée en puissance des plans de restrictions budgétaires dans l'ensemble des pays de la zone, alors même que leurs marges de manœuvre en matière de politique monétaire apparaissent extrêmement contraintes. Comme dans la zone euro, la crise économique et financière a en effet fortement dégradé les finances publiques des nouveaux États membres. En moyenne, leurs déficits publics dépassaient ainsi 6 % du PIB en 2010, avant d'être ramenés autour de 3 % en 2011. Cette nette amélioration est toutefois partiellement trompeuse car la Hongrie a connu une amélioration ponctuelle de son solde public (passé de -4,2 à +4,3 points de PIB de 2010 à 2011), due au transfert des fonds de retraite privés vers le budget de l'État. Sans ces transferts exceptionnels, le déficit budgétaire aurait approché les 6 % selon la Commission européenne, portant le déficit moyen des nouveaux pays membres à plus de 4 %. À l'instar de leur voisins de la zone euro, les pays d'Europe centrale ont donc mis en place des plans de restriction budgétaire (hausses de TVA dans tous les pays, baisses des dépenses publiques, hausses d'impôts, ...), qui culmineront en 2012, avant de s'atténuer en 2013 (avec des impulsions

budgétaires de -1,9 et -0,6 points de PIB en 2012 et 2013). Au total, la croissance de la zone s'élèverait à 1 % en 2012 et 1,8 % en 2013.

Russie : le pétrole comme unique moteur

La Russie, quant à elle, continue à bénéficier de la manne pétrolière qui se maintient grâce au prix des matières premières énergétiques, pétrole et gaz (qui représentent environ la moitié des exportations du pays, et 12 % du PIB). Par ailleurs, les tensions générées par la période post-électorale ont conduit à une succession de promesses qui contribueront à tirer la demande intérieure. Si la croissance russe reste dynamique, l'investissement demeure toutefois atone, et la dégradation continue de la compétitivité de l'économie russe, symptôme de la « maladie hollandaise » dont souffre le pays, pèse sur son tissu productif et sur les parts de marché à l'exportation du pays. La croissance russe est donc exclusivement tirée par une consommation extrêmement dynamique qui continue à tirer les importations et dégrade continûment le déficit commercial du pays. À l'horizon de notre prévision, cette croissance entraînée par la rente pétrolière se maintiendra à hauteur de 3,5 % en 2012 et 3,8 % en 2013.

Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

Croissance du PIB	Poids	2009	2010	2011	2012	2013
Nouveaux pays de l'UE	34,4	- 3,3	2,1	3,1	1,0	1,8
<i>Pologne</i>	13,8	2,0	4,3	4,1	2,9	2,5
<i>République tchèque</i>	5,7	- 4,5	2,6	1,7	- 1,2	0,8
<i>Hongrie</i>	4,9	- 6,7	1,2	1,7	- 1,6	0,5
<i>Pays baltes</i>	2,2	- 15,6	1,0	6,2	1,9	2,6
Russie	46,4	- 7,8	4,3	4,3	3,5	3,8
Autres CEI ¹	17,9	- 4,6	6,0	5,9	3,0	3,5
Total	100,0	- 5,7	3,8	4,1	2,5	3,0

1. Communauté des États indépendants.

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

ROYAUME-UNI : L'ENLISEMENT

Catherine Mathieu

Département analyse et prévision

L'économie britannique ne parvient pas à sortir de la crise. Entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009, le PIB avait chuté de près de 6 points. L'activité a ensuite redémarré et le PIB était en hausse de 2,4 % en glissement sur un an au troisième trimestre 2010. Mais l'activité a depuis ralenti, le PIB affichant même un recul de 1 % en volume entre le troisième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2012, revenant ainsi 4 points en dessous de son niveau d'avant-crise. Certes le recul récent est en partie dû à des facteurs exceptionnels (cf. infra), mais la croissance est à l'arrêt. Le marché du travail s'est moins dégradé que lors des crises précédentes. Au premier semestre 2012, l'emploi a d'ailleurs augmenté (+330 000) tandis que le taux de chômage baissait légèrement (de 8,3 % à 8,1 %). L'inflation a fortement ralenti, passant de 5,2 % en septembre 2011 à 2,5 % en août 2012, revenant à l'intérieur de la cible de la politique monétaire. Celle-ci n'a cependant plus guère de moyens pour stimuler davantage la demande et, en l'absence de soutien de la politique budgétaire, l'enlèvement de l'économie britannique dans la crise semble le plus probable.

Indicateurs conjoncturels : une situation dégradée

Le climat conjoncturel s'est dégradé de mars à août 2012. C'est notamment le cas des opinions des industriels sur leurs perspectives de production à court terme et sur leurs carnets de commandes, qui se sont cependant stabilisées en septembre. L'activité dans le bâtiment a connu une chute spectaculaire de près de 9 % au premier semestre 2012, réduisant la croissance du PIB de 0,3 point au premier comme au deuxième trimestre. Cette baisse est plus forte que ne le suggèrent les enquêtes et résulte au premier trimestre pour partie de mauvaises conditions météorologiques.

Mais la chute des commandes du secteur public est aussi un facteur important de la baisse de l'activité dans le bâtiment au cours de ce semestre, ainsi que dans une moindre mesure la fin des programmes d'investissements liés à l'organisation de jeux olympiques à Londres.

Le déplacement du '*Bank holiday*', jour de congés 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, dont l'impact serait 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 aura mécaniquement un impact de 0,5 % au troisième trimestre. L'indice de production industrielle, seule composante du PIB pour laquelle on dispose de données mensuelles, a ainsi augmenté de 3,2 % en juillet sur un mois, après avoir baissé de 2,9 % en juin.

La tenue des jeux olympiques et paralympiques à Londres (respectivement du 27 juillet au 12 août et du 29 août au 9 septembre) est un nouveau facteur exceptionnel qui affectera la croissance au troisième trimestre. Bien qu'il soit très difficile de chiffrer l'impact économique des JO, nous avons retenu, comme la Banque d'Angleterre, un impact de 0,2 point sur le PIB au troisième trimestre, en se basant sur l'exemple des jeux olympiques de Sydney. Au quatrième trimestre, la disparition de cet effet exceptionnel entraînera mécaniquement un impact négatif sur le PIB qui, hors effets exceptionnels, retrouverait une croissance proche de 0.

Politiques monétaire et budgétaire : à chacun son rôle

Depuis l'arrivée au pouvoir de la coalition des conservateurs et des libéraux démocrates en juin 2010, politique monétaire et politique budgétaire poursuivent des objectifs distincts : soutien de l'activité pour la première, consolidation budgétaire pour la seconde.

Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a maintenu le taux directeur inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, en dépit du non respect de la cible d'inflation (2 % dans une

fourchette de ± 1 % pour l'IPCH). L'inflation avait atteint 5,2 % en septembre 2011, sous l'effet de hausses successives de TVA, mais n'était plus que de 2,4 % en juin 2012. Ne pouvant plus guère abaisser le taux directeur, 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 des mesures de politique monétaire, 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^{er} août.

Le constat de départ est une hausse du coût marginal de financement des banques britanniques (défini comme la somme du LIBOR à trois mois et de la moyenne des primes sur les CDS à 5 ans), de l'ordre de 1 point entre août 2011 et juin 2012, répercutée à hauteur de 0,6 point sur les taux moyens des nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises. Dans le cadre du dispositif, la Banque d'Angleterre proposera, pour une période de 18 mois, allant jusqu'en janvier 2014, des prêts à taux quasiment nuls aux banques qui augmenteront leurs encours de crédits. Les banques pourront emprunter jusqu'à 5 % de leur actif courant, auquel s'ajoutera l'augmentation de leurs encours de crédits à l'économie britannique d'ici la fin 2013. Le taux sera de 0,25 % pour les banques qui augmentent leurs encours de crédits, et augmentera de 0,25 point pour chaque baisse d'1 % de l'encours de crédit. L'objectif est d'inciter les banques à prêter davantage aux entreprises et aux ménages britanniques, mais il sera difficile d'en mesurer l'impact. La Banque d'Angleterre attend de cette mesure une baisse du coût du crédit comprise entre 1 et 2 points, mais elle note que le coût du crédit n'est qu'un des facteurs qui déterminent la demande de crédit.

La question de l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux sont déjà proches de zéro se pose clairement au Royaume-Uni. Si la demande privée ne repart pas, le gouvernement relâchera-t-il son effort de réduction des déficits publics ? Le gouvernement présentera un budget révisé le 5 décembre 2012. Ce budget devra prendre acte d'une croissance nettement moins forte que prévu en mars dernier pour 2012 : selon nos prévisions, le PIB baisserait de

0,4 % (0,3 % pour le consensus des économistes en septembre), au lieu d'une hausse de 0,8 % prévue en mars, et n'augmenterait que de 0,4 % en 2013 selon nos prévisions (1 % pour le consensus des économistes en septembre), au lieu de 2 % dans le budget de mars dernier.

Sur la base des mesures figurant dans le budget de mars (encadré), l'effort budgétaire serait de l'ordre de 1,8 point de PIB en 2012 et de 1,3 point de PIB en 2013. Cela conduirait à un déficit de 8 % du PIB cette année, après 8,2 % en 2011, et de 7,7 % l'an prochain, sous nos hypothèses de croissance. En 2012, le déficit au sens de Maastricht sera en fait réduit de 1,8 point de PIB du fait de la nationalisation du fonds de pension de Royal Mail, et serait donc ramené à 6,2 % du PIB. La dette publique, de 85 % du PIB en 2011 approcherait 100 % du PIB en 2013.

Le gouvernement britannique a mis en place un programme de restriction budgétaire massif pour ramener le déficit public près de l'équilibre en 2017 et faire baisser la dette publique. Le prochain budget devra vraisemblablement reporter l'échéance, sauf à envisager un scénario macroéconomique plus favorable ou un durcissement plus important de la politique budgétaire à moyen terme, ce qui semble peu probable au moment où nous achevons cette prévision. Mais, alors que la réduction des déficits et de la dette publics est présentée par le gouvernement comme indispensable pour s'assurer une crédibilité vis-à-vis des marchés financiers, on pourra noter que, malgré un déficit et une dette publics semblables à ce que l'on peut observer dans la zone euro, aucun signe de tension n'est apparu sur les taux d'intérêt publics britanniques. Les taux obligataires publics à 10 ans étaient proches de 1,6 % à la mi-septembre 2012, quasiment identiques aux taux de l'Allemagne et des États-Unis.

Encadré. Rappel des principales mesures du budget de mars 2012

Le budget présenté en mars 2012 maintient le cap de l'austérité budgétaire à moyen terme, tout en relâchant quelque peu la pression sur les dépenses publiques à court terme. Ainsi, la consommation publique augmenterait de 0,5 % en volume en 2012 (au lieu d'une baisse annoncée de 1,2 % dans le budget de 2011) et baisserait de 1,1 % en 2013. L'investissement public baisserait de 5,3 % en volume cette année (au lieu d'une baisse annoncée de près de 10 % dans le budget de mars 2011) et de 3,5 % l'an prochain. Du côté des recettes, le budget annonce deux mesures symboliques. La première est l'abaissement du taux marginal d'imposition sur les revenus le plus élevé de 50 % à 45 % en avril 2013 (moindres recettes attendues : 50 millions de livres sterling en 2013-2014¹ (100 millions en année pleine soit 0,006 point de PIB). La mesure, d'un impact budgétaire très faible, est hautement symbolique. Elle rompt avec la ligne qu'avait développée jusqu'ici le chancelier de l'Echiquier, d'une rigueur mettant à contribution toutes les classes de revenus. Cette baisse du taux marginal supérieur de l'IR est supposée être compensée en termes de recettes par la mise en place à partir du 22 mars 2012 d'une taxe de 7 % sur l'achat de propriétés résidentielles d'une valeur de plus de 2 millions de livres (150 millions de recettes attendues en 2012-13). La deuxième annonce est celle de l'accélération de la baisse du taux de l'impôt sur les sociétés (IS), de 26 % à 24 % dès cette année (au lieu de 25 % précédemment annoncés), soit de moindres recettes de 405 millions de livres en 2012-2013 et 700 millions en 2013-14. La baisse du taux de l'IS est une mesure 'phare' du gouvernement qui veut marquer son ambition de faire du Royaume-Uni le pays ayant le système d'imposition des entreprises le plus compétitif du G20. Le taux de l'IS doit être abaissé, en principe d'un point chaque année, jusqu'au niveau de 20 %. En 2013, le relèvement du seuil d'imposition à l'impôt sur le revenu se traduira par 3,3 milliards de recettes en moins. Les recettes seront par ailleurs augmentées par de multiples mesures, dont une hausse de l'impôt bancaire (420 millions en 2013-2014), le gel de certaines prestations pour les personnes âgées (360 millions). Au total, les nouvelles mesures du budget 2012 se traduisent par un déficit supplémentaire cumulé de 3 milliards de livres en 2012-2013 et 2013-2014, soit 0,1 point de PIB par an.

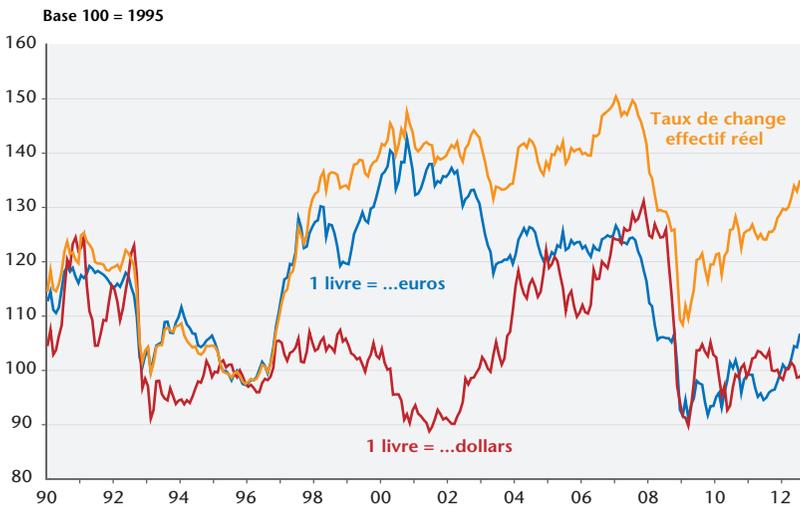
1. L'exercice budgétaire court d'avril à mars au Royaume-Uni.

Perspectives pour 2012-2013 : la croissance en panne

La stratégie de rétablissement des comptes publics mise en place par le gouvernement depuis 2010 repose sur une reprise tirée par les exportations et l'investissement privé. Cette stratégie devient de plus en plus fragile.

Tout d'abord, les exportateurs britanniques ont plus de la moitié de leurs marchés extérieurs dans la zone euro. Avec l'enfoncement de la zone dans la crise, les exportations britanniques vers la zone ne progressent plus alors qu'elles continuent d'augmenter vers le reste du monde. De plus, la livre s'est appréciée depuis la fin 2008 par rapport à l'euro (d'environ 15 %) et au dollar (12 %). Le taux de change effectif réel (mesuré en termes de coûts unitaires relatifs) a regagné environ la moitié de la baisse amorcée en 2007 (graphique). Les perspectives de gains de parts de marché à l'exportation grâce à une amélioration de la compétitivité-prix sont désormais faibles et nous avons inscrit une stabilisation des parts de marché à l'horizon de la fin 2013.

Graphique 1. Taux de change de la livre sterling



Sources : FMI, Presse financière.

L'investissement des entreprises bénéficie certes de taux d'intérêt faibles et de baisses des taux d'imposition des sociétés. Mais les perspectives de demande, extérieure comme intérieure, ne sont guère porteuses. Un facteur soutiendra le pouvoir d'achat des

ménages d'ici la fin 2013 : le ralentissement de l'inflation. Sous l'hypothèse du maintien d'une hausse des salaires nominaux voisine de 2 %, la consommation des ménages en volume progresserait faiblement, ce qui permettrait un maintien du taux d'épargne à près de 7 %. Les ménages britanniques avaient un ratio d'endettement particulièrement élevé au début de 2008, représentant 166 % de leurs revenus annuels, au lieu de 100 % avant le début des années 2000. Ils ont depuis le début de la crise commencé à se désendetter, mais le processus est encore loin d'être achevé : l'endettement représentait encore 145 % du revenu annuel au début de 2012.

Le marché du travail britannique a connu une dégradation nettement moindre dans cette crise que lors des crises précédentes. Les entreprises ont utilisé la flexibilité du marché du travail en réduisant le temps de travail des salariés en place et en augmentant les emplois à temps partiel. Elles ont davantage gardé leur main-d'œuvre que lors des récessions précédentes et réduit les hausses de salaires. La déconnexion entre l'évolution de l'emploi et le PIB s'est encore accrue depuis la fin 2011 où plus de 300 000 emplois ont été créés dans l'ensemble de l'économie, alors que les effectifs baissaient d'environ 100 000 dans le secteur public (hors effets de la reclassification dans le secteur privé de 200 000 enseignants en avril 2012). Ce 'puzzle de la productivité' suscite de nombreuses interrogations. Certains y voient la possibilité d'une sous-estimation de la croissance du PIB britannique. Cela semble peu probable selon l'ONS.

Selon notre scénario, le PIB britannique baisserait de 0,4 % en 2012 et ne croîtrait que de 0,4 % en 2013. Si les politiques budgétaires ne changent pas de cap au Royaume-Uni, et se renforcent ailleurs dans la zone euro et aux États-Unis, comme nous l'avons inscrit dans notre prévision, alors la sortie de crise ne sera pas pour 2013.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,1	0,5	-0,4	-0,3	-0,4	0,6	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,8	0,9	-0,4	0,3
PIB par tête	0,3	-0,1	0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	1,2	0,2	-1,0	-0,3
Consommation des ménages ¹	-1,1	-0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,2	0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,3	-0,9	0,4	0,3
Consommation publique	0,2	0,3	0,1	0,3	3,1	-1,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	0,4	0,2	2,0	-1,5
FBCF totale ² dont	-1,1	0,1	0,6	-0,7	3,2	-2,8	2,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	3,6	-1,5	2,1	0,9
Productive privée	-0,7	4,7	2,4	2,5	-2,6	0,7	2,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	4,5	3,2	2,2
Logement	5,9	-6,1	-0,6	-4,3	18,8	-9,0	2,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	13,8	0,3	6,2	-0,1
Publique	-11,2	-5,3	-3,1	-6,1	-1,3	-0,1	6,0	-2,0	-1,3	-1,2	-0,8	0,0	3,8	-20,4	-6,5	-1,3
Exportations de biens et services	1,6	-2,3	0,0	3,0	-1,6	-1,1	1,3	0,5	0,7	0,7	0,6	0,7	6,4	4,5	0,0	2,5
Importations de biens et services	-2,5	-0,5	0,3	1,6	-0,1	1,4	1,0	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	8,0	0,5	2,8	2,1
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	0,5	1,0	0,2	-1,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	-0,1	0,2
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-1,0	-0,1	0,1	0,1	1,4	-0,9	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	-0,9	1,0	-0,1
Variations de stocks	0,0	0,6	0,5	-0,8	-1,2	1,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,3	-0,5	0,3
Commerce extérieur	1,3	-0,5	-0,1	0,4	-0,5	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	1,2	-0,9	0,1
Prix à la consommation ³	4,2	4,4	4,7	4,7	3,5	2,8	2,6	2,0	2,0	1,6	1,6	1,5	2,3	2,3	3,6	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,9	8,3	8,4	8,2	8,0	8,1	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3	7,9	8,1	8,1	8,2
Solde courant, en points de PIB	-1,3		-2,5		-3,3		-2,7		-2,9		-3,1		-2,5	-1,9	-3,0	-2,9
Solde public ⁴, en points de PIB													-10,0	-8,2	-6,2	-7,7
Impulsion budgétaire													-2,5	-2,7	-1,8	-1,3
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

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, Q2 2012, 27 septembre 2012), prévision OFCE automne 2012.

ALLEMAGNE : UNE RÉCESSION ÉVITÉE DE JUSTESSE

Sabine Le Bayon

Département analyse et prévision

L'Allemagne est à nouveau rattrapée par la récession de ses partenaires européens. Sa situation économique interne lui permettrait de conserver une croissance positive (+0,8% en 2012 puis +0,6 % en 2013), mais la baisse du taux de chômage serait stoppée et l'investissement productif se contracterait à la suite du recul des commandes, imputable aux restrictions budgétaires menées dans la plupart des grands pays développés, et principalement en Europe. L'impulsion budgétaire nationale serait en revanche faiblement négative, grâce à une situation budgétaire favorable, avec un déficit public de l'ordre de 0,6 % du PIB en 2012. Au final, le ralentissement de la croissance va mécaniquement augmenter le chômage partiel et limiter le rattrapage des salaires initié en 2011 et le timide mouvement de reprise de la consommation privée qui s'était enclenché.

Le commerce hors zone euro a tiré la croissance

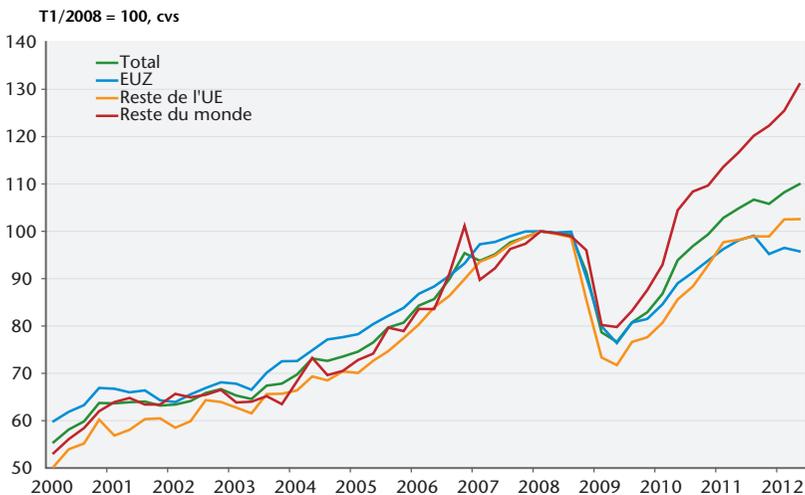
Le premier semestre 2012 a été mitigé : la croissance a été positive (0,5 % au premier trimestre puis 0,3 % au suivant), soutenue en partie par la consommation privée et surtout par les exportations, mais l'investissement productif a reculé. La consommation a bénéficié d'un salaire réel par tête assez dynamique (hausse de 0,5 % puis de 0,9 %) ¹ dans un contexte désinflationniste et d'une légère baisse du taux d'épargne, ce qui a plus que compensé la baisse des revenus du patrimoine. L'emploi a continué de progresser (0,3% en moyenne par trimestre) et le taux de chômage

1. La productivité par tête s'est au contraire quasiment stabilisée (0,1 % puis 0,2 %), se traduisant par une hausse des coûts salariaux unitaires réels.

s'est réduit à 6,8 % en août 2012 selon l'Agence pour l'emploi, dans un contexte où le taux d'activité continuait de progresser. Les créations d'emplois ont concerné tant l'industrie que le bâtiment ou les services (essentiellement marchands). Mais la situation dans l'industrie reste précaire : non seulement l'emploi et la production restent bien inférieurs à leur niveau d'avant-crise, mais la production baisse depuis fin 2011, ce qui présage d'un retournement de l'emploi dans ce secteur. Concernant les services marchands, l'emploi et la production sont nettement supérieurs au niveau d'avant-crise et continuent de progresser. Mais la hausse de l'emploi a été telle que la productivité n'a que peu récupéré la perte due à la crise, et le taux de marge, bien que toujours élevé, est en baisse constante.

Les exportations en valeur vers la zone euro se sont quasiment stabilisées après leur chute de fin 2011. Néanmoins, elles ont continué de chuter fortement vers l'Espagne, le Portugal et l'Irlande. Le dynamisme des exportations est donc principalement dû à la forte croissance vers les pays hors Union européenne (graphique). Au final, les exportations totales en volume ont tout de même progressé de 1,2 % au premier trimestre 2012 puis de 2,5 % au suivant.

Graphique. Exportations allemandes en valeur



Source : Destatis.

La restriction européenne va enrayer la croissance allemande

Les perspectives pour la fin de l'année 2012 sont mal orientées. Tout d'abord, l'indice IFO du climat des affaires baisse depuis mai 2012 et le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est repassé sous sa moyenne de long terme. Ensuite, le recul des commandes dans le secteur manufacturier (de 5,5 % au deuxième trimestre 2012 sur un an) concerne tant celles en provenance d'entreprises nationales (-7,1 %) que celles de la zone euro (-12,7 %). Seules les commandes hors zone euro résistent (+1,8 %).

Ceci va se traduire par la poursuite du recul de l'investissement productif fin 2012 et sa stabilisation en 2013 ainsi que par le ralentissement important des exportations. Selon nos calculs, l'impact de la restriction budgétaire menée dans les grands pays développés sur le PIB allemand atteindrait 1,7 point en 2012 comme en 2013. Le ralentissement de la croissance va essentiellement se répercuter sur le marché du travail *via* la réduction de l'interim et des contrats à durée déterminée et la reprise du chômage partiel. Plusieurs grandes entreprises industrielles ont annoncé récemment avoir recours à ce mécanisme qui permet de bénéficier d'une aide de l'État durant six mois et une montée en puissance pourrait intervenir dans les prochains mois², ce qui pèserait sur le pouvoir d'achat des salariés. Ces derniers vont toutefois bénéficier des accords négociés en 2011 (3 % de hausses de salaires selon l'institut WSI) et début 2012 (avec des augmentations comprises entre 2,3 % et 4,5 % selon les secteurs). Les primes seraient en revanche moindres que précédemment³. Nous inscrivons en prévision des hausses effectives de salaires horaires effectifs de 2,7 % en 2012 puis 2,6 % en 2013. Conjointement avec la poursuite de la désinflation (1,3 % en 2013, après 2 % en 2012), ceci contrecarrerait l'impact de la baisse des heures travaillées et constituerait un timide soutien à la consommation des ménages.

L'impulsion budgétaire ne serait que faiblement négative en 2012 et 2013, du fait des marges de manœuvre permises par la bonne tenue des recettes fiscales et des cotisations sociales en 2011

2. Début 2012, le nombre de chômeurs partiels était encore faible (229 000) au regard du pic de 1,4 millions en 2009, lié à l'extension du mécanisme au plus fort de la crise.

3. Les négociations salariales portent tant sur l'évolution pérenne des salaires que sur des primes forfaitaires collectives, indépendamment des résultats de l'entreprise.

et au début 2012. L'Allemagne a en effet affiché un excédent public au premier semestre 2012 pour la première fois depuis le début de la crise. Le gouvernement a d'ailleurs revu à la baisse son objectif de déficit pour 2012 à -0,5 % du PIB en juillet dernier, malgré le versement de 8,7 milliards d'euros pour les deux premières tranches de sa contribution au capital du Mécanisme européen de stabilité (MES). Après la baisse de 2011 (à 81,2 % du PIB), la dette publique augmenterait en 2012, du fait de la prise en charge par la structure publique de défaisance EAA (Erste Abwicklungsanstalt) d'une partie des actifs de la banque régionale West LB au 30 juin 2012, après son démantèlement.

Malgré une croissance inférieure à la croissance potentielle en 2013 (respectivement 0,6 % et 1,3 %), le solde public resterait contenu en 2013 à - 0,7 % du PIB selon nos prévisions. Il bénéficierait notamment de la diminution des charges d'intérêt (de 0,2 point) à la suite de la forte baisse des taux publics allemands entamée mi-2011 et qui s'est accentuée en 2012 (avec un taux moyen de 1,6 % pour les taux à 10 ans sur les huit premiers mois de l'année, contre 2,8 % en moyenne en 2010).

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,2	0,5	0,4	-0,1	0,5	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	4,0	3,1	0,8	0,6
PIB par tête	1,2	0,4	0,4	-0,2	0,5	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	4,2	3,1	0,8	0,7
Consommation des ménages	0,7	-0,5	1,3	-0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	1,7	0,8	0,7
Consommation publique	0,1	0,6	0,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	1,0	1,0	0,4
FBCF totale dont	4,0	0,3	0,5	0,8	-0,9	-1,0	-0,2	0,0	0,3	0,5	0,5	0,5	5,8	6,4	-0,9	0,7
Productive privée	0,9	1,2	1,8	0,1	-1,1	-1,6	-0,9	-0,6	0,1	0,6	0,6	0,6	9,5	7,2	-1,7	-0,3
Logement	7,3	0,4	-0,1	1,0	1,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	4,4	6,5	2,6	1,0
Publique	1,3	-4,6	-1,2	2,2	-10,9	-1,2	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	-0,9	-1,5	-10,9	5,0
Exportations de biens et services	2,7	0,5	2,1	-0,5	1,2	2,5	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	13,4	7,9	4,2	2,7
Importations de biens et services	2,3	2,2	1,7	-0,4	-0,2	2,1	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	10,9	7,5	3,0	3,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	1,5	0,7	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,7	0,2	0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	1,2	-0,1	0,8	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	2,3	0,5	0,6
Variations de stocks	-0,3	1,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,2	-0,5	0,0
Commerce extérieur	0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,6	0,8	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	2,2	2,5	2,6	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6	1,2	1,3	1,4	1,4	1,2	2,5	2,0	1,3
Taux de chômage, au sens du BIT	6,1	5,9	5,6	5,5	5,3	5,2	5,3	5,3	5,3	5,4	5,5	5,5	6,8	5,8	5,3	5,5
Solde courant, en points de PIB													6,0	5,7	6,0	5,4
Solde public, en points de PIB													-4,3	-1,0	-0,6	-0,7
Impulsion budgétaire													1,5	-1,4	-0,5	-0,1
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2012.

ITALIE : L'AUSTÉRITÉ À TOUT PRIX

Céline Antonin

Département analyse et prévision

Après quatre trimestres consécutifs de récession, on peut affirmer que l'Italie a replongé dans la crise. Au deuxième trimestre, elle enregistre une baisse de son PIB de 2,6 % en glissement annuel. La contribution positive du commerce extérieur avait, en 2011, permis de compenser la baisse de la demande intérieure et du déstockage. Depuis le dernier trimestre de 2011, en revanche, la chute des importations (-8 % au deuxième trimestre en glissement) n'a pas permis de compenser la chute de l'investissement (-9,3 %) et de la consommation privée (-3,5 %), alors que l'on observe une remontée de l'épargne de précaution et une purge de l'appareil productif avec une augmentation du nombre de faillites.

La situation, essentiellement imputable au redressement budgétaire en cours, n'est pas prête de changer. En effet, Mario Monti entend garder le cap de la rigueur, qui doit permettre au pays de passer en dessous du seuil de 3 % de déficit budgétaire en 2012. Ce redressement va être rendu plus difficile fin 2012 et en 2013, avec des perspectives de demande extérieure dégradée dans une zone euro presque entièrement astreinte à la rigueur. La rigueur budgétaire ne devrait pas permettre au pays de retrouver la croissance dans les mois qui viennent, rendant d'autant plus difficile la résorption du déficit. Malgré des impulsions fortement négatives (-3,2 points en 2012 et -2,1 points en 2013), le déficit public ne se réduirait que de 1,5 point en deux ans, pour atteindre 2,3 % en 2013. Seule la politique monétaire sera susceptible de redonner de l'espoir au pays ; ainsi, la décision de la Banque centrale européenne de lancer le programme OMT en rachetant, sous condition, la dette italienne, devrait entraîner une baisse des taux obligataires durable, qui allègerait la charge d'intérêt de la dette publique, et permettrait au pays de revoir à la baisse son programme d'austérité.

Dans le cas contraire, l'Italie devrait connaître encore deux années de récession.

Du côté des ménages, la consommation privée a reculé de 3 % au premier semestre 2012, sous l'effet conjugué d'une remontée de l'épargne de précaution, d'une forte baisse du revenu disponible brut et d'un durcissement des conditions de crédit. La baisse annuelle du revenu disponible brut réel, qui dure depuis 2007 (graphique 1), a connu une accentuation au premier trimestre 2012, et s'explique par plusieurs facteurs : d'abord la forte remontée du taux de chômage (passé de 8,2 % à 10,7 % entre le deuxième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2012) conjuguée au gel du traitement des fonctionnaires jusqu'en 2013; ensuite les pertes de richesse sur les actifs financiers (principalement investis en titres souverains et dans la Bourse italienne¹), enfin l'alourdissement des impôts et des cotisations liés aux mesures de résorption du déficit budgétaire. Ainsi, la réintroduction de la taxe foncière (IMU) en 2012, la hausse des tarifs de l'électricité, du gaz et du carburant vont augmenter les dépenses liées au logement. L'inflation est toujours en hausse (3,6 % au deuxième trimestre 2012 en glissement annuel), avec une forte progression des prix des transports et des prix liés au logement au premier semestre 2012.

Quant aux valeurs mobilières, en juillet 2012, l'indice MIB de la Bourse de Milan a presque retrouvé son point bas de mars 2009 : il ne vaut plus que 60 % de sa valeur de 2007.

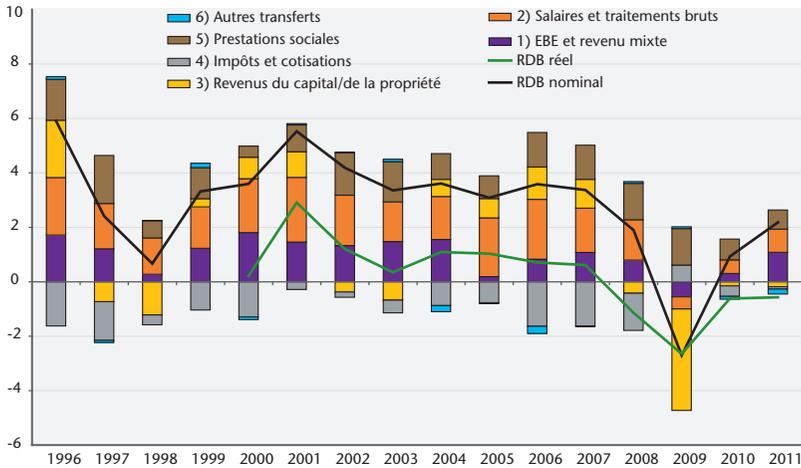
Jusqu'à la fin 2011, le taux d'épargne avait joué le rôle d'amortisseur, en passant de 16,5 % du RDB en 2004 à 12 % en 2011, et permis de soutenir la consommation des ménages. Or, au dernier trimestre 2011, le taux d'épargne a progressé et s'est maintenu depuis au niveau de 12,3 % du RDB, ce qui a entraîné une chute de la consommation.

La baisse du taux d'épargne dans les prochains trimestres semble inéluctable, d'après l'enquête de la Commission européenne, qui montre une dégradation des possibilités d'épargne dans les 12 mois à venir. Cela étant, le fléchissement du taux d'épargne, que nous estimons à 11,3 % du RDB fin 2013, ne

1. En 2011, les titres (actions et obligations) représentaient 47 % de l'actif financier des ménages et ISBLSM : 27 % pour les actions et autres participations (OPCVM), et 20 % par les titres autres que les actions (court-terme et long-terme).

compensera pas la baisse du revenu des ménages. La hausse du chômage, qui atteindrait 11,7 % fin 2013, pèsera également à la baisse sur le RDB. En outre, la hausse de la TVA de 2 points, initialement prévue pour octobre 2012, a été reportée en juillet 2013.

Graphique 1. Contribution à la croissance du revenu disponible brut nominal



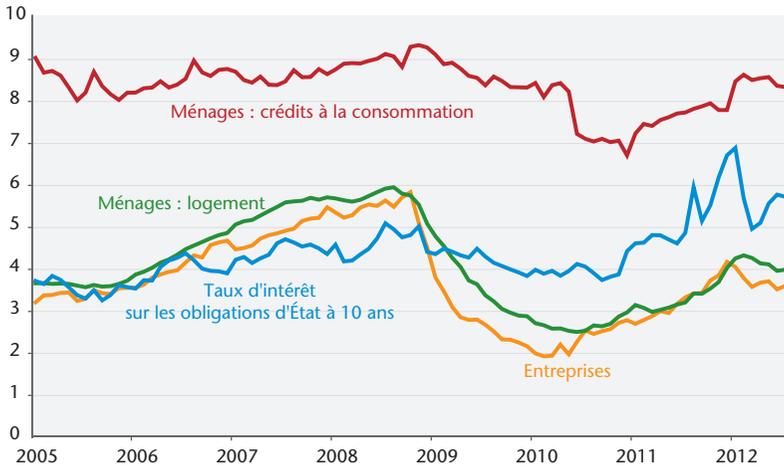
Sources : Istat, calculs OFCE.

Les conditions de crédit demeurent dégradées : au premier semestre 2012, la croissance du crédit bancaire poursuit son ralentissement pour les ménages (+0,1 % en juillet 2012 en glissement annuel); la situation est plus dégradée pour les entreprises qui subissent une contraction du crédit (-2,1 %). À cela s'ajoute la progression des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits depuis fin 2011- début 2012 (graphique 2), qui demeurent à des niveaux élevés, reflétant la situation tendue sur le marché obligataire. Seul point positif, à moyen terme, nous faisons l'hypothèse d'une détente des taux obligataires italiens sur toutes les maturités, en lien avec la décision de la BCE de lancer le programme OMT.

Sur le front de l'emploi, la forte croissance de la population active depuis la mi-2011 liée à la réforme des retraites (+ 3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2012), combinée à un marché de l'emploi atone, a contribué à la forte progression du chômage, avec 700 000 chômeurs de plus en l'espace d'un an. Le chômage touche particulièrement les jeunes : alors qu'il progressait de 8 % à 10,6 % entre le deuxième trimestre 2011 et le deuxième trimestre

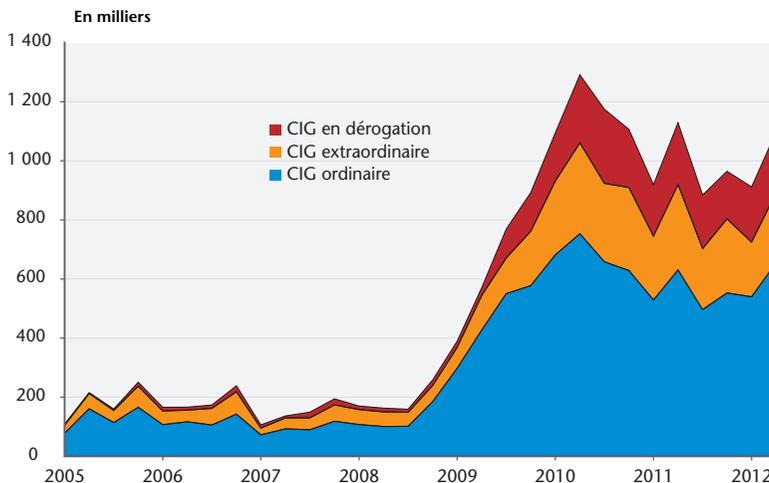
2012 pour l'ensemble de la population active, il passait de 19,2 % à 24,5 % chez les 15-29 ans. La montée du chômage est malgré tout atténuée par la progression du nombre de salariés indemnisés au titre du chômage partiel (*Cassa Integrazione Guadagni*) qui permet aux salariés de réduire temporairement leur activité, et de bénéficier en retour d'une indemnisation (graphique 3).

Graphique 2. Évolution des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits pour les ménages et les entreprises



Sources : Banca d'Italia, Supplements to the Statistical Bulletin, Monetary and Financial Indicators, 7 septembre 2012, Datastream.

Graphique 3. Nombre d'emplois (en équivalent temps plein) indemnisés par la CIG



Sources : Cassa Integrazione Guadagni, Istat, calculs de l'auteur.

Nous anticipons une poursuite de la croissance de la population active au deuxième semestre 2012 et en 2013, en raison de la hausse du taux d'emploi liée à la réforme des retraites et au retour sur le marché du travail d'inactifs dont le revenu disponible est érodé. En conséquence, le taux de chômage continuerait sa progression pour atteindre 11,7 % fin 2013.

Du côté des entreprises, l'Italie est toujours en train de purger son excès de capacités dans les secteurs peu compétitifs, comme l'indique la hausse du nombre de faillites. Ainsi, au premier semestre 2012, 6 321 entreprises en Italie ont enclenché les procédures de mise en faillite (3 212 au premier trimestre et 3 109 au deuxième²). Cela porte à 39 159 le nombre d'entreprises déclarées en faillite depuis le 1^{er} janvier 2009. Le phénomène touche particulièrement les entreprises dans les secteurs du bâtiment (1 345 cas de faillite au premier semestre 2012), le commerce de gros (872 cas) et les services commerciaux (399 cas). Néanmoins, la démographie des entreprises reste positive : il y a davantage d'entreprises créées que d'entreprises détruites au deuxième trimestre 2012 (le solde s'établit à 31 500 entreprises, en hausse trimestrielle de 0,52 %)³.

La baisse de l'emploi total n'a pas permis à la productivité d'augmenter en raison de la baisse plus forte de la valeur ajoutée (-4 % dans l'industrie au premier trimestre 2012 en glissement annuel). Le taux de profit des entreprises italiennes a atteint un point bas au premier trimestre 2012, et le taux d'investissement est revenu à son niveau de 2009. L'indice de production industrielle a poursuivi sa décrue, alors que le taux d'utilisation des capacités stagne depuis fin 2011 autour de 70 %. Le secteur de la construction est le principal touché : l'indice de production dans ce secteur est retombé au niveau de 1999. En outre, le taux de marge des entreprises s'est dégradé tous secteurs confondus.

Dans notre prévision, nous anticipons une dégradation de la productivité et la poursuite de la baisse du taux d'investissement

2. D'après l'étude de Cribis Dun et Bradstreet.

3. Notons que les faillites ou les créations d'entreprises ne sont pas pondérées du nombre d'emplois ou de la valeur ajoutée des entreprises. Or, les entreprises en faillite comptent généralement plus d'emplois que les entreprises en création, il n'est donc pas étonnant que la démographie positive des entreprises aille de pair avec une destruction d'emplois.

productif, contraint par des marges très comprimées, par la faiblesse de la demande interne et une demande externe qui s'essouffle. En conséquence, l'ajustement se poursuivrait, et la FBCF baisserait fortement en 2012 et en 2013, de 9 % et 4,6 % respectivement.

La contribution du commerce extérieur reste la seule composante positive de la (dé)croissance. Ce dynamisme provient davantage d'un effondrement des importations depuis le début 2011, en raison de l'effondrement de la demande interne, que du dynamisme des exportations, qui ont néanmoins progressé au deuxième trimestre 2012. Fin 2012 et en 2013, les importations continueraient à décroître, les exportations nettes atténuant quelque peu la récession. Ce sont essentiellement les pays émergents qui contribueront à la croissance (14 % des exportations italiennes), les pays de la zone euro (56 % des exportations italiennes) étant également frappés par le ralentissement de la demande interne, et soumis à l'ajustement budgétaire.

L'ajustement budgétaire en cours accentue la morosité de la situation italienne. Avec une dette de 1 905 milliards d'euros en 2011 (120 % du PIB), le pays doit acquitter un montant élevé d'intérêts (5,3 % du PIB prévus en 2012), ce qui rend difficile la résorption du déficit même en présence d'un excédent structurel primaire.

Après les trois plans d'austérité de juillet, août et décembre 2011, visant à économiser 145 milliards d'euros sur 4 ans, la loi du 4 août 2012 (DL 52/2012), surnommée *Spending review*, vise à compenser la dégradation de la perspective de croissance en renforçant l'austérité avec 26 milliards d'euros d'économies supplémentaires sur 2012-2014, transitant exclusivement par la baisse des dépenses publiques (tableau).

Une partie des mesures du plan de décembre 2011 a d'ores et déjà été mise en place. Ainsi, l'introduction de l'impôt municipal unique, versé en trois tranches (juin, septembre et décembre) a été effective et devrait rapporter 10 milliards d'euros dès 2012. En outre, l'augmentation des droits d'accises (gaz, essence, huiles minérales) a également eu lieu et devrait rapporter 7 milliards d'euros chaque année de 2012 à 2014. En revanche, le gouvernement a fait marche arrière sur l'augmentation de la TVA de 2 points (de 21 % à 23 %), qui devait intervenir en octobre 2012. Du côté

des dépenses, la loi de 2011 (DL 214/2011) poursuit la réforme des retraites (encadré), et rapporterait 7,3 milliards d'euros d'ici 2014.

Tableau. 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	Total
2011	Recettes	1,9	0,7	0	0	0	2,6
	Dépenses	-0,2	0	0	0	0	-0,2
	Total	2,1	0,7	0	0	0	2,8
2012	Recettes	6,6	14,1	0,2	19,4	0	40,3
	Dépenses	1	-8,6	-0,2	-0,9	-4,5	-13,2
	Total	5,6	22,7	0,4	20,3	4,5	53,5
2013	Recettes	13,3	22,1	-0,2	17	0	52,2
	Dépenses	-11,1	-7,7	-0,4	-4,4	-10,5	-34,1
	Total	24,4	29,8	0,2	21,4	10,5	86,3
2014	Recettes	28,3	10,5	0	14,9	0	53,7
	Dépenses	-19,7	-1,3	-0,1	-6,5	-11	-38,6
	Total	48	11,8	0,1	21,4	11	92,3
2011-2014 Total		80,1	65	0,7	63,1	26	234,9

Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2012, *Economic and Financial Document*, avril 2012 ; calculs OFCE.

Encadré. Mesures-phares de la réforme des retraites de 2011

La loi de 2011 (DL 214/2011) poursuit le processus engagé par la réforme Dini de 1995 (DL 335/1995).

Il existe en Italie deux façons de liquider une retraite :

- avoir atteint l'âge légal minimum de départ et avoir *au moins* 20 ans de cotisations ;
- ou bénéficier d'une retraite anticipée, à condition de remplir un certain nombre de critères.

La réforme de 2011 durcit les conditions, à la fois pour la retraite à l'âge minimum légal et pour les retraites anticipées. Ainsi, l'âge minimum légal passe de 65 à 66 ans pour les hommes et pour les femmes fonctionnaires ; il passe de 60 à 62 ans pour les femmes employées dans le secteur privé, et à 63 ans et demi pour les travailleuses indépendantes. En 2013, l'âge légal augmentera d'un trimestre, toutes catégories confondues. Quant aux cessations anticipées d'activité, la durée requise pour en bénéficier à taux plein sera de 42 ans et 1 mois de cotisations pour les hommes, et 41 ans et un mois de cotisations pour les femmes. La durée de cotisation requise sera prolongée de quatre mois en 2013 pour les hommes et les femmes.

La loi de 2011 prévoit également la généralisation à tous les salariés d'une retraite calculée à partir du montant des salaires passés (et non sur le montant des cotisations) à partir de 2012, la désindexation des pensions supérieures à trois fois le niveau minimum en 2012 et 2013, le durcissement des règles pour les cessations anticipées d'activité, l'augmentation des cotisations retraite des indépendants.

À partir de 2013, l'âge minimum légal et le nombre d'années de cotisations nécessaires pour le taux plein seront indexés sur le changement de l'espérance de vie (calculé par Istat), tous les trois ans, et tous les deux ans à compter de 2019. Les projections les plus récentes (2011) montrent que l'âge minimum légal atteindrait 67 ans en 2019 ; si ce seuil n'était pas atteint d'ici là, une clause de sauvegarde a été introduite par la loi DL 183/2011, garantissant que l'âge minimum légal passera à 67 ans, au plus tard en 2021.

Source : Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2012 Economic and Financial Document, avril.

Quant au nouveau plan d'août 2012, la baisse des dépenses touche essentiellement la fonction publique territoriale, les secteurs de la santé, de l'administration publique et de l'enseignement supérieur. Elle se caractérise par le plafonnement des salaires des dirigeants d'entreprises publiques, la réduction des dotations organiques aux administrations publiques. Dans le domaine de l'enseignement supérieur, en 2012, 200 millions d'euros seront retirés des subventions allouées aux universités et aux institutions de recherches, puis 300 millions en 2013 et 2014 ; en outre, seulement 20 % des postes d'enseignants du supérieur seront renouvelés jusqu'en 2014, puis 50 % en 2015. Une partie du patrimoine public immobilier sera également mise en vente.

Le but du gouvernement de parvenir à un déficit public de 1,7 % du PIB en 2012 et 0,5 % en 2013 ne sera pas atteint en l'absence de mesures supplémentaires de rigueur, étant donnée l'ampleur attendue de la récession par rapport aux prévisions du gouvernement. À l'impulsion budgétaire nationale fortement négative (-3,2 points en 2012 et -2,1 points en 2013) amplifiant la récession, s'ajoutera l'impulsion extérieure, elle aussi très négative pour 2012 et 2013 (-1,3 points en 2012 et -1,2 points en 2013). Par conséquent, et malgré l'effort budgétaire entrepris, le déficit italien atteindrait 2,5 % du PIB en 2012, et 1,3 % du PIB en 2013, en l'absence de mesures supplémentaires. Si le gouvernement tenait malgré tout à tenir son engagement, il devrait voter un nouveau plan d'austérité de 9,5 milliards d'euros en 2012, et de 10 milliards d'euros en 2013.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	-0,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	0,0	1,8	0,5	-2,4	-1,1
Consommation des ménages	0,2	-0,1	-0,5	-1,0	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,2	-0,4	-0,3	1,2	0,2	-3,4	-2,1
Consommation publique	0,4	-0,4	-0,7	-0,6	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3
FBCF totale dont	0,8	-0,1	-1,3	-2,7	-3,6	-2,3	-2,0	-1,5	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	1,7	-1,2	-9,0	-4,9
productive	1,3	0,4	-1,1	-4,3	-1,5	-1,0	-1,0	-0,8	-0,3	0,0	0,2	0,2	13,7	0,5	-9,6	-2,1
logement + bâtiment	2,8	-1,4	-1,6	-1,2	0,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-1,0	-0,2	-2,1	-1,1
construction totale	3,0	-1,2	-1,2	-0,8	0,6	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-6,1	-0,4	-2,9	-3,2
Exportations de B&S	0,6	0,5	1,9	-0,1	-0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	11,4	6,3	0,9	1,9
Importations de B&S	-1,7	-1,5	-1,5	-2,8	-3,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	12,4	1,0	-7,5	-1,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,5	-0,1	-0,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	0,8	0,1	-0,9	-0,9
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,2	-0,7	-1,2	-1,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4	-0,3	0,9	-0,3	-3,9	-2,2
Variations de stocks	-0,9	-0,2	-0,6	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,7	-1,0	0,0
Commerce extérieur	0,7	0,6	1,0	0,8	0,9	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	-0,4	1,5	2,5	1,0
Prix à la consommation	2,3	2,9	2,7	3,7	3,6	3,6	3,7	3,0	2,2	1,9	2,2	2,2	1,6	2,9	3,5	2,1
Chômage	8,0	8,0	8,5	9,2	10,0	10,6	10,9	11,1	11,3	11,5	11,7	11,7	8,4	8,4	10,7	11,6
solde courant, en points de PIB													-3,5	-3,2	-2,4	-1,7
Solde budgétaire, en point de PIB													-4,6	-3,9	-2,5	-1,3
Impulsion budgétaire													-0,4	-1,2	-3,2	-2,1
Dettes publiques brutes, en point de PIB													118,7	120,0	124,3	125,0
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2012.

ESPAGNE : UNE BATAILLE PERDUE D'AVANCE ?

Danielle Schweisguth

Département analyse et prévision

L' Espagne livre-t-elle une bataille perdue d'avance ? Malgré tous les efforts en termes de finances publiques et de réformes structurelles engagés par le gouvernement de Mariano Rajoy, la prime de risque sur les obligations souveraines ne se détend pas et l'Espagne se finance depuis cet été à des taux proches de 6 % pour les obligations d'État à 10 ans. Cette hausse des coûts d'emprunt se répercute sur la charge d'intérêt de la dette, qui serait pour la première fois supérieure à la masse salariale de la fonction publique en 2013. Le projet de budget 2013 présente une hausse de 0,9 point de PIB de la charge d'intérêt par rapport à celui de l'année précédente. L'annonce le 6 septembre par la BCE du nouveau programme de rachat de dettes publiques baptisé OMT (*Outright Monetary Transactions*) a certes permis d'alléger la pression – les taux souverains espagnols ont chuté en une journée de 6,52 % à 5,75 % – mais ce programme ne sera effectif qu'à la condition que l'Espagne formule une demande d'aide officielle au FESF (Fonds européen de stabilité financière), ce à quoi l'exécutif espagnol ne s'est pas encore résolu.

Après avoir négocié avec la Commission européenne un report des objectifs de réduction du déficit public à 3 % en 2014 (au lieu de 2013) et un assouplissement à 6,3 % de l'objectif 2012 (d'abord fixé à 4,5 %, il avait déjà été assoupli à 5,3 % en mars 2012), Mariano Rajoy a présenté le 3 août un plan d'austérité drastique de 102 milliards d'euros d'économies sur trois ans. La mesure principale de ce plan est une hausse de trois points de la TVA effective au 1^{er} septembre 2012, portant le taux principal de 18 % à 21 %. Elle permettrait d'accroître les rentrées fiscales de 10 milliards d'euros l'an prochain, soit 1 point de PIB. Mais l'austérité budgétaire pèse sur la croissance et les rentrées fiscales sont plus faibles qu'atten-

dues, tandis que les dépenses de l'assurance chômage sont en forte hausse. Avec en sus les incertitudes liées au déficit des communautés autonomes, il est peu probable que l'Espagne parvienne à respecter son objectif de déficit en 2012. La course contre la montre de l'Espagne semble vaine, car les efforts de consolidations budgétaires sont absorbés par l'évaporation de l'activité et l'évasion fiscale et parce que les multiplicateurs budgétaires sont supérieurs à 1 lorsque le chômage est très élevé (25 % en Espagne). L'économie espagnole pâtira de la poursuite de la politique d'austérité et le PIB se contractera de 1,4 % en 2012 et de 1,2 % en 2013.

Les ménages s'appauvrissent

La situation économique de l'Espagne s'est nettement détériorée au premier semestre 2012. Poursuivant le retournement amorcé au quatrième trimestre 2011, le PIB a enregistré trois trimestres consécutifs de baisse, ce qui porte à 5,4 % la baisse du PIB à prix constants cumulée depuis le début de la crise en 2008. Et les perspectives sont maussades. Avec un taux de chômage atteignant 25 % de la population active, les salaires ne parviennent pas à suivre le rythme de l'inflation et le pouvoir d'achat des salariés s'érode. La politique d'austérité du gouvernement pèse sur le revenu des ménages depuis trois ans. En 2010, les salaires des fonctionnaires ont baissé de 5 % et sont gelés depuis ; toujours en 2010, le « chèque bébé » a été supprimé et le montant des pensions gelé, tandis que la TVA augmentait de 2 points ; fin 2011, avec le premier plan d'austérité du gouvernement Rajoy, le salaire minimum est bloqué à 641 euros par mois et les impôts sur le revenu augmentent pour les ménages aisés (de 0,75 à 7 points selon la tranche) ; en février 2012, la réforme du marché du travail permet aux employeurs de réduire les salaires et le temps de travail en cas de baisse du chiffre d'affaires et réduit les indemnités de licenciement ; en avril 2012, deuxième plan d'austérité : les taxes sur le tabac et les prix de l'électricité augmentent (soit une hausse de 28 % en deux ans et demi) ; le 11 juillet 2012, troisième plan d'austérité : la prime de Noël des fonctionnaires est supprimée et leur nombre de jours de congés réduit ; les indemnités chômage passent de 60 % à 50 % du dernier salaire à partir du septième mois et les taux de remboursement des médicaments diminuent ; en

outre, le taux de TVA est augmenté de 3 points à compter du 1^{er} septembre 2012 (de 18 % à 21 %), et un certain nombre de produits et services passent directement du taux réduit de 8 % à 21 % tandis que la TVA sur le matériel scolaire passe de 4 % à 21 % : joyeuse rentrée des classes ! Enfin, le 4 août 2012, le troisième plan d'austérité est complété d'un impôt sur les hydrocarbures et du maintien du gel des embauches de fonctionnaires jusqu'en 2014.

Après une première phase de hausse en 2008, la chute du taux d'épargne (de 19,8 % au deuxième trimestre 2009 à 8,7 % au premier trimestre 2012) a permis d'amortir la baisse des revenus, mais les marges de manœuvre sont désormais réduites. En outre, le climat d'incertitude pourrait renforcer l'épargne de précaution et le processus de désendettement des ménages pousse le taux d'épargne à la hausse. Notre hypothèse est celle d'une légère baisse du taux d'épargne fin 2012 pour accompagner la hausse de 3 points de TVA, puis une stabilisation autour de 8 % en 2013. La consommation diminuerait de 2,1 % en 2012 puis de 2,5 % en 2013, du fait d'une forte contraction du pouvoir d'achat de la masse salariale (-5,4 % en 2012 et -2,8 % en 2013). Les destructions d'emploi se poursuivraient, avec une baisse de l'emploi total de 3,9 % en 2012 et de 1,6 % en 2013, ce qui porterait le taux de chômage à 26 % de la population active fin 2013. L'évolution des salaires par tête (+1,4 % en 2012 et +1,3 % en 2013) ne permettrait pas de compenser la hausse des prix (2,6 % en 2012 et 2,5% en 2013) et conduirait à une perte de pouvoir d'achat pour les salariés.

Le marché immobilier poursuit sa purge

Sur le marché immobilier, la purge n'est pas terminée. Les mises en chantiers continuent de plonger, leur nombre ayant déjà été divisé par dix depuis 2006. L'investissement immobilier n'est soutenu que par la rénovation de résidences de tourisme, alors que la construction de nouveaux logements est au point mort. Les prix des logements ont baissé de 24 % depuis les sommets de 2008, mais il faudrait une correction plus importante pour résorber le stock de logements vacants estimé à deux millions. D'autant que la démographie joue de façon négative : l'inversion du flux migratoire et la faible natalité ont généré une inflexion dans l'évolution du flux net de ménages : de 400 000 par an sur la période 2001-2010, le

nombre de nouveaux ménages passerait à 200 000 par an entre 2011 et 2020, puis à 50 000 par an entre 2020 et 2030. La demande de logement en serait fortement affaiblie et il faudrait plus de dix ans pour résorber le stock de logements déjà construits.

Le taux d'investissement dans la construction poursuivra sa décline jusqu'à la fin de l'année 2013 pour atteindre 12,4 % du PIB, soit une chute de près de 10 points par rapport au sommet de 2007. L'investissement productif pâtira du climat économique morose engendré par l'incertitude associée à la résolution de la crise de la dette souveraine, mais aussi du durcissement notable des conditions de crédits lié à la fragilité du système bancaire. Le taux d'investissement productif se dégradera lentement et retrouvera en 2014 son point bas de 2009 à 6,6 % du PIB.

Un système bancaire en détresse

Le retour de la récession pèse lourdement sur le système bancaire espagnol. Le taux de créances douteuses s'envole à des niveaux jamais atteints : 27,4 % pour les prêts alloués aux promoteurs immobiliers et 23,9 % dans le secteur de la construction, ce qui porte à 15 % le taux de créances douteuses pour l'ensemble des activités productives au deuxième trimestre 2012. Les ménages s'en sortent relativement mieux, puisque seuls 3,2 % des crédits alloués pour l'achat d'un logement sont considérés à risque. Sur l'ensemble des prêts aux ménages, qui inclue les achats de biens durables, ce taux monte à 4 %. Le montant total de créances douteuses du système bancaire espagnol s'élève à 168 milliards d'euros, soit 16 points de PIB.

Les risques qui pèsent sur le système financier nécessitent l'intervention des pouvoirs publics afin d'éviter une faillite générale du système. En 2009, le gouvernement de Zapatero avait déjà créé un fonds spécial de soutien aux banques (FROB) et exigé la fusion des caisses d'épargne, dont le nombre passera de 45 à 17 dans les mois qui suivent. Mariano Rajoy poursuit la restructuration en exigeant le provisionnement de 52 milliards d'euros en contrepartie d'actifs toxiques en février 2012, puis en nationalisant quatre banques. La dernière en date, Bankia, était née de la fusion de sept caisses d'épargne mais n'a pas résisté à la crise. Son sauvetage est estimé à 25 milliards d'euros. La dégradation de trois crans

de la note espagnole par Fitch Ratings en juin a décidé l'Espagne à demander l'aide du FESF pour recapitaliser son système bancaire, qui lui a accordé le 9 juillet 2012 une enveloppe de 100 milliards d'euros sous conditions de régulation. L'audit réalisé par le consultant américain Oliver Wyman, dont les résultats ont été publiés le 29 septembre, chiffre à 53,7 milliards d'euros les besoins de recapitalisation du système bancaire espagnol. Etant donné que certaines banques auront la capacité de subvenir par elles-mêmes à leur besoins de recapitalisation (par augmentation de capital ou en vendant des actifs), l'aide demandée à Bruxelles devrait avoisiner 40 milliards d'euros.

L'Espagne mise sur sa compétitivité

La situation de la demande interne est telle que les exportations sont l'unique ressort de croissance en Espagne pour les deux années à venir. La baisse des salaires réels et la forte hausse de la productivité a permis à l'Espagne d'améliorer sa compétitivité vis-à-vis de ses partenaires européens. Son déficit commercial s'est nettement contracté, du fait de la progression des exportations mais surtout de la chute des importations. Ses parts de marché mondiales sont en nette progression depuis trois ans (10 points de gagnés) et continueraient de s'améliorer en 2013. L'économie espagnole profite également d'un record de fréquentation touristique en 2012, avec une percée des visiteurs en provenance de Russie (+50 %). L'attractivité de l'offre touristique s'explique en partie par la modération des coûts, mais aussi par l'instabilité politique des pays du Maghreb. Malgré le ralentissement marqué de l'économie européenne, l'Espagne bénéficiera encore d'une contribution nettement positive du commerce extérieur (2,4 points en 2012 et 2,1 points en 2013).

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,4	-1,4	-1,2
PIB par tête	0,3	0,3	0,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	0,5	-1,4	-1,2
Consommation des ménages	-0,7	-0,2	-0,6	-1,0	0,4	-0,9	-0,8	-1,2	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	-1,0	-2,1	-2,5
Consommation publique	1,7	-1,3	-1,3	-0,1	-0,9	-0,7	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	1,5	-0,5	-3,4	-4,1
FBCF totale¹ dont	-1,0	-1,2	-0,7	-3,3	-2,7	-3,0	-1,5	-1,5	-0,9	-0,9	-0,6	-0,6	-6,2	-5,3	-8,9	-4,6
Productive	2,4	-0,4	1,1	-3,9	-1,2	-1,3	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	3,0	2,8	-5,3	-3,5
Logement	-1,2	-1,6	-0,8	-2,4	-1,6	-2,3	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-10,1	-6,7	-6,9	-4,5
Construction totale	-2,6	-1,6	-1,6	-2,9	-3,5	-3,9	-1,7	-1,7	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-9,8	-8,9	-10,7	-5,2
Exportations de biens et services	1,0	1,2	3,5	0,1	-1,8	1,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	11,3	7,6	1,9	3,3
Importations de biens et services	-1,0	-2,0	0,8	-2,8	-2,0	-1,5	-1,3	-1,6	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3	9,2	-0,9	-6,2	-3,8
Variations de stocks, en points de PIB	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,6	-0,8	-1,3	-0,6	-1,3	-1,0	-1,2	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,8	-1,9	-3,9	-3,2
Variations de stocks	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,0	-0,1
Commerce extérieur	0,6	0,9	0,8	0,9	0,0	0,9	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2	2,4	2,4	2,1
Prix à la consommation (IPCH)²	3,2	3,3	2,9	2,7	1,9	1,9	2,9	3,8	3,3	3,0	2,6	1,1	2,0	3,1	2,6	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	20,7	20,9	22,1	23,0	23,8	24,6	24,9	25,2	25,5	25,6	25,7	25,8	20,1	21,7	24,6	25,6
Solde courant, en points de PIB													-4,5	-3,5	-0,9	0,14
Solde public, en points de PIB													-9,3	-8,9	-7,4	-6,6
Impulsion budgétaire													-2,5	-1,1	-3,4	-2,4
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2012.

LA TRAGÉDIE GRECQUE SE POURSUIT

Céline Antonin

Département analyse et prévision

En 2012, la situation grecque semble insoluble. Engluée dans une spirale récessive, bridée par les plans d'austérité successifs, la Grèce ne trouve pas les moyens de sortir de la crise par le « haut » : après une chute du PIB de 6,2 % en 2011, nous nous attendons à une récession comparable en 2012, après un premier semestre particulièrement morose (-6,4 % au premier semestre 2012 en moyenne annuelle). Dans un tel contexte, les mesures budgétaires d'austérité se révèlent inefficaces : la récession entraîne une chute des rentrées fiscales, rendant difficile la résorption des déficits par le seul biais des dépenses. À la crise économique s'ajoute la crise sociale et politique, avec une montée des partis extrêmes.

La demande intérieure continue à s'effondrer (contribution de -9 points prévue en 2012), de même que l'investissement ; seul le commerce extérieur contribue positivement à la croissance, sous l'effet de la baisse des importations. Cet effondrement continu des importations de biens et services (-14 % au premier semestre 2012 après -14 % en 2011) a pour effet d'améliorer la balance courante, qui reste néanmoins encore très dégradée (d'après nos prévisions, elle atteindrait -7,3 % du PIB en 2012). Le taux de chômage atteint également des niveaux préoccupants : 23,5 % de la population au deuxième trimestre 2012, soit un doublement par rapport à l'année 2010.

L'inflation a ralenti, avec un sous-jacent négatif depuis mai 2012 (en glissement annuel), lié à la forte rigueur salariale accentuée après le plan de février 2012 (baisse du salaire minimum de 22 %, à 586 euros par mois, gel des salaires dans la fonction publique, baisse de certaines pensions de retraite) et un recul des prix alimentaires. La composante énergétique de l'inflation est en

revanche restée dynamique et la situation devrait perdurer fin 2012 en raison de la hausse de la taxe sur le fuel en fin d'année. Nous prévoyons ainsi une inflation proche de 1,4 % en glissement annuel pour 2012 et 2013, avec une évolution sous-jacente durablement négative (-0,2 %).

En 2012 et 2013, la poursuite de la politique d'austérité dans un contexte européen de rigueur généralisée ne devrait pas arranger la situation : le PIB grec se contracterait de 6,2 % en 2012, puis de 3,2 % en 2013, sous l'effet des plans d'austérité passés qui continuent à produire leurs effets, des mesures d'austérité votées en février 2012 et du nouveau budget de rigueur voté pour 2013 (7,5 milliards d'euros de coupes budgétaires).

En matière budgétaire, en février 2012, la Grèce avait adopté de nouvelles mesures de rigueur, portant exclusivement sur les dépenses publiques, représentant 1,5 % du PIB. Parmi ces mesures, citons la réduction des dépenses de santé (0,5 point de PIB), la réduction des salaires dans les régimes spéciaux de 12 % en moyenne, l'application de la règle de remplacement d'un fonctionnaire sur 10, une nouvelle baisse des pensions de retraite (pour les pensions supérieures à 1300 euros mensuels, baisse de 12 à 20 % appliquée sur le montant excédant 1300 euros), une baisse des dépenses militaires. Ces mesures devaient s'accompagner d'une accélération des privatisations ; or, comme l'a souligné le FMI, la Grèce accuse un grand retard sur son calendrier. En revanche, elle a, sur les huit premiers mois de l'année 2012, atteint un déficit public inférieur à son objectif (12,5 milliards d'euros au lieu de 15,2 milliards d'euros), surtout grâce à une baisse des dépenses publiques plus drastiques que prévue de 5 milliards d'euros. La collecte des recettes fiscales, en revanche, a été moins importante qu'escompté. En conséquence, il n'est pas sûr que la Grèce tienne ses engagements de déficit public en fin d'année : en effet, la récession serait plus forte que prévu (-6,2 % dans notre prévision en 2012, contre -4,7 % anticipés par la Commission).

En 2013, si le gouvernement veut atteindre son objectif de déficit (-4,6 % du PIB), 8,4 milliards d'euros d'économies seront nécessaires. Dans cette perspective, le gouvernement grec est en passe d'adopter un nouveau plan d'économies pour 2013-2014, d'un total de 13,5 milliards d'euros, portant essentiellement sur une baisse des dépenses (11,5 milliards d'euros), et prévoyant 7,8 milliards d'euros

de coupes budgétaires en 2013 (7,8 milliards d'euros, soit une impulsion budgétaire de -3,9 points en 2013). Il est notamment prévu la suppression de 15 000 postes de fonctionnaires d'ici 2014, et de nouvelles coupes dans les salaires publics, certaines retraites et prestations sociales. En contrepartie, la Grèce attend le versement d'une nouvelle tranche de prêts de 31,5 milliards d'euros.

En outre, le pays espère obtenir un délai de deux ans renvoyant à 2016 (au lieu de 2014) l'objectif d'équilibre budgétaire¹. Dans ces conditions, le pays devrait trouver 13-15 milliards d'euros de besoins de financement supplémentaire par rapport aux 178,7 milliards d'euros prévus (tableau) : la première option sera d'obtenir un nouveau plan d'aide de la part du FMI et/ou de ses partenaires européens, la seconde option serait un rééchelonnement des créances grecques détenues par la BCE (*rollover*), à laquelle celle-ci s'est pour l'instant montrée opposée.

Tableau. Besoins et sources de financement de la Grèce, 2012-2014

En milliards d'euros

	2012	2013	2014	Total
Besoin de financement brut (a+b+c+d)	116,3	29,2	33,2	178,7
a) Déficit public	12,3	7,2	1,9	21,4
b) Autres besoins de trésorerie	6,8	6,4	6,0	19,2
c) Dette arrivant à échéance	18,9	15,6	25,3	59,8
d) Coût du plan PSI* (notamment recapitalisations bancaires)	78,3	0,0	0,0	78,3
Sources de financement (e+f+g)	124,6	29,3	26,9	180,8
e) Sources privées (marché, privatisations)	4,3	5,0	4,9	14,2
f) Plan OSI*	1,1	0,6	0,5	2,2
g) Montants d'aide conditionnelle UE/FMI	119,2	23,7	21,5	164,4
<i>dont FMI</i>	6,6	6,6	6,6	19,8
<i>dont UE</i>	112,6	17,1	14,9	144,6

*En mars 2012, la Grèce a accepté un second plan d'aide, décliné en deux volets : l'un « public » et appelé OSI pour *Official sector involvement* et l'autre privé et dénommé PSI pour *Private sector involvement*. L'OSI regroupe l'action conjointe de la BCE, du FMI et des États membres de l'UE avec un prêt de 130 milliards d'euros. Le PSI regroupe les créanciers privés, essentiellement des banques, et marque l'accord de renoncement de ces derniers à quelques 100 milliards d'euros de créances grecques soit, la moitié de la valeur de dette grecque détenue par ces créanciers.

Source : Commission européenne, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, mars 2012, Occasional Papers 94.

1. Le programme de stabilité et de croissance pour 2012 prévoit un excédent primaire de 4,5 % en 2014.

Grèce : résumé des prévisions

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,6	-1,3	-0,3	-5,3	0,3	-1,1	-1,8	-1,3	-1,0	-0,6	-0,3	-0,2	-4,4	-6,2	-6,2	-3,7
Consommation des ménages	1,1	-1,7	-0,9	-3,5	-2,9	-1,0	-1,1	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-4,6	-4,7	-7,7	-2,7
Consommation publique	-6,0	-1,0	3,8	-7,0	4,9	-4,7	-3,0	-2,5	-3,0	-2,5	-2,0	-1,5	-8,3	-5,3	-4,7	-10,4
FBCF totale	-2,4	-3,2	-3,4	-10,0	-6,2	-1,2	-1,2	-1,0	0,0	0,2	0,3	0,3	-8,7	-26,9	-17,2	-1,3
Exportations de B&S	-4,4	2,5	0,7	-0,7	-1,0	-3,2	-0,7	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	3,8	1,2	-3,3	-1,0
Importations de B&S	-6,1	-2,5	0,3	-11,8	-3,6	3,0	0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-4,8	-14,9	-10,8	-0,3
Variations de stocks, en points de PIB	-0,8	-1,5	-1,5	-5,1	-3,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	0,0	-2,2	-1,8	-1,3
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,7	-1,9	-0,4	-5,3	-2,0	-1,8	-1,5	-1,3	-1,1	-0,7	-0,5	-0,4	-6,7	-9,1	-9,0	-4,2
Variations de stocks	-0,8	-0,7	0,0	-3,3	1,6	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,5	0,6
Commerce extérieur	0,9	1,3	0,1	3,3	0,8	-1,6	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,3	5,0	2,3	-0,2
Prix à la consommation	4,5	3,3	2,1	2,6	1,7	1,1	1,2	1,5	1,3	1,5	1,7	1,3	4,7	3,1	1,4	1,4
Chômage	15,2	16,7	18,4	20,5	21,7	23,5	24,5	25,5	26,0	26,2	26,4	26,5	12,6	17,7	23,8	26,3
Solde courant, en points de PIB													-10,0	-9,8	-7,3	-6,5
Solde budgétaire, en point de PIB													-10,3	-9,1	-6,7	-4,8
Impulsion budgétaire													-8,0	-5,3	-5,0	-3,9
PIB zone euro	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1

Note : A partir de janvier 2011, les données ont été désaisonnalisées (par rapport aux chiffres officiels).

Sources : EL.STAT, Eurostat, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2012.

LE TIGRE CELTIQUE RENTRE SES GRIFFES

Christophe Blot

Département analyse et prévision

Si l'Irlande a renoué avec la croissance en 2011, la reprise fut insuffisante et fragile. Insuffisante car en fin d'année 2011, le PIB en volume était toujours bien inférieur – de 8,8 % – à son niveau d'avant-crise. Le chômage a continué d'augmenter et atteignait 14,7 % de la population active en juin 2012. En outre, depuis le premier trimestre 2010, la croissance irlandaise alterne les phases de rebonds et de reculs. Le premier trimestre 2012 a rappelé la précarité de la reprise puisque le PIB a reculé 0,7 %. L'effort de consolidation budgétaire ainsi que les suites de la crise bancaire pèsent encore fortement sur les ménages et donc sur la demande intérieure. Dans ce contexte, la croissance dépend crucialement de la contribution externe. Mais ce soutien est fragilisé par la situation macroéconomique des partenaires européens de l'Irlande. En effet, même si l'Irlande est moins ouverte sur la zone euro que les autres petits pays européens¹, elle est très dépendante du contexte macroéconomique international. Le retour de la récession en zone euro et au Royaume-Uni en 2012 et le ralentissement du PIB américain en 2013 amputeront donc le dernier moteur disponible pour alimenter la croissance irlandaise. Le PIB reculerait de 0,4 % en 2012 (tableau). Sur l'ensemble de l'année 2013, un acquis négatif maintiendrait l'Irlande en récession même si une légère inflexion de la consolidation budgétaire et un assouplissement très progressif des conditions de crédit permettront au PIB irlandais de croître de 0,3 % par trimestre en fin d'année.

1. À l'exception de la Finlande dont la part du commerce avec les autres pays est identique à celle de l'Irlande (35 %), celle-ci atteint 60 % en Autriche et en Belgique et dépasse 65 % au Portugal. Quant à la Grèce, près de 40 % de son commerce est réalisé avec les autres pays de la zone euro.

Irlande : Résumé des prévisions

	2011	2012	2013
Croissance du PIB en %	1,4	-0,4	-0,1
Output gap en % du PIB potentiel	-5,2	-6,2	-7,0
Taux de chômage	14,4	14,9	15,5
Impulsion budgétaire en % de PIB	-1,5	-2,4	-1,8
Déficit budgétaire en % du PIB	-13,1	-8,0	-8,4
Dettes publiques en % du PIB	108,2	115,4	122,7

Sources : Données nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2012.

De fait, malgré les nombreux efforts déjà réalisés depuis 2010, la consolidation budgétaire se poursuit en 2012. Le taux normal de TVA a augmenté de 2 points au 1^{er} janvier 2012 et les allocations familiales sont également réduites à partir du troisième enfant. Au total, les mesures d'économies sur l'année 2012 se chiffrent à 3,8 milliards d'euros (soit 2,4 points de PIB). Pour la période 2013-2015, le gouvernement prévoit de réaliser de nouvelles économies d'un montant de 8,6 milliards, soit une impulsion budgétaire annuelle négative de 1,8 point de PIB. Si le gouvernement maintient sa stratégie de préservation de la compétitivité des entreprises, les nouvelles mesures concerneront à nouveau principalement les ménages qui ont déjà subi la baisse du salaire minimum, la baisse des effectifs ainsi que celle des salaires de la fonction publique et les coupes dans les dépenses sociales et de santé. Dans ce contexte, la baisse du pouvoir d'achat des ménages enregistrée depuis 2009 se poursuivrait en 2012 et en 2013. Dans le même temps, le souci de désendettement² et la crainte d'une perte d'emplois pousseront l'épargne à la hausse. Le taux d'épargne atteindrait 12,4 % en fin d'année 2013 contre 11,6 % fin 2011 et 4,4 % fin 2007. Nous anticipons en conséquence la poursuite de la baisse de la consommation des ménages – de 2,9 % en 2012 et de 2,1 % en 2013 – ainsi que celle de l'investissement en logement.

La fiscalité des entreprises ne sera probablement pas modifiée, malgré les pressions européennes pour augmenter le taux d'imposition sur les sociétés. Le gouvernement affiche en effet toujours sa

2. Le taux d'endettement des ménages a déjà baissé de 20 points depuis la fin 2009. Mais il atteint encore 214 % du RdB soit un des niveaux les plus élevés parmi les pays de l'OCDE.

volonté de maintenir la compétitivité et l'attractivité du pays. De fait, les indicateurs de compétitivité montrent que vis-à-vis des autres pays de l'Union européenne, le coût unitaire relatif du travail a globalement baissé entre 2007 et la fin de l'année 2011 (graphique). Deux facteurs concourent à cette évolution. En premier lieu, le tissu productif a bénéficié de la baisse des salaires qui résulte à la fois des mesures prises par le gouvernement pour réduire le coût du travail et du taux de chômage élevé qui pèse sur le pouvoir de négociation des salariés. Par ailleurs, après avoir fortement chuté jusqu'en fin d'année 2008, le cycle de productivité s'est progressivement refermé par la suite. Ainsi, depuis le début de l'année 2009, le gain de compétitivité de l'Irlande vis-à-vis de ses partenaires européens atteint près de 17 %. Pourtant, l'efficacité de cette stratégie de déflation interne est atténuée en raison de la faiblesse de la demande étrangère³. En effet, la multiplication des plans de consolidation réduit la demande des partenaires commerciaux de l'Irlande. En moyenne, la croissance trimestrielle de la demande adressée à l'Irlande sur la période 2011-2013 atteindrait 0,4 % contre 1,4 % sur la période pré-crise 2005-2007. En conséquence, l'effet négatif, *via* la demande adressée, de la synchronisation des plans de restriction budgétaire en 2012 et 2013 atteindrait respectivement 2 et 2,2 points. En 2013, la moindre restriction budgétaire dans la zone euro serait notamment compensée par une impulsion plus négative des États-Unis qui représentent près de 20 % du commerce de l'Irlande contre une part des pays de la zone euro proche de 35 %. Ainsi, malgré une compétitivité restaurée, les entreprises irlandaises peineront à trouver des débouchés, ce qui se répercutera également sur leur capacité à investir *via* un effet d'accélérateur. L'investissement reculera de nouveau en 2012 et 2013. Même si cette baisse résulte principalement de la poursuite de l'ajustement sur le marché immobilier, les conditions de crédit aux entreprises pèseront aussi sur la capacité des entreprises à investir. Une étude récente menée par la Banque centrale d'Irlande⁴ montrait en effet que les conditions de crédit – besoin de garanties, conditions de taux et

3. Le taux d'ouverture de l'Irlande dépasse en effet 90 % du PIB pour l'Irlande contre moins de 40 % pour le Portugal et 29,5 % en Italie.

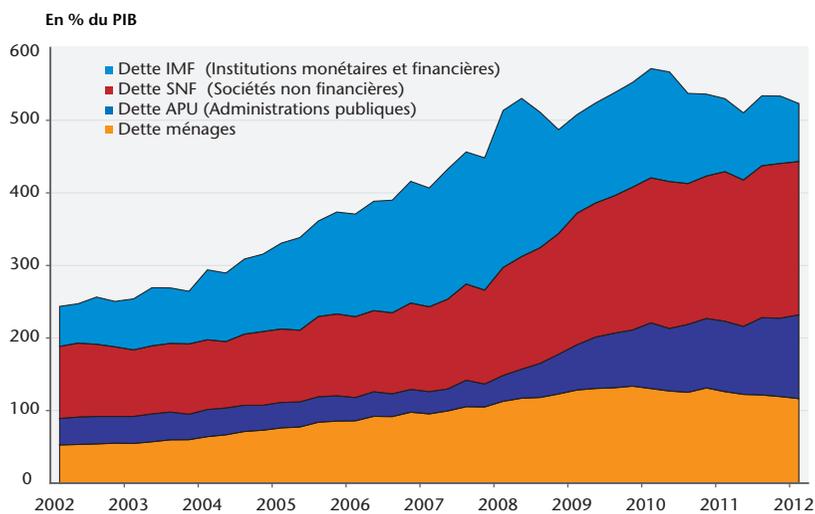
4. Voir <http://www.centralbank.ie/publications/Documents/Economic%20letter%20no.%208,2012.pdf>.

rationnements quantitatifs – sont parmi les plus sévères de la zone euro alors que la demande de crédit des PME irlandaises se situe dans la moyenne. Le système bancaire irlandais est en effet toujours sous perfusion, après la création d'une structure de défaillance (National asset management agency) en décembre 2009. Sur les 6 premiers mois de l'année 2012, les principaux établissements bancaires nationalisés ont annoncé de nouvelles pertes en raison du contexte macroéconomique et de la poursuite de l'ajustement sur le marché immobilier.

L'Irlande ferait donc partie des pays pour lesquels la sortie de récession n'aura été qu'éphémère. Le PIB baisserait de 0,4 % en 2012 et encore de 0,1 % en 2013 en raison d'un effet d'acquis jouant négativement sur la croissance. Du côté des finances publiques, les objectifs seraient respectés en 2012 puisque le déficit serait inférieur à la cible de 8,3 % affichée dans le programme de stabilité. Mais pour l'année 2013, avec un déficit qui passerait de 8 à 8,4 %, l'objectif de 7,5 % ne serait pas atteint sauf à envisager de nouvelles mesures d'économies qui maintiendraient dans ce cas l'économie irlandaise en récession. Il faut néanmoins préciser que la hausse du déficit résulterait essentiellement d'une hausse de la charge d'intérêt anticipée par le gouvernement en raison du paiement d'intérêts sur des titres arrivant à échéance en 2013⁵. La dette publique continuerait sa progression et en 2013, elle pourrait être de près de 100 points de PIB, supérieure à ce qu'elle était en 2007. Pour autant, il faut souligner que la dette cumulée des ménages, des sociétés non financières, du gouvernement et des institutions monétaires et financières a continué à baisser au début de l'année 2012. Ainsi, le surcroît d'endettement public ne fait que compenser partiellement la réduction de la dette des ménages et des institutions monétaires et financières (graphique).

5. Voir p.24 du programme de stabilité 2012 pour plus de détails (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/20_scps/2012/01_programme/ie_2012-04-27_sp_en.pdf).

Graphique. Dette cumulée



Source : Banque centrale d'Irlande.

PORTUGAL : ENGLUÉ DANS LA RECESSION

Sabine Le Bayon

Département analyse et prévision

Le Portugal a connu au deuxième trimestre 2012 son septième trimestre consécutif de baisse du PIB. Ce dernier est maintenant inférieur de 6,4 % à son niveau de début 2008, cumulant les effets de la crise de 2008 puis de la restriction imposée au Portugal à partir de la mi-2010. L'emploi a baissé de 9 % sur la même période et le taux de chômage a atteint 15,5 % de la population active au deuxième trimestre 2012. Les exportations constituent le seul soutien à la croissance. Mais cela n'est pas suffisant pour contrebalancer l'effet récessif d'une impulsion budgétaire extrêmement négative (respectivement -3,7 points de PIB et -1,8 points en 2012 et 2013) et la récession devrait se poursuivre au moins jusqu'au début de l'année 2013. Le PIB reculerait de 2,8 % en 2012 puis de 1,2 % en 2013 (tableau). Le Portugal ne serait pas en mesure d'afficher un solde public inférieur à 3 % du PIB avant 2014, la Commission européenne ayant confirmé début septembre 2012 que l'objectif d'un solde de 3 % en 2013 était irréalisable dans le contexte économique actuel et ayant accordé un délai d'un an au pays pour l'atteindre.

Résumé des prévisions

	2011	2012	2013
Croissance du PIB en %	-1,7	-2,8	-1,2
Output gap en % du PIB potentiel	-3,0	-6,1	-7,6
Taux de chômage	12,9	15,4	16
Impulsion budgétaire en % de PIB	-3,7	-3,7	-1,8
Déficit public en % du PIB	-4,2	-5,5	-4,5
Déficit public, hors mesures exceptionnelles, en % du PIB	-7,4	-6,1	-5,1
Dette publique en % du PIB	107,8	113,8	120,9

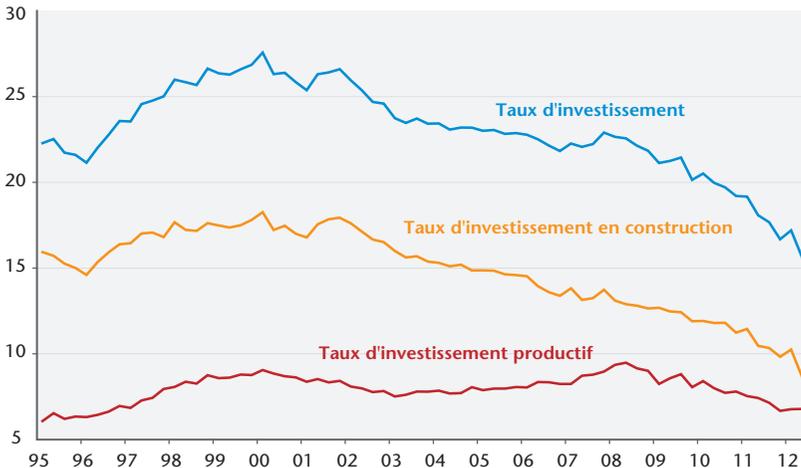
Sources : Données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

La crise prend de l'ampleur

Le recul du PIB concerne toutes les composantes de la demande interne. La consommation privée a chuté de 9,2 % en 4 ans. D'une part, l'emploi baisse depuis 2009. D'autre part, la croissance du salaire nominal par tête n'a cessé de ralentir avant de devenir négative en 2011 (-0,9 %). Ceci s'est traduit par une baisse du salaire réel par tête dès 2010 (-0,2 %) avant de s'amplifier en 2011 (-4,4 %). L'augmentation très forte du taux de chômage (passé de 8,4 % à 15,5 % en quatre ans) limite les marges de négociation des salariés, d'autant que les salaires ont été réduits de 5 % en moyenne dans le secteur public. Dans le même temps, l'endettement des ménages s'est stabilisé autour de 140 % de leur revenu disponible.

Du côté des entreprises, l'ajustement est encore plus sévère : l'investissement a baissé de 35 % depuis 2008 et a concerné dans les mêmes proportions la construction et le reste du secteur productif. Le taux d'investissement a perdu 7 points sur cette période. Si la contraction dans le secteur productif est liée à la crise de 2008 puis à celle de la zone euro, ce n'est pas le cas dans la construction, secteur sinistré depuis le début des années 2000.

Graphique 1. Taux d'investissement*



* Le taux d'investissement productif est le taux d'investissement dans les secteurs autres que la construction et l'agriculture.

Source : INE.

En termes de valeur ajoutée, les évolutions sont assez divergentes selon les secteurs d'activité. Ainsi, alors que la valeur ajoutée totale a baissé de 5,2 % depuis le début de la crise en 2008, cette chute a atteint 13 % dans l'industrie, 37 % dans la construction et seulement 0,5 % dans les services liés au commerce et à la restauration. Les services restent donc en partie à l'abri de l'ajustement en cours.

Face au recul de la demande interne (avec une contribution de -6,7 points en 2011), la contribution fortement positive du commerce extérieur (5,1 points) a permis de limiter la baisse du PIB. L'amélioration de cette contribution tient tant au recul des importations qu'au dynamisme des exportations. L'amélioration de la compétitivité-prix est restée modérée, mais les entreprises portugaises ont gagné des parts de marché depuis le début 2011. Dans ce contexte, le déficit de la balance des biens et services s'est réduit de 10 points, passant de 10,1 % du PIB en 2008 à 0,2 % mi-2012.

Quant à la dette totale du pays, elle s'est accrue nettement entre 2009 et 2011 : alors que la dette privée s'est réduite de 6 points, pour atteindre 181 % du PIB, la dette publique augmentait de plus de 24 points, à 107,8 % du PIB (dont 11,8 points d'opérations en capital).

L'ajustement n'est pas terminé

Contrairement à ce que pourrait laisser croire le « bon » résultat budgétaire de 2011 (avec un solde de -4,2 % du PIB, après -9,8 % en 2010), la situation est toujours extrêmement délicate. En effet, cette réduction du solde n'a été obtenue qu'au prix de mesures exceptionnelles d'un montant de 3,5 points de PIB¹ et ce, malgré une impulsion très négative (-3,7 points). La hausse des charges d'intérêt (+0,9 point de PIB en 2011), qui alourdit l'effort nécessaire pour réduire le solde, se poursuivrait en 2012 (+0,8 point) et la part des intérêts atteindrait alors 4,7 % selon les estimations du programme de stabilité d'avril dernier.

Les mesures prises en 2012 pour réduire le déficit ont surtout concerné les dépenses avec une réduction de l'emploi et de l'inves-

1. Pour mémoire, il s'agit du transfert des fonds de pension des banques vers la sécurité sociale. En contrepartie, le gouvernement devra dorénavant prendre en charge les pensions des bénéficiaires de ces fonds de pension.

tissement public, une baisse des dépenses de santé et un durcissement de l'accès aux prestations. Du côté des recettes, l'essentiel des mesures a porté sur les impôts indirects (augmentation de la part des biens soumis au taux standard de TVA et des taxes sur l'énergie, le tabac, l'alcool et les voitures). Une hausse de l'imposition des revenus du capital et la réduction de diverses exemptions fiscales pour les ménages et les entreprises ont aussi été décidées.

Les résultats sur les sept premiers mois de 2012 ont été décevants (avec un déficit équivalent à 6,3 % du PIB). La réduction des dépenses a été plus forte que prévu (+0,5 point) mais de moindres recettes fiscales et de cotisations sociales qu'anticipé (-2,1 points) ont rendu caduc l'objectif de déficit public de 4,5 % du PIB en 2012, sans mesures supplémentaires de restriction².

Début septembre 2012, la troïka (Commission européenne, BCE et FMI) a reconnu lors de sa cinquième mission d'évaluation depuis l'adoption du plan d'aide en mai 2011 que les prévisions de solde public n'étaient pas tenables, étant donné la conjoncture économique. L'objectif a été revu à la hausse non seulement pour 2012 (de -4,5 % à -5 %³) mais surtout pour 2013 (de -3 % à -4,5 %). Le retour sous la barre des 3 % est désormais repoussé à 2014 (avec un objectif de 2,5 %) et le ratio dette publique/PIB (qui monterait à 124 %) ne baisserait pas avant 2015 selon la Commission. Par ailleurs, le versement d'une tranche de 4,3 milliards d'euros en octobre a été acté⁴, en attendant la prochaine mission prévue en novembre.

Pour réduire le déficit en 2013, le gouvernement s'appuie à nouveau sur la réduction de l'emploi public et de l'investissement, des coupes dans les dépenses de santé (moindre remboursement des médicaments notamment) et l'élargissement de la base fiscale *via* l'élimination de déductions. Il prévoyait aussi une hausse du taux de cotisations salariés de 11 à 18 %, mais les manifestations et les conclusions d'une réunion du Conseil d'État l'ont conduit à

2. Pour plus de détails, voir : « The economic adjustment program for Portugal », *Fifth review*, été 2012.

3. Malgré la révision de l'objectif pour 2012, de nouvelles mesures de rigueur seront nécessaires pour l'atteindre. Nous avons supposé que, malgré ces mesures, le déficit atteindrait 5,5 % du PIB, soit 0,5 point de plus que ce qui est prévu par la Commission européenne.

4. Sur les 78 milliards prévus dans le plan d'aide, 58,6 ont déjà été versés.

revenir sur cette décision. De nouvelles augmentations d'impôts sont prévues pour compenser cette mesure. D'abord, une hausse de l'impôt sur le revenu est prévue, via une taxe exceptionnelle de 4 % et la modification du barème (avec le passage de 8 à 5 tranches). Le taux moyen d'imposition de l'IR devrait augmenter de plus de 3 points, à 13,2 % en 2013, ce qui rapporterait 1,2 point de PIB de recettes supplémentaires à l'Etat. Ensuite, un alourdissement de l'imposition des revenus du capital et du patrimoine, tout comme une taxation sur les opérations financières, seront mis en place.

Malgré les récents résultats budgétaires mitigés, le Portugal espère toujours un retour progressif sur les marchés financiers. Pour cela, même si les maturités longues sont toujours assurées par les prêts européens et du FMI, au taux de 3,5 %, l'Agence portugaise de gestion de la dette allonge depuis le début de l'année 2012 la maturité de ces émissions de court terme (jusqu'à 18 mois depuis avril dernier). Les dernières émissions ont été réalisées à des taux plus bas que précédemment, signe d'un regain de confiance des investisseurs : les émissions à 6 mois de septembre 2012 avaient un rendement de 1,7 % (contre 2,3 % en juillet dernier) et celles à 18 mois de 3 % (contre 4,5 % en avril⁵). Malgré tout, ces taux restent élevés, tout comme ceux sur le marché secondaire : les taux obligataires à 10 ans étaient fin septembre de l'ordre de 8,9 % (en baisse de près 6 points par rapport à janvier 2012), alors qu'ils atteignaient 5,1 % en Irlande et 6 % en Espagne. Le Portugal a tout de même réussi à échanger des obligations arrivant à échéance en septembre 2013 contre des obligations arrivant à maturité en octobre 2015, ceci pour limiter le montant des émissions nécessaires fin 2013 lors de son retour prévu sur les marchés.

Étant donné le contexte restrictif décrit précédemment, le PIB reculerait en 2012 comme en 2013. La moindre restriction en 2013 limiterait le recul du PIB à -1,2 %, après -2,8 % en 2012. La baisse de l'investissement se poursuivrait. Les ménages pourraient compter sur le ralentissement de l'inflation pour atténuer les pertes de pouvoir d'achat liées à la hausse du taux de chômage et aux hausses d'impôts directs. La consommation privée baisserait de 1,1 % (après -5,6 % en 2012). Le Portugal ne pourrait guère

5. À titre de comparaison, la France et l'Allemagne ont récemment émis des titres à 6 mois à des taux négatifs (respectivement -0,01 % et -0,02 %) et à 12 mois à des taux proches de zéro (respectivement 0,02 % et -0,02 %). A deux ans, l'Allemagne émet des titres à un taux de 0,06 %.

compter sur un soutien des exportations. L'effet négatif de la restriction généralisée dans les grands pays développés sur l'économie portugaise atteindrait 1,9 point en 2012 et 1,7 point en 2013. La demande adressée au Portugal croîtrait de 0,1 % par trimestre en moyenne au second semestre 2012 et de 0,4 % par trimestre en 2013. Les exportations progresseraient un peu plus, les entreprises portugaises continuant de gagner des parts de marché à l'exportation d'ici fin 2013. Mais le rythme de croissance des exportations ralentirait par rapport à la période 2010-2011 (8,2 %) pour se stabiliser à 2 % en moyenne annuelle en 2013. Les importations reculeraient sous le coup de la récession de l'économie portugaise et le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance mais dans des proportions moindres que précédemment.

ÉTUDE SPÉCIALE

Politiques monétaires : en attendant la demande	223
Département analyse et prévision	

POLITIQUES MONÉTAIRES : EN ATTENDANT LA DEMANDE...

Département analyse et prévision¹

Les banques centrales sont toujours actives pour soutenir l'activité aux États-Unis comme en Europe. Les marges de manœuvre pour réduire les taux étant quasi-inexistantes, leur principal instrument consiste à multiplier les mesures non conventionnelles qui ont pour première conséquence d'accroître la taille du bilan. Pour autant, le contenu des mesures prises diffère d'une banque centrale à une autre. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale tentent principalement de réduire les taux à long terme pour améliorer les conditions de financement et stimuler l'investissement privé. Dans la zone euro, l'objectif est également de baisser les coûts du crédit, mais l'action porte principalement sur le secteur bancaire, principale source de financement des agents non financiers de la zone euro. Cependant, avec l'annonce du programme d'achats de titres publics sur le marché secondaire "OMT" (*Outright monetary transactions*) le 6 septembre 2012, la politique monétaire de la zone euro pourrait prendre un tournant, puisque la BCE n'a fixé aucune limite à ses interventions sur les marchés obligataires, mais a posé un critère de conditionnalité. Pour autant, malgré ces nouvelles mesures, la reprise est timide aux États-Unis et l'activité recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. D'une part, les économies développées, et notamment les États-Unis, ne sont probablement pas complètement sorties de la trappe à liquidité, ce qui limite alors l'efficacité de la politique monétaire. D'autre part, le stimulus apporté par la politique monétaire serait insuffisant pour compenser des politiques budgétaires de plus en plus restrictives, surtout dans la zone euro et au Royaume-Uni.

En 2012, les banques centrales ont poursuivi leurs actions non conventionnelles afin de soutenir l'économie. Dans les grandes économies anciennement industrialisées (États-Unis, Japon, zone

1. Ont participé à cette étude : Christophe Blot, Catherine Mathieu et Christine Riffart.

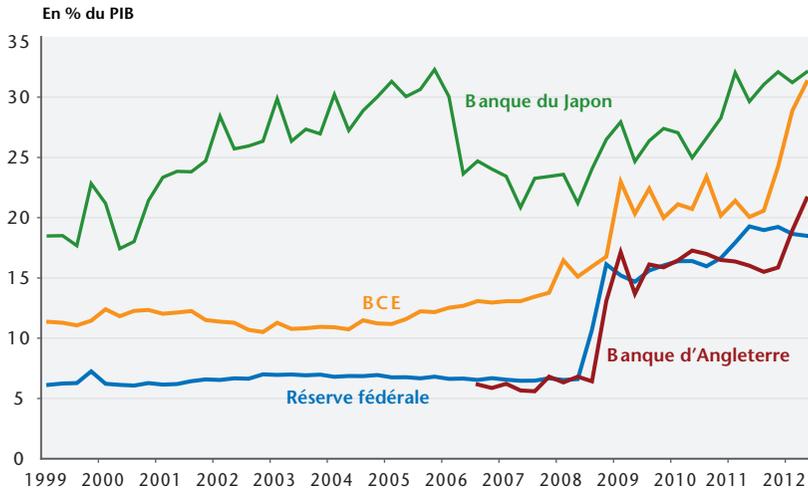
euro et Royaume-Uni), les taux d'intérêt sont restés à des niveaux historiquement faibles. La Banque centrale européenne (BCE) a même décidé d'une baisse supplémentaire de 0,25 point de son principal taux directeur en juillet 2012 pour le porter à 0,75 %. Aux États-Unis comme en Europe, les pertes de PIB par tête subies en 2008-2009, n'ont toujours pas été effacées et le chômage se maintient à un niveau élevé. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, les plans de consolidation budgétaire se sont amplifiés en 2011, ce qui a contribué au fort ralentissement de la demande observé au cours du second semestre 2011. Toujours contrainte par le niveau plancher des taux d'intérêt à court terme, l'action de la politique monétaire ne peut que s'appuyer sur le recours aux mesures non conventionnelles. Les tailles du bilan de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon ont continué de croître (graphique 1) sous l'effet des différentes mesures prises au cours des douze derniers mois. Même si les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE réfutent toujours le terme de politique monétaire quantitative, il n'en demeure pas moins que c'est dans la zone euro que les interventions ont été les plus importantes ; le bilan de l'autorité monétaire représentant désormais plus de 30 % du PIB de la zone euro. L'augmentation de 10 points de PIB depuis la fin de l'année 2011 résulte des deux refinancements exceptionnels accordés pour une durée de trois ans. Ce faisant, la BCE a amplifié son action d'intermédiaire financier en intervenant même au-delà des échéances de court terme². Le Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre assume à l'inverse parfaitement sa politique d'assouplissement quantitatif qui a été de nouveau amplifiée par deux fois en février et en juillet 2012. Aux États-Unis, le bilan de la Banque centrale a cessé de croître. Mais la Réserve fédérale est restée active en indiquant qu'elle achèterait des titres du marché hypothécaire et en réitérant son engagement de maintenir son taux directeur au niveau plancher. Par ailleurs, la composition de son bilan devrait se modifier *via* un allongement de la maturité de son portefeuille d'actifs. Par ces mesures, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre souhaitent faire pression à la baisse sur les conditions de financement à long terme et ainsi relayer plus effica-

2. Par convention, le court terme est associé aux financements n'excédant pas deux ans et qui sont obtenus sur le marché monétaire.

cement la transmission de la politique monétaire le long de la courbe des taux.

Jusqu'au 6 septembre 2012, les interventions de la BCE pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme demeuraient modérées. Le programme d'achats de titres (SMP : *Securities market programme*) mis en place en mai 2010 était de trop faible ampleur pour peser durablement sur les taux. Avec son annonce du 6 septembre dernier, la BCE pourrait accroître son action au travers d'un nouveau programme (OMT, *Outright monetary transactions*) qui se substitue au SMP.

Graphique 1. Taille du bilan des banques centrales



Pour autant, malgré ces nouvelles mesures, la reprise est timide aux États-Unis et l'activité recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. Deux raisons sont susceptibles d'expliquer ce contraste entre l'activisme des banques centrales et la faiblesse de l'activité. D'une part, les politiques monétaires non conventionnelles auraient une efficacité limitée, soit parce que la baisse des taux d'intérêt à long terme est insuffisante, soit parce que les anticipations restent ancrées sur un risque déflationniste. D'autre part, le stimulus apporté par la politique monétaire serait insuffisant pour compenser les restrictions budgétaires. Pour les États-Unis, c'est sans doute la relative inefficacité de la politique monétaire non conventionnelle qui expliquerait la faiblesse de la reprise en

2011. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, le fort ralentissement de la demande depuis la fin de l'été 2011 coïncide avec des politiques budgétaires de plus en plus restrictives. Dans ces conditions, malgré l'action des banques centrales pour peser sur les conditions de financement, l'efficacité des mesures non conventionnelles bute sur la faiblesse de demande et la trappe à liquidité.

1. Le marché interbancaire toujours sous perfusion

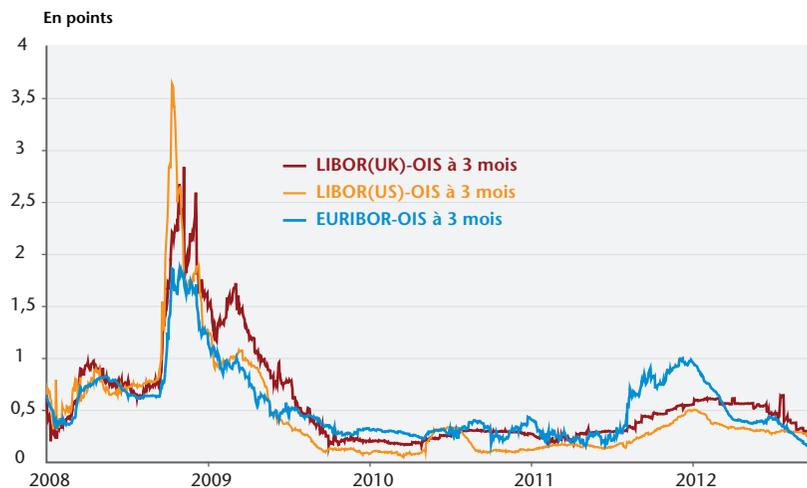
Le ralentissement de l'activité mondiale au second semestre 2011 et l'intensification de la crise des dettes souveraines ont fait ressurgir les tensions sur le marché interbancaire, particulièrement dans la zone euro³. Les doutes sur la solvabilité de certains États de la zone euro ont interagi avec ceux sur la solidité du système bancaire. En effet, la baisse du prix des obligations provoquait de nouvelles pertes, augmentant alors le risque d'un besoin d'intervention publique qui pesait en retour sur la soutenabilité de la dette publique. C'est en Italie et en Espagne que ces tensions ont été les plus vives, surtout que dans le même temps ces pays sont entrés dans une nouvelle phase récessive. Par ailleurs, les banques espagnoles devaient encore absorber les conséquences de l'effondrement du marché immobilier. Dans ces conditions, la liquidité s'est tarie car les institutions financières ayant un besoin de refinancement ne parvenaient plus à couvrir leurs besoins sur le marché interbancaire. L'incertitude accroît en effet les problèmes d'anti-sélection, ce qui entraîne une paralysie du marché interbancaire puisque les institutions financières disposant d'une capacité de financement ne parviennent plus à évaluer le risque de contrepartie. Les émissions obligataires des banques ont ainsi nettement chuté au cours du second semestre 2011. Le *spread Libor-OIS*, mesurant la prime de risque pour l'obtention de refinancements à court terme non sécurisés sur le marché interbancaire, a de nouveau fortement augmenté (graphique 2), atteignant un niveau historique qui n'avait été dépassé qu'après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Le mouvement de défiance a même touché les déposants des banques espagnoles, grecques, portugaises, irlan-

3. Voir BRI, 2011, « Euro area sovereign crisis drives global financial markets », *BIS Quarterly Review*, décembre.

daïses et italiennes qui ont fortement réduit leurs dépôts en fin d'année 2011.

Dans ce cas, seule la banque centrale peut à la fois satisfaire les besoins de liquidités et proposer en parallèle un placement sécurisé pour absorber le surplus de liquidités. La BCE a donc réagi : d'abord en revenant sur les deux hausses de taux qu'elle avait décidées en avril et juillet 2011 ; puis, en lançant une nouvelle vague de mesures exceptionnelles afin d'améliorer les conditions de financement des banques de la zone euro. Le 6 novembre 2011, le Conseil des Gouverneurs décidait d'un second plan d'achats d'obligations sécurisées d'un montant de 40 milliards d'euros. Le 21 décembre 2011 et le 29 mars 2012, deux opérations exceptionnelles de refinancement d'une durée de 3 ans à taux fixe étaient proposées. Toutes les demandes ayant été servies, la BCE a ainsi injecté près de 1 000 milliards de liquidités dont ont notamment tiré profit les banques espagnoles et italiennes pour couvrir leurs besoins de financement sur les trois années à venir.

Graphique 2. Tensions sur les marchés interbancaires



Note : Écart entre le Libor (ou Euribor) et l'OIS à 3 mois.

Source : Datastream.

De la même façon que les mesures adoptées après la faillite de Lehman Brothers avaient contribué à réduire les taux interbancaires⁴, les apports de liquidité réalisés par la BCE en décembre et en février se sont avérés efficaces puisque le *spread* entre l'Euribor et

L'OIS a reculé de près de 0,7 point entre novembre 2011 et juin 2012. L'effet positif a même traversé les frontières de la zone euro et s'est accompagné d'une détente au Royaume-Uni et aux États-Unis. L'interdépendance des grandes banques internationales faisaient en effet également peser un risque sur les systèmes bancaires outre-Manche et outre-Atlantique.

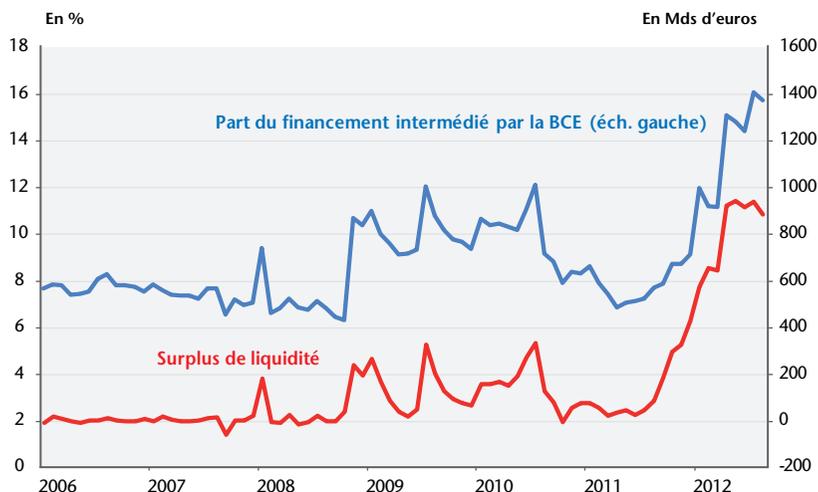
Bien que cette action fut essentielle – pour préserver la liquidité et la solvabilité du système bancaire de la zone euro – et indispensable étant donné le rôle du secteur bancaire pour le financement de l'activité économique, la situation n'est pas redevenue normale. Le mouvement de fuite des dépôts se poursuit. Au 31 juillet 2012, une évaluation⁵ soulignait que plus de 360 milliards d'euros de dépôts avaient été transférés de l'Espagne, l'Italie, la Grèce et le Portugal vers d'autres pays de la zone euro et notamment la France et l'Allemagne au cours des douze mois précédents. Par ailleurs, les banques de la zone euro sont toujours sous la perfusion de la Banque centrale qui s'est substituée au marché interbancaire en jouant le rôle d'intermédiaire financier pour les établissements de crédit de la zone euro. Avant l'éclatement de la crise en 2007, le marché interbancaire couvrait quasiment l'intégralité des besoins de financement des banques. Les apports de liquidité de la BCE étaient marginaux et permettaient essentiellement de couvrir les besoins liés aux réserves obligatoires et aux facteurs autonomes⁶. Depuis 2008, l'intermédiation financière de la BCE est croissante et, avec les deux dernières opérations exceptionnelles de refinancement à trois ans, la part des refinancements octroyés par la BCE représente 16 % de l'ensemble des refinancements de court terme obtenus par les banques contre 8 % avant la crise (graphique 3). La BCE répond ainsi favorablement à l'ensemble des demandes de liquidités qui lui sont adressées. Les besoins (liés aux réserves obligatoires et aux facteurs autonomes) des institutions monétaires et financières de la zone euro sont même plus que satisfaits puisqu'il en résulte un surplus de liquidité dont la contrepartie se retrouve

4. Voir Abassi & Linzert, 2011, « The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis », *ECB Working Paper* n° 1328.

5. Voir « *La fuite des dépôts bancaires s'est accélérée en Espagne, au Portugal, en Irlande et en Grèce* ».

6. Les facteurs autonomes correspondent aux postes du bilan de la BCE qui échappent au contrôle de la banque centrale. Il s'agit principalement des billets et des dépôts effectués par les gouvernements.

Graphique 3. Intermédiation financière de la BCE et surplus de liquidité*



* Le surplus de liquidité correspond à l'écart entre les refinancements accordés par la BCE dans le cadre de ces opérations de politique monétaire (principalement MRO – *main refinancing operations* – et LTRO – *long term refinancing operations* –) et la somme des réserves obligatoires et des facteurs autonomes.

Source : BCE.

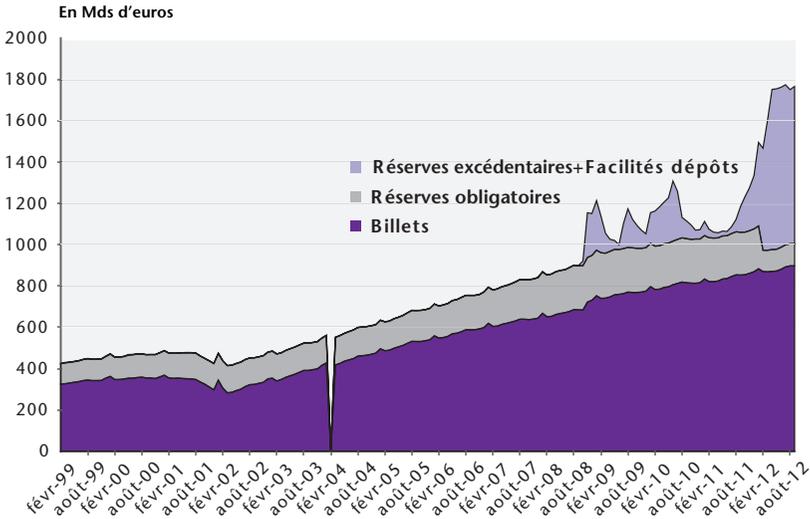
au passif de la BCE sous forme de facilités de dépôts ou de réserves excédentaires⁷. Ceci se reflète donc dans l'augmentation de la taille du bilan et de la base monétaire (graphique 4a). Par ailleurs, les différentes opérations menées par la BCE ont également conduit à une activité croissante de transformation de maturité puisque la BCE collecte des ressources à court terme (*via* les facilités de dépôts qui sont reconduites quotidiennement et les réserves obligatoires qui doivent être couvertes sur une période de quatre semaines) et octroie en contrepartie des refinancements pour des durées de plus en plus longue. Le montant total des refinancements octroyés dans le cadre des opérations usuelles de politique monétaire (c'est-à-dire hors programmes CBPP⁸ et SMP) dépasse 1 200 milliards d'euros dont 1 000 milliards sont liés aux deux opérations exceptionnelles de refinancement d'une maturité de trois ans. Enfin, cette intermédiation croissante se traduit également par une activité de transformation de liquidité. L'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés par la BCE dans le cadre des opérations de politique

7. Avec la dernière baisse de taux de juillet 2012, le taux sur les facilités de dépôt est tombé à 0 %. Les banques sont alors indifférentes entre la détention de réserves excédentaires non rémunérées et un dépôt placé auprès de la BCE. Les facilités de dépôts sont donc retombées à 0.

8. *Covered Bonds Purchase Programme*.

monétaire conduit de fait les banques à engager leurs actifs les moins liquides en garantie du refinancement offert par la BCE.

Graphique 4a. Base monétaire dans la zone euro

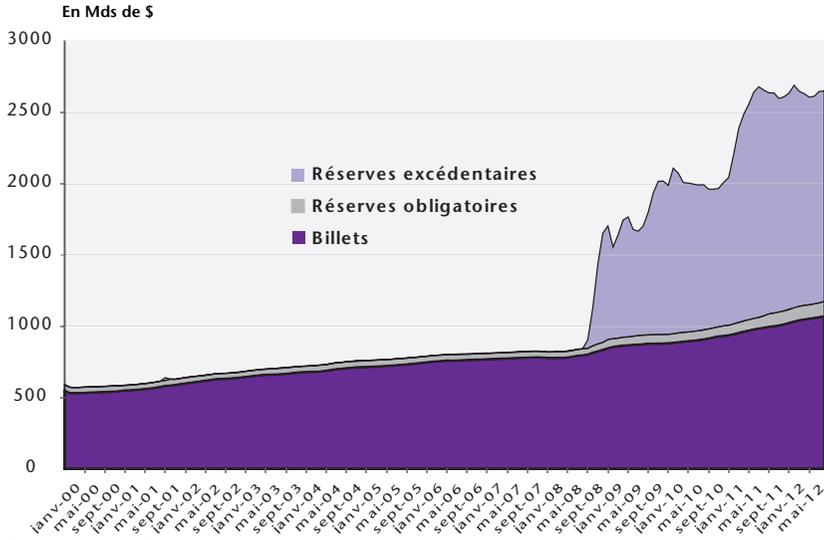


Note : Les données sont manquantes pour le mois de février 2004. La rupture de l'année 2002 s'explique par la mise en circulation des pièces et des billets dans la zone euro.

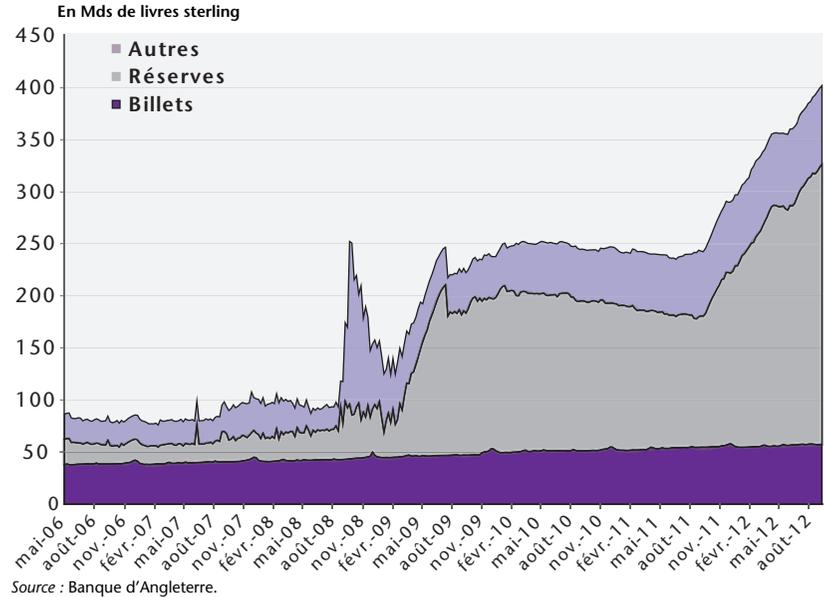
Source : BCE.

Au Royaume-Uni, le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a maintenu le taux directeur inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, en dépit du non respect de la cible d'inflation (2 % dans une fourchette de +/- 1 % pour l'IPCH). L'inflation avait en effet atteint 5,2 % en septembre 2011, principalement sous l'effet de hausses successives du taux normal de TVA (passant de 17,5 % en décembre 2009 à 22,5 % en janvier 2011) et de la hausse des prix du pétrole. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a, conformément à son mandat, expliqué par lettres ouvertes au chancelier de l'Échiquier, que les raisons pour lesquelles l'inflation dépassait la cible de la politique monétaire étaient temporaires et ne justifiaient pas de durcissement de la politique monétaire étant donné les capacités de production excédentaires et les perspectives d'une faible demande. De fait, l'inflation n'était plus que de 2,4 % en juin 2012. Ne pouvant plus guère abaisser le taux directeur, 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.

Graphique 4b. Base monétaire aux États-Unis



Graphique 4c. Base monétaire au Royaume-Uni



Si les tensions n'ont pas été aussi fortes au Royaume-Uni et aux États-Unis, néanmoins les différentes mesures non conventionnelles se sont également traduites par une forte augmentation de la taille du bilan et de la base monétaire qui révèle aussi la dépen-

dance des institutions financières à l'égard des banques centrales ainsi que leurs réticences à placer leurs excès de liquidités auprès des agents non financiers. La décomposition de l'évolution de la base monétaire montre que l'augmentation de l'actif du bilan de la Réserve fédérale comme celui de la Banque d'Angleterre ont eu pour contrepartie une augmentation des réserves excédentaires (graphique 4b et 4c).

2. Les programmes d'achat de titres publics font-ils baisser les taux publics ?

Jusqu'à une période récente, les opérations de la BCE ont principalement porté sur le soutien au système bancaire. L'annonce d'un plan d'achats de titres publics sur le marché secondaire (encadré) en septembre 2012 pourrait se traduire par un accroissement du champ d'action de la politique monétaire dans la zone euro. Ce faisant, la BCE espère améliorer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire en réduisant de façon ciblée les taux d'intérêt publics des pays jugés risqués par les marchés. La problématique dans la zone euro est spécifique, du fait de l'absence d'un prêteur en dernier ressort, qui a conduit les marchés à craindre le risque de défaut de certains États de la zone euro. Ainsi, les taux à 10 ans sur les titres publics dans les pays jugés sans risque de défaut ont-ils baissé depuis le début de la crise : que ce soit à l'intérieur de la zone euro (Allemagne, France, Finlande, Autriche, Pays-Bas) ou à l'extérieur (Japon, États-Unis, Royaume-Uni). Malgré ces divergences entre la situation de la zone euro et celle des États-Unis et du Royaume-Uni, un retour sur les expériences de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre peut nous éclairer au moins partiellement sur les effets à attendre de programmes d'achats d'actifs.

Au Royaume-Uni, malgré l'ampleur des mesures de politique monétaire, le crédit aux ménages et aux entreprises n'a pas redémarré. La Banque d'Angleterre et le gouvernement ont adopté en juillet 2012 un nouveau dispositif d'incitation au crédit, le *Funding for Lending Scheme* (FLS), entré en vigueur au 1^{er} août. Le constat de départ est une hausse du coût marginal de financement des banques britanniques (défini comme la somme du LIBOR à trois mois et de la moyenne des primes sur les CDS à cinq ans), de l'ordre de 1 point entre août 2011 et juin 2012, qui aurait été réper-

cutée à hauteur de 0,6 point sur les taux moyens des nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises. Dans le cadre du FLS, la Banque d'Angleterre propose, pour une période de dix-huit mois, allant jusqu'en janvier 2014, des prêts à taux quasiment nuls aux banques qui augmentent leurs encours de crédits. Les banques pourront emprunter jusqu'à 5 % de leur actif courant, auquel s'ajoutera l'augmentation de leurs encours de crédits à l'économie britannique d'ici la fin 2013. Le taux sera de 0,25 % pour les banques qui augmentent leurs encours de crédits, et augmentera de 0,25 point pour chaque baisse d'1 % de l'encours de crédit.

Encadré 1. L'OMT : un nouveau plan d'achats de titres de la BCE

En mai 2010, la crise grecque avait conduit la BCE à intervenir sur les marchés secondaires afin d'enrayer la hausse des primes de risque. Entre mai 2010 et mars 2012, la BCE a acheté près de 220 milliards d'euros d'obligations grecques, irlandaises, portugaises, italiennes et espagnoles dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP, *Securities Market Programme*). En août 2012, Mario Draghi avait annoncé de nouvelles mesures dont les détails ont été communiqués le 6 septembre. Ainsi, la BCE se dote d'un nouveau dispositif, l'OMT (*Outright monetary transactions*), se substituant au SMP, qui lui permettra d'acheter, sur le marché secondaire, des titres publics, principalement d'une durée d'1 à 3 ans. La BCE ajoute une conditionnalité puisque ne sont éligibles à l'OMT que les titres émis par des pays relevant d'un programme d'aide du FESF/MES. Il est aussi précisé que la participation du FMI devra être recherchée. La BCE n'interviendra que si les engagements qui sont pris consécutivement à l'aide accordée dans le cadre du FESF/MES sont respectés. Elle indique par ailleurs que ces opérations devraient être stérilisées de façon à neutraliser les effets des achats sur la base monétaire. Dans le cadre du SMP, la BCE avait absorbé les liquidités résultant des achats de titres en collectant des dépôts à terme. Par ce biais, l'opération ne conduit pas à une hausse de la base monétaire même si elle entraîne une augmentation de la taille du bilan. Les achats réalisés dans le cadre de l'OMT devraient prioritairement se concentrer sur les titres d'une maturité comprise entre un et trois ans. La BCE précise par ailleurs qu'elle ne fixe aucune limite à ses interventions. Enfin, la BCE renonce à son statut de créancier prioritaire, ce qui réduira le risque subi par les autres porteurs de titres. En effet, par cette disposition tous les titres détenus par les investisseurs autres que la BCE devenaient automatiquement plus risqués en cas de défaut de l'émetteur⁹.

9. Voir J. Creel et X. Timbeau, 2012, « [Amis des acronymes, voici l'OMT](#) », blog de l'OFCE.

L'objectif est d'inciter les banques à prêter davantage aux entreprises et aux ménages britanniques, mais il sera difficile d'en mesurer l'impact. La Banque d'Angleterre attend de cette mesure une baisse du coût du crédit comprise entre 1 et 2 points, mais elle note elle-même que le coût du crédit n'est qu'un des facteurs qui déterminent la demande de crédit. La question de l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux sont déjà proches de zéro se pose clairement au Royaume-Uni. Après la baisse du taux directeur à 0,5 %, la mise en place de programmes d'achats de titres de grande ampleur, les Britanniques essaient un nouvel outil pour inciter les banques à prêter, encore faut-il que la demande reparte.

En novembre 2008, la Réserve fédérale annonçait un programme d'achat jusqu'à 100 milliards de dollars de titres de dette des *Government Sponsored Enterprises* (GSE)¹⁰ et jusqu'à 500 milliards de MBS (*Mortgage backed securities*) détenus par les GSE au long du premier semestre 2009. L'objectif de ce premier programme d'achat à grande échelle de titres (*Quantitative Easing – QE*) était d'augmenter l'offre et réduire le coût du crédit pour l'achat de logement. Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) du 17 mars 2009 a porté le montant des achats de MBS émis par les agences à 1 250 milliards de dollars et à 200 milliards de dollars les achats de titres de dettes d'agences (ce montant sera ramené à 175 milliards en novembre du fait de la disponibilité limitée de MBS) et étend la mesure jusqu'à décembre 2009 (décalée à mars 2010 selon le FOMC du 22 septembre). Lors de cette réunion du 17 mars 2009, un programme d'achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor à l'horizon d'octobre 2009 fut également lancé QE1.

En août 2010, le FOMC a annoncé un nouveau programme d'achat de titres longs du Trésor par la Réserve fédérale, à bilan inchangé. En réinvestissement le produit du remboursement du principal des titres et des dettes d'agences en achat d'obligations à long terme du Trésor, la Réserve fédérale poursuivait son objectif d'améliorer les conditions des marchés du crédit tout en maintenant constante la valeur faciale du bilan autour de 2 000 milliards de dollars. En plus de cette stratégie de réinvestissement sur les

10. Sont entendues ici les agences Fannie Mae et Freddie Mac dont la mission est de permettre le refinancement hypothécaire. Ces agences ont été mises sous la tutelle de l'État via le *Federal Housing Finance Agency*, en septembre 2008.

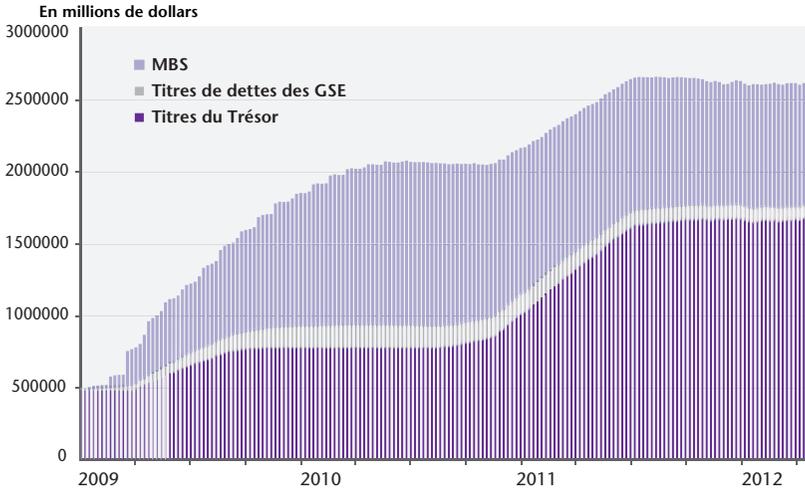
titres publics, la Réserve fédérale a entamé en novembre 2010 un nouveau programme d'achat d'obligations à long terme du Trésor de 600 milliards de dollars d'ici juin 2011 (QE 2). L'objectif du bilan passe alors à 2 600 milliards de dollars.

Une nouvelle stratégie fut engagée lors du FOMC de septembre 2011, avec la décision d'étendre la durée moyenne des titres du Trésor détenus par la Réserve fédérale en achetant des titres d'une maturité restante comprise entre 6 et 30 ans mois par le produit de la vente de titres d'une maturité restante inférieure à 3 ans (*Opération Twist*). L'opération portait sur 400 milliards de dollars et se faisait à bilan inchangé. Elle visait à allonger de 2,1 ans la maturité moyenne des titres du Trésor détenus par la Réserve fédérale pour la porter à 8,3 ans, d'ici juin 2012. Lors de la réunion du FOMC de juin 2012, la mesure est prolongée à décembre 2012 et porte sur 267 milliards de dollars. Cette *Opération Twist* reprenait ce qui avait déjà été implanté dans les années 1960, pour faire pression sur la courbe des taux.

Simultanément, le produit du remboursement du principal des MBS et des dettes d'agences est désormais affecté à l'achat de titres adossés à des créances hypothécaires et non plus à des titres du Trésor à long terme. Cette dernière option a été confirmée lors de la réunion du FOMC de 19 juin 2012. Le 13 septembre 2012, des achats supplémentaires de MBS sont prévus pour un montant de 40 milliards de dollars par mois, ce qui porte au final et jusqu'à la fin de l'année 2012, le montant d'achat de titres longs par la Réserve fédérale à 85 milliards (QE 3). La durée d'application de ce programme n'a pas été annoncée. La Réserve fédérale a précisé qu'elle continuera ses achats de MBS, augmentera ses achats d'autres actifs et recourra à d'autres instruments tant que les perspectives sur le marché du travail ne s'amélioreront pas sensiblement et que l'inflation restera stable.

Ces mesures non conventionnelles menées par la Réserve fédérale interviennent dans le cadre de la politique monétaire et ont les mêmes buts qu'une baisse du taux des *Fed Funds* : assouplir les conditions financières sur le marché du crédit afin de stimuler l'emploi et stabiliser les prix. Mais pour cela, encore faut-il que les mécanismes de transmission fonctionnent bien. On peut distinguer trois canaux par lesquels ces achats massifs de titres publics par la Banque centrale vont affecter les taux d'intérêt à long terme.

Graphique 5. Titres publics et quasi publics détenus par la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale.

Tout d'abord, en annonçant un programme d'achat de grande ampleur, la Banque centrale envoie le signal au marché interbancaire qu'elle cherche à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et poursuit une politique monétaire nettement accommodante. Ceci est d'ailleurs confirmé par l'annonce de maintenir le taux des *Fed Funds* à son niveau exceptionnellement bas probablement au moins jusqu'à la mi 2015. Par cette annonce, elle permet aux intervenants d'ancrer leurs anticipations sur les taux courts futurs et donc de réduire les taux à long terme. Le deuxième canal passe par les marchés qui sont directement ciblés par les mesures. En achetant des titres de dette et des MBS des agences Freddie Mac et Fannie Mae, la Réserve fédérale rassure les marchés puisqu'elle accepte de mettre à son actif des titres jugés encore à risque par les investisseurs. Ce faisant, elle réduit les primes de risques exigées sur le marché du crédit hypothécaire. Enfin, en achetant une grande quantité du stock de titres disponibles sur le marché, la Banque centrale pousse les prix à la hausse et donc réduit les rendements. En sélectionnant certains titres (par leur maturité ou garanties) et en modifiant les rendements, la Banque pousse les investisseurs à modifier leur portefeuille et donc à infléchir la courbe des taux sur les titres publics plus longs ou bien les titres privés.

Entre la fin 2008 et aujourd'hui, le bilan de la Réserve fédérale s'est accru d'environ 12 points de PIB (2 100 milliards de dollars). Le montant des titres du Trésor au bilan de la Fed a augmenté de 1 200 milliards de dollars sur la période. Il représentait 7,9 % de l'encours total de la dette obligataire du Trésor au début 2009 avant la mise en place du QE 1, et atteint 15 % en septembre 2012 (17 % un an plus tôt). Simultanément, la Réserve fédérale a acheté 1 300 milliards de MBS et titres de dettes d'agences en 2009 et au premier semestre 2010. La réorientation de ces actifs vers l'achat de titres du Trésor à partir de là a réduit progressivement les avoirs d'environ 350 milliards de dollars. Depuis décembre 2011, ils restent à peu près stables.

Plusieurs études ont analysé l'impact de ces programmes d'achat de titres à grande échelle sur les taux publics. Les résultats obtenus dans l'étude de Modigliani et Sutch (1966-1967)¹¹ sur l'opération *twist* des années 1960 concluent à un impact nul sur les taux d'intérêt publics à 10 ans. À l'inverse, D'Amico et King¹² arrivent à des résultats très élevés mais ayant une forte marge d'incertitude. Les études plus récentes indiquent qu'un achat de 600 milliards de dollars auraient permis de faire baisser les taux d'intérêt à 10 ans entre 0,15 et 0,30 point (tableau 1). Rapporté au montant effectif de 1 200 milliards de dollars d'achat de titres du Trésor par la Fed, l'impact sur le taux long serait donc compris entre 0,3 et 0,6 point. Ceci serait équivalent à une baisse comprise entre 1,5 % et 2 % du taux des fonds fédéraux¹³ sur les taux publics à 10 ans.

Plus récemment, la BRI a estimé, sur la période janvier 1990-juin 2011, les effets d'un changement dans la composition du portefeuille de titres publics détenus par la Réserve fédérale. L'allongement d'1 mois de la maturité moyenne des titres du Trésor baisserait de 0,034 point les taux publics à 10 ans, toutes choses égales par ailleurs. En appliquant de façon linéaire ce

11. Modigliani, Franco et Richard Sutch, 1967, "Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience." *Journal of Political Economy* 75(4 août), pp. 569-589. <http://www.jstor.org/stable/1832167>.

12. D'Amico, Stefania, and Thomas King, 2010, "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases", *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 2010-52. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201052/201052abs.html>

13. John C. Williams (2011, voir tableau 1) nous dit qu'une baisse de 15 points de base de taux long résulte d'une baisse de 0,75 % du taux des fonds fédéraux.

résultat à l'objectif fixé par la Réserve fédérale d'un allongement de vingt-cinq mois de la maturité moyenne (opération *twist*), l'impact final de cette mesure serait une baisse des taux longs de 0,85 point. De même, selon la BRI, une hausse d'1 % de la part des titres publics détenus par la Réserve fédérale dans l'encours de dette du Trésor entraînerait par une baisse de 0,20 point des taux publics ayant une maturité restante de 10 ans. En l'absence de programmes QE1 et QE2 et de l'opération *twist*, les taux d'intérêt à long terme auraient été supérieurs de 1,8 point à ce qu'ils sont actuellement. Cependant, si l'on considère que ces baisses de taux ont facilité le financement du déficit public et stimulé l'émission de titres à long terme par le Trésor, la baisse des taux d'intérêt a été atténuée par cette offre supplémentaire qui est venue contrer une partie des effets positifs de la politique monétaire. En l'absence d'extension de la maturité de la dette publique, les taux à 10 ans auraient été inférieurs de 0,8 point à ce qu'ils étaient en juin 2011.

Tableau 1. Impact des programmes d'achats de titres publics sur les taux publics à long terme

Etudes	Echantillon	Effets estimés sur programme de 600 milliards d'achats de titres publics*
Modigliani et Sutch (1966-1967)	Opération Twist	0 pb (+/- 20 pb)
Greenwood et Vayanos	États-Unis d'Après guerre	14 pb (+/- 7pb)
Krishnamurthy, Vissing et Jorgensen (2010,2011)	États-Unis d'Après guerre, QE1 et QE2	15 pb (+/- 5 pb)
Gagnon, Raskin, Remache et Sachs (2011)	QE1	30 pb (15 pb) 18 pb (+/- 7 pb)
D'Amico et King (2010)	QE1 (achats de titres du Trésor)	100 pb (+/- 80 pb)
Hamilton et Wu (2011)	QE 2	17 pb
Hancock et Passmore (2011)	QE1 (Achat de MBS)	30 pb
Swanson (2011)	Opération Twist	15 pb (10 pb)

* Pour faciliter la comparaison de résultats, les effets estimés ont été transposés au cas d'un achat de 600 milliards de dollars en titres du Trésor américain, soit le volume du QE 2 lancé en novembre 2010.

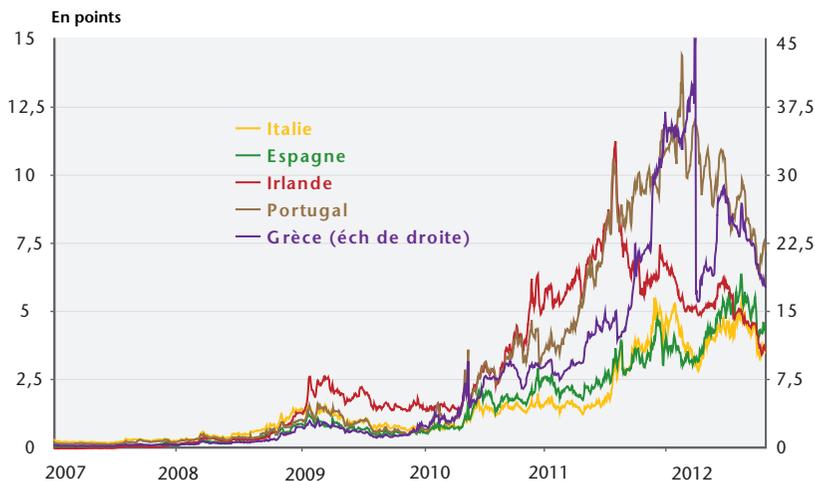
Source : John C. Williams: Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years, *FRBSF Economic Letter*, 3 octobre 2011.

Comparativement aux opérations menées par la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre, il y a peu d'éléments empiriques sur les effets des achats de titres de la BCE. Szczerbowicz (2012)¹⁴

14. Voir : « De la pertinence du rachat de titres souverains par la Banque centrale européenne », *Blog du CEPII*.

suggère que l'impact à court terme aurait été compris entre 0,25 point en Italie et 3,76 points en Grèce. Néanmoins, les achats de titres réalisés par la BCE s'inscrivent dans un contexte différent car marqué par la crise des dettes souveraines. Ainsi, l'objectif n'était donc pas de faire baisser les taux longs sur l'ensemble de la zone euro mais seulement de réduire les primes de risque observées sur les taux des pays frappés par la crise (graphique 6) dans la mesure où elles réduisaient l'efficacité de la transmission de la politique monétaire. Ainsi, un membre du Conseil des gouverneurs de la BCE¹⁵ justifiait le recours au SMP par la dégradation de la qualité des signaux envoyés sur certains marchés obligataires. En effet, ces taux obligataires étaient déconnectés de ceux observés dans le reste de la zone euro en raison des craintes d'un défaut ou d'une sortie de la zone euro.

Graphique 6. Primes de risque sur les taux obligataires publics*



* La prime de risque est mesurée par l'écart entre le taux public à 10 ans du pays et le taux équivalent pour l'Allemagne.

Source : Datastream.

De fait, les taux sont restés élevés traduisant soit un manque d'efficacité de la politique monétaire soit l'insuffisance des montants acquis par la BCE dans le cadre du SMP, qui ont été bien inférieurs à ceux effectués par la Réserve fédérale ou la Banque

15. Voir l'intervention d'octobre 2011 à Malaga de José Manuel Gonzalès-Paramo : http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html.

d'Angleterre. Ainsi, au 31 décembre 2011, la BoE détenait 300 milliards de livres de dette publique émise par le gouvernement britannique, soit 23 % de la dette totale. Aux États-Unis, les montants détenus par la Réserve fédérale atteignaient 11 %. Quant à la BCE, les 220 milliards d'euros du programme SMP n'ont pas représenté plus de 2,7 % de la dette publique totale émise dans la zone euro. Si l'on ne retient que la dette émise par les pays ciblés par le SMP, ce pourcentage atteint 6,6 %. Il faut néanmoins préciser que les opérations exceptionnelles de refinancement de la BCE ont eu un effet indirect sur les taux longs publics puisqu'elles ont conduit les banques de la zone euro, notamment italiennes et espagnoles, à accroître leur portefeuille de titres souverains.

On peut alors se demander si l'OMT sera plus efficace que son prédécesseur. Premièrement, il s'inscrit dans une démarche identique à celle du SMP puisque la BCE se défend de mener une politique quantitative mais entend toujours restaurer une transmission efficace de la politique monétaire. Au 1^{er} octobre 2012, aucune intervention n'a été réalisée. La BCE n'ayant fixé aucune limite à ses interventions, l'impact dépendra donc des achats qui seront effectivement réalisés par la BCE. L'efficacité du plan dépendra également des anticipations de marché. Si les marchés considèrent que la probabilité d'une sortie de la zone euro est nulle, alors les primes de risque baisseront significativement. À cet égard, l'annonce de l'OMT ne peut être dissociée des autres avancées réalisées sur la gouvernance européenne. En adoptant le TSCG, les États membres peuvent espérer crédibiliser leurs efforts de consolidation budgétaire. D'autre part, la mise sur pied du MES renforce et pérennise la solidarité financière au sein de la zone euro, renforçant l'intégration. Si ces différents éléments parviennent à convaincre les marchés, l'effet de l'OMT pourrait être supérieur à celui du SMP.

3. Crédits et demande

Malgré l'action des banques centrales pour relancer l'activité et/ou améliorer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, force est de constater que l'activité peine à repartir aux États-Unis et qu'elle recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. Au deuxième trimestre 2012, le taux de chômage aux États-

Unis était encore de 8,2 %, supérieur de plus de 3 points à ce qu'il était en fin d'année 2007. Au Royaume-Uni, il était de 8 %, soit 2,8 points au-dessus de son niveau d'avant-crise. Quant à la zone euro, avec un taux de chômage de 11,4 % en août 2012, on atteint désormais un record historique sur les trente dernières années. Ces médiocres performances macroéconomiques s'expliquent-elles par la faiblesse des effets des mesures non conventionnelles sur les taux d'intérêt évoquées précédemment ? Des analyses contrefactuelles conduisent à tempérer ce jugement. En effet, partant de l'estimation d'un modèle VAR (*Vector Autoregressive*) pour la zone euro, Giannone, Lenza et Reichlin (2012)¹⁶ suggèrent que le taux de chômage de la zone euro aurait été supérieur de 0,6 point si la BCE n'avait pas adopté des mesures non conventionnelles. Chung *et al.* (2011) suggèrent, à partir de simulations réalisées avec le modèle FRB/US de la Réserve fédérale, que l'effet maximum des achats de titres sur le taux de chômage atteindrait 1,5 point.

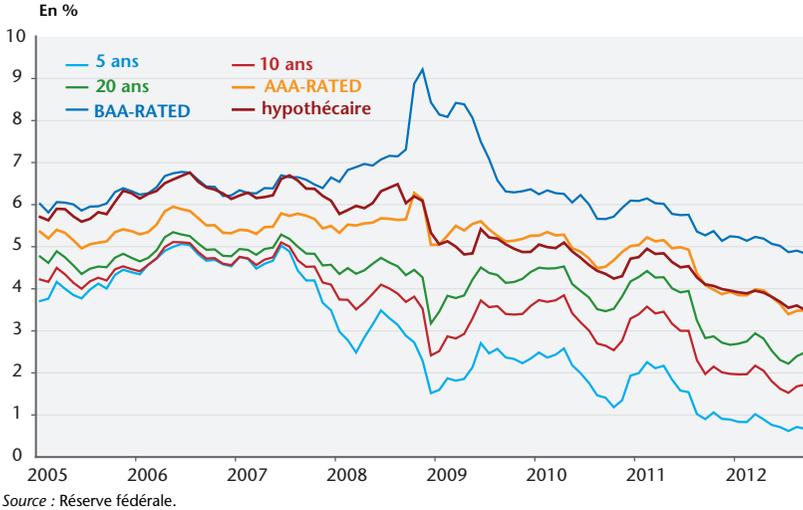
La faiblesse de l'activité traduit alors sans doute l'impact récessif joué par d'autres facteurs. En premier lieu, les mesures de consolidation budgétaire pèsent sur la demande et freinent la reprise. Pour l'année 2012, les impulsions budgétaires sont respectivement de -0,9 point de PIB pour les États-Unis, -1,7 point pour la zone euro et -1,8 point pour le Royaume-Uni. Ainsi, globalement, les décisions de politique monétaire pourraient avoir été effectivement répercutées sur les conditions de financement mais ne pas avoir permis de stimuler la demande de financement du fait des autres freins, liés à la politique budgétaire, qui pesaient sur l'activité. Néanmoins, les conclusions de Giannone, Lenza et Reichlin (2012) ou de Chung *et al.* (2011) sont fragiles et l'absence de reprise refléterait alors une situation de trappe à liquidité.

Ainsi, aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont fortement baissé depuis un an. Entre juin 2011 et juillet 2012, les taux publics à 5 ans ont reculé de 0,9 % et les taux à 20 et 30 ans, de 1,7 % (graphique 7). Depuis août 2012, les taux ont légèrement remonté, et ce d'autant que leur maturité est longue. Mais cela n'a pas eu d'effet sur la rémunération des titres privés. Ce mouvement récent ne s'est pas reflété dans les taux hypothécaires qui poursuivent leur baisse. Le rachat de MBS par la Réserve fédérale depuis

16. Voir : « The ECB and the interbank market », *CEPR Discussion Paper* n°8844.

juin 2011 et amplifié depuis septembre dernier s'est donc bien accompagné de la baisse des taux hypothécaires en septembre et a probablement empêché le mouvement de hausse que l'on a observé sur les titres longs publics.

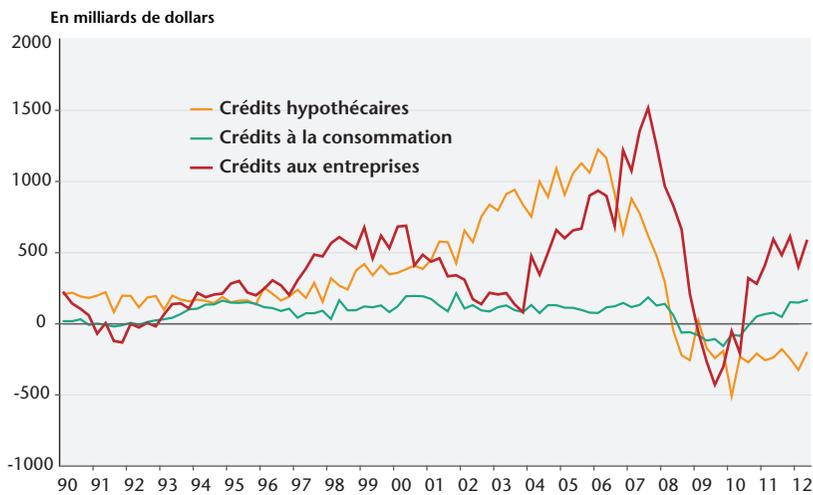
Graphique 7. Taux sur les obligations publiques et privées aux États-Unis



Les conditions de financement du secteur non financier sont de plus en plus favorables mais ne suffisent pas à consolider la croissance de la demande qui reste fragile. Malgré les efforts de la Banque centrale pour stimuler l'économie et réduire le chômage, les nouveaux crédits au secteur privé restent faibles. Les crédits à la consommation, nets des remboursements, ont repris depuis presque deux ans mais les ménages poursuivent leur effort de désendettement hypothécaire. Malgré le repli de 20 % du taux d'endettement hypothécaire, la dette brute des ménages représente encore 50 % de la valeur de leur patrimoine immobilier, pour une tendance de long terme légèrement supérieure à 35 %. Le marché de l'immobilier a cessé de se dégrader et les prix commencent à se redresser, ce qui pourrait alléger sensiblement l'effort d'ajustement des ménages. Quant aux entreprises, l'investissement reste conditionné par leurs carnets de commandes et leur perception d'une éventuelle prochaine amélioration. Or, les indicateurs de confiance se sont dégradés dans le courant du premier semestre. Du côté des entreprises, les flux de crédits nets se maintiennent autour de

500 milliards de dollars par trimestre (en rythme annualisé). Les organismes de crédits observent une baisse de la demande de la part des entreprises au cours de l'été dernier, malgré des conditions d'octroi de crédit plutôt favorables.

Graphique 8. Flux de crédits nets au secteur privé américain



Dans la zone euro, les problèmes liés à la crise de la dette souveraine et à la situation du système bancaire ont également pu freiner l'efficacité de la politique monétaire, malgré les achats ciblés de la BCE. Les taux d'intérêt publics sont effectivement restés élevés. Or, les conditions de financement appliquées par les banques sont sensibles à l'évolution des taux longs et donc à l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, ce qui justifiait les mesures prises par la BCE. Ainsi, Barthélemy et Marx (2012)¹⁷ ont récemment montré que les écarts sur les taux d'intérêt publics se répercutaient sur les taux débiteurs fixés par les banques. Ils estiment en effet une équation économétrique sur la période février 2003 à octobre 2011 où le taux d'intérêt bancaire dépend du taux de politique monétaire, d'un effet de structure par terme des taux d'intérêt et de la prime de risque mesurée par l'écart entre le taux

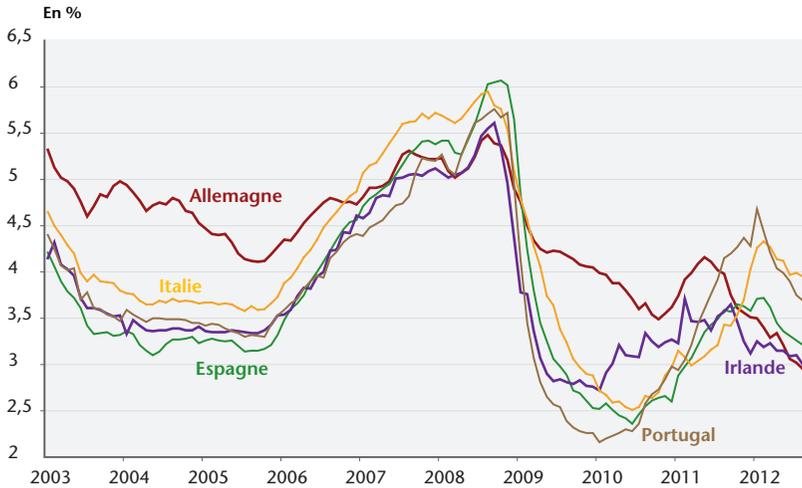
17. Voir : « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 188, deuxième trimestre 2012.

public du pays considéré et le taux allemand. Ils montrent alors qu'une augmentation de la prime de risque de 1 point entraîne à long terme une augmentation des taux appliqués aux crédits immobiliers, aux crédits à la consommation et aux crédits accordés aux sociétés non financières (SNF). C'est pour les SNF que la hausse est en moyenne la plus élevée. Elle est de 1,1 point pour l'Espagne, de 1,4 point en France et de 0,9 point en Italie. Néanmoins, si ces résultats sont cohérents avec ceux mis généralement en évidence par la littérature sur la détermination des taux d'intérêt bancaires, ils ne permettent pas de prendre en compte l'effet des mesures non conventionnelles mises en œuvre par la BCE.

De fait, il apparaît clairement que l'évolution des taux bancaires sur l'année 2011 ne reflète pas la dynamique des primes de risques. Ils dépendent en effet aussi des caractéristiques nationales du système bancaire, comme la part des crédits accordés à taux variables. En effet, lorsque cette part est élevée, les taux bancaires sont relativement plus sensibles à l'évolution des taux sur le marché interbancaire qu'à celle des taux à long terme. Il reste que l'hétérogénéité de ces taux est importante (graphiques 9a et 9b) et la période récente montre que la baisse des taux fixés par les banques allemandes a été bien plus forte que celle des banques espagnoles, italiennes, portugaises et irlandaises. En août 2012, le taux bancaire moyen en Allemagne était de 2,95 % contre 3,2 % en Espagne, 3,7 % en France et 3,95 % en Italie. La crise des dettes souveraines ne reflète donc qu'imparfaitement les conditions de financements déterminées par les banques.

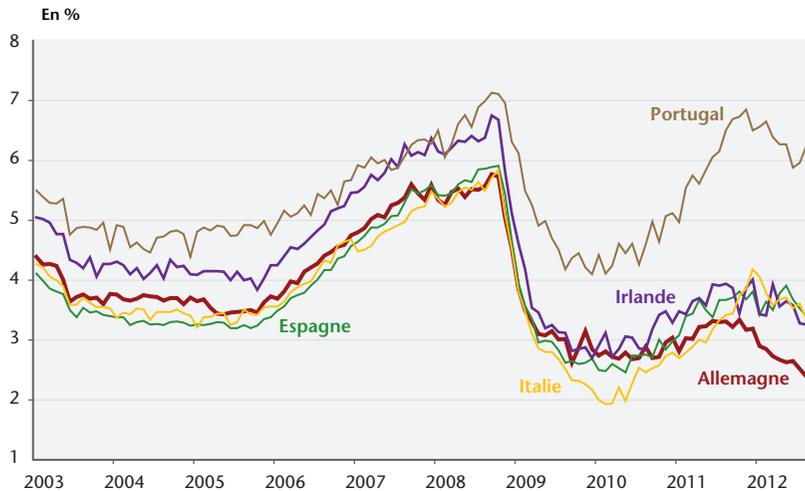
Par ailleurs, au-delà des effets liés à l'augmentation des primes de risque dans certains pays, ce sont plus généralement les conditions de crédit qui se sont durcies pour l'ensemble de la zone euro en début d'année 2012. Les banques déclaraient notamment durcir leurs conditions en raison de perspectives économiques dégradées et des difficultés accrues pour obtenir des financements de marché. La situation macroéconomique est également visible au travers de la demande de crédits, telle qu'elle ressort de l'enquête réalisée par la BCE. Ainsi, tant pour les ménages que pour les entreprises non financières, la demande de crédit a nettement reculé depuis le début de l'année 2011 (graphique 10). Si l'enquête réalisée pour le troisième trimestre 2012 montre un léger retournement, le solde d'opinion reste néanmoins négatif.

Graphique 9a. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux ménages



Source : BCE.

Graphique 9b. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux SNF

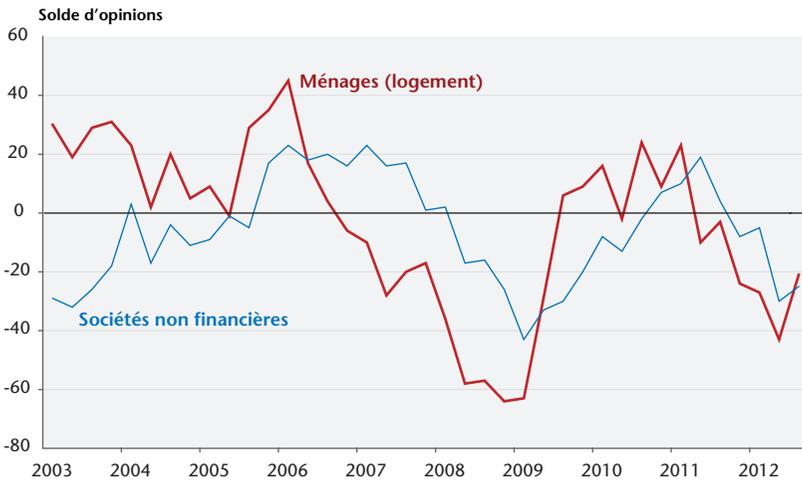


Source : BCE.

Ainsi, plus globalement, le sort de la zone euro ne dépend aujourd'hui pas fondamentalement des décisions prises par la BCE. Si la politique monétaire ne parvient pas à relancer la demande, c'est parce que le stimulus est insuffisant pour compenser des politiques budgétaires de plus en plus restrictives. Jusqu'ici, l'action de la BCE s'est principalement concentrée sur le système bancaire,

veillant ainsi à éviter un effondrement de l'offre de crédit et à établir les conditions nécessaires à la reprise dès que la demande sera de retour. L'efficacité de cette stratégie est néanmoins limitée et la reprise de l'activité dans la zone euro est conditionnée à une meilleure coordination du *policy-mix* où la consolidation budgétaire est étalée dans le temps et où la politique monétaire garantit que les dettes publiques sont des actifs sans risque. Ce faisant, les taux d'intérêt publics doivent être bas partout dans la zone euro, ce qui permettrait de réduire la charge de la dette. La stratégie poursuivie est cependant toute autre. Les pays de la zone euro s'enferment dans une logique de consolidation auto-destructrice, seule solution pour s'attirer les bonnes grâces de la BCE. De ce point de vue, l'objectif de la nouvelle opération lancée au mois de septembre 2012 doit être de parvenir à réduire significativement les primes de risque sur les taux d'intérêt publics. Les effets du programme précédent ont été soit limités soit contrariés par des pressions de marché trop fortes. Il faut donc souhaiter que cette fois-ci l'action de la BCE sera déterminante afin d'envoyer un signal clair aux marchés.

Graphique 10. Enquête sur l'évolution de la demande de crédits*



* L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant que la demande de crédit a augmenté et celles renseignant qu'elle a diminué.

Source : BCE (enquête Bank lending survey).

INDEX DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

Tableaux	249
Graphiques	251
Encadrés	253
Liste des abréviations de pays	254

La débâcle de l'austérité

Pertes (-) ou gains (+) de production et variation du chômage	16
Perspectives de croissance mondiale	17
Impulsions budgétaires et évolution des soldes publics primaires	20
Chômage de longue durée	25
Chômage entre 2007 et 2011	25
Décomposition des révisions de prévisions de croissance de la zone euro pour 2012	31
Multiplicateur implicite selon la date de l'exercice de prévision	32
Comparaison entre scénario central et scénario d'austérité	34
bien tempérée, année 2013	34

Zone euro : l'austérité pour tous, tous pour l'austérité ?

Croissance des pays de la zone euro	46
Évolution du solde public dans les pays de la zone euro	48
Impulsions budgétaires des pays de la zone euro	49
Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays en zone euro	50
Évolutions sur le marché du travail en zone euro	52
Impact des restrictions budgétaires domestiques et étrangères	57
Taux d'intérêt publics et déficits budgétaires en 2013	64

France : la guerre de 3 % aura-t-elle lieu ?

Les freins à la croissance en France	72
Éléments du compte des ménages	77
Les déterminants des variations du taux d'épargne en France	80
Évolution du marché du travail en France	81
Résumé de la prévision pour 2012 et 2013	85
Comparaisons européennes du PIB et de ses composantes	86
Scénarios illustratifs des risques sur la croissance française	89
Emploi et chômage	92
Contrats aidés dans le secteur non marchand, France métropolitaine .	100
Projections de population active	105
Indice de flexibilité du travail dans différents pays	109
Prévision de taux de chômage et de NAIKU pour la France	111
Principaux agrégats des finances publiques	115
Décomposition de la variation du solde public	116
Principales mesures ayant un effet sur le déficit public structurel en 2013	121

Résumé des prévisions pour l'économie française	124
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés . .	125
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	126
Emploi et productivité par tête	126
Éléments du compte des ménages	127
Commerce extérieur et parts de marché	128
Taux d'intérêt et taux de change	128

Fiche thématique et fiches pays

Part des exportations nettes de pétrole dans le PIB iranien, 2002-2011	135
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	137
La falaise fiscale (fiscal cliff) telle qu'elle est prévue par la loi en cours .	148
États-Unis : résumé des prévisions	150
Décomposition des prévisions de croissance pour le Japon	152
Décomposition de l'évolution du solde public	154
Japon : résumé des prévisions	158
Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB	160
Zone Asie : résumé des prévisions de commerce	160
Besoin (-)/capacité (+) de financement du secteur public	168
Amérique latine : résumé des prévisions	169
Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance	173
Royaume-Uni : résumé des prévisions	182
Allemagne : résumé des prévisions	187
Chiffrage et répartition des mesures d'austérité pour 2011-2014	195
Italie : résumé des prévisions	197
Espagne : résumé des prévisions	204
Besoins et sources de financement de la Grèce, 2012-2014	207
Grèce : résumé des prévisions	208
Irlande : Résumé des prévisions	210
Portugal : Résumé des prévisions	215

Politiques monétaires : en attendant la demande

Impact des programmes d'achats de titres publics sur les taux publics à long terme	238
---	-----

La débâcle de l'austérité

Indicateurs de confiance économique en Europe	19
PIB par tête en parité de pouvoir d'achat	21
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	23

Investissement productif des entreprises en Europe	24
Taux de chômage en Europe	24
Consommation des ménages en Europe	26
Prévisions de croissance et d'impulsion budgétaire pour la zone euro ..	28

Zone euro : l'austérité pour tous, tous pour l'austérité ?

Taux d'intérêt publics dans la zone euro	45
Impulsion budgétaire et output gap dans la zone euro	47
Chômage	52
Contributions à l'évolution du revenu disponible brut des ménages de la zone euro (en nominal)	54
Contributions à la consommation des ménages de la zone euro	54
Consommation des ménages	55
Demande adressée	56
Soldes de la balance courante des pays de la zone euro	58
Enquêtes de confiance dans la zone euro	59
Taux d'investissement productif	60
Taux d'intérêt publics des quatre grands pays de la zone euro	62

France : la guerre de 3 % aura-t-elle lieu ?

Évolutions comparées du PIB français par tête pendant les crises... ..	68
Environnement international	69
Évolution de la demande adressée à la France	70
Écart de production en France	71
Évolution de la confiance... ..	73
Indice de production industrielle	74
Taux d'utilisation des capacités de production et cycle de productivité du travail	74
Taux de marge et taux d'autofinancement des entreprises non financières	75
Taux d'investissement des SNF	76
Taux d'épargne et taux de chômage	79
Consommation des ménages	80
Demandeurs d'emplois selon la durée au chômage	84
Niveau du PIB en France et dans le reste de la zone euro	86
Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim	94
Emploi dans l'intérim et tendance prévue des effectifs dans les services et le bâtiment	94
Taux de marge dans le secteur marchand et l'industrie	97

Écart à la tendance de long terme	97
Emplois aidés dans le secteur non marchand	101
Évolution de la population active entre 2008q1 et 2012q1	103
Contribution à l'évolution de la population active de l'emploi et du chômage	104
Révisions du NAIRU calculé par l'OCDE entre 2007 et 2012	112
Solde public structurel	117
Décomposition du solde public	118

Fiche thématique et fiches pays

Évolution du prix d'un baril de Brent, de WTI et Dubaï, janvier 2010-septembre 2012	133
Écart de production aux États-Unis	139
Taux de chômage et taux d'emploi aux États-Unis	142
Dette hypothécaire et patrimoine immobilier des ménages américains	143
Productivité horaire du travail et coûts salariaux unitaires lors des différentes périodes de crise dans les entreprises non financières . . .	145
Dette du gouvernement fédéral et déficit public	149
Écart de production au Japon	152
Nouvelles commandes et mises en chantier de travaux publics	153
Taux d'activité depuis 1990	156
Taux de change de la livre sterling	180
Exportations allemandes en valeur	184
Contribution à la croissance du revenu disponible brut nominal	191
Évolution des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits pour les ménages et les entreprises	192
Nombre d'emplois (en équivalent temps plein) indemnisés par la CIG	192
Dette cumulée	213
Taux d'investissement	216

Politiques monétaires : en attendant la demande

Taille du bilan des banques centrales	225
Tensions sur les marchés interbancaires	227
Intermédiation financière de la BCE et surplus de liquidité	229
Base monétaire dans la zone euro	230
Base monétaire aux États-Unis	231
Base monétaire au Royaume-Uni	231
Titres publics et quasi publics détenus par la Réserve fédérale	236
Primes de risque sur les taux obligataires publics	239
Taux sur les obligations publiques et privées aux États-Unis	242
Flux de crédits nets au secteur privé américain	243

Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux ménages	245
Graphique 9b.Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux SNF	245
Enquête sur l'évolution de la demande de crédits	246

INDEX DES ENCADRÉS

La débâcle de l'austérité

Décomposition des révisions de prévision	29
Révisions des multiplicateurs budgétaires implicites	31
Le programme OMT (Outright Monetary Transactions)	37
Multiplicateurs budgétaires : la taille compte !	39

Zone euro : l'austérité pour tous, tous pour l'austérité ?

Le Portugal : pris en étau entre le peuple et les créanciers	50
--	----

France : la guerre de 3 % aura-t-elle lieu ?

Équation d'emploi	95
Le contrat de génération	98
Les emplois d'avenir	101

Fiche pays

Pétrole : Embargo contre l'Iran	134
RU : Rappel des principales mesures du budget de mars 2012	179
Italie : Mesures-phares de la réforme des retraites de 2011	195

Politiques monétaires : en attendant la demande

L'OMT : un nouveau plan d'achats de titres de la BCE	233
--	-----

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	Taiïwan
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

Les 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 18 OCTOBRE 2012

Participants au débat :

Michel Aglietta : *Conseiller au CEPPII*

Ludovic Subran : *Chef économiste (Euler Hermes)*

Éric Heyer, Xavier Timbeau, Philippe Weil : *OFCE*

Économie mondiale

Philippe Weil : Je vous remercie d'avoir accepté de venir nous donner votre avis critique sur les prévisions de l'OFCE. Je vous propose de commencer par les prévisions sur le monde.

Michel Aglietta : Si la crise s'étend sur l'ensemble des pays importants du monde, c'est parce qu'il se passe quelque chose qui n'est pas cyclique, qui n'est pas une crise financière traditionnelle avec des chocs boursiers ou des crises de change. Chaque zone du monde rencontre des problèmes structurels qui interfèrent avec les problèmes de la zone euro qui est devenue le foyer de la crise. On se demande à travers les textes de la prévision si la croissance potentielle doit être considérée comme non altérée ou si elle a subi un fléchissement durable. Quelles sont les croissances potentielles dans les différentes zones ? Par exemple la zone euro vit dans un régime « à la japonaise » qui peut durer des années.

S'il y a changement du régime de croissance, il n'y aura pas retour du passé, pour ce qui concerne la consommation (maintien du niveau de vie par l'endettement), la finance, etc. Le cycle économique est déformé par la déflation des bilans après une longue période de divergence de l'endettement.

En ce qui concerne l'interdépendance au niveau macroéconomique, nous manquons de modèles. Si la crise en zone euro a des effets sur le reste du monde, ce dont personne ne doute, il est difficile de quantifier les répercussions. Au CEPII, nous avons estimé un modèle économétrique (VAR structurel bayésien) pour mesurer l'impact macroéconomique de chocs survenant aux États-Unis et en zone euro sur les grandes régions émergentes. À raison de 1 % de variation du PIB américain et 1% du PIB de la zone euro, les élasticités de réponse dans les zones émergentes sont différenciées : la Chine reçoit une influence de la zone euro et des États-Unis relativement voisine et relativement faible ; en revanche l'influence est beaucoup plus importante sur le reste de l'Asie et l'Amérique latine.

D'autres conclusions de cette modélisation résultent d'une simulation d'une aggravation de la crise de la zone euro provenant soit d'un éclatement partiel, soit d'une restriction budgétaire généralisée où tous les pays cherchent à atteindre en même temps et à tous prix leurs objectifs prédéterminés (le pire scénario envisagé dans les prévisions de l'OFCE). Selon que les États-Unis résistent et préservent une croissance d'environ 1,5% ou qu'ils sont entraînés dans le puits de la récession européenne et descendent à 0 %, alors le monde hors Chine descend à 0 et se redresse essentiellement grâce à la Chine. La Chine devient un pivot de la régulation internationale. Le vecteur le plus important est le coût des matières premières. En Chine, la consommation est en train de prendre le relais de la croissance tirée par l'export, alors la baisse du coût des matières premières fait remonter le revenu réel en Chine, donc la consommation, ce qui a un effet favorable par intégration commerciale sur le reste de l'Asie, et par remontée du prix des matières premières sur l'Amérique latine. Ainsi au bout de trois ans la croissance remonte autour de 3% en Asie émergente et autour de 2,5 en Amérique latine.

La chose importante à savoir pour l'économie mondiale est que la Chine est devenue le pivot mondial : comment les transformations structurelles permettent ou ne permettent pas à la régulation macroéconomique de la Chine d'absorber les chocs externes devient un enjeu important de l'économie mondiale ?

La transformation rapide du commerce international avec une densification intra-pays émergents est un élément majeur des évolutions structurelles depuis 2009. Dix ans plus tôt un choc occi-

dental de l'importance de celui d'aujourd'hui aurait entraîné des effets beaucoup plus dévastateurs car le stabilisateur chinois n'était pas là à l'époque.

Sur les États-Unis, on a une difficulté à comprendre pourquoi l'investissement des entreprises ne repart pas. Si l'immobilier remonte, cela aurait signifié précédemment remontée de l'endettement, hausse des prix, augmentation de la richesse des ménages, ... Mais rien de tel aux États-Unis dans la langueur de la reprise depuis 2010. Le ressort est cassé. L'immobilier repart, avec des prix bon marché et des taux d'intérêt très bas, mais la reprise reste limitée. Une masse énorme de ménages se désendette encore, donc la reprise de l'immobilier se fait sur d'autres ménages, une population moins nombreuse et moins susceptible de pousser l'endettement aux extrêmes que la précédente qui a lancé la spéculation immobilière en 2002. La croissance du revenu médian des ménages est aujourd'hui très basse. Le problème d'inégalités de répartition devient très brûlant ; il se transforme en exclusion avec l'augmentation du chômage structurel et de sa durée. Résultat : les entreprises qui ont un niveau record de profit n'investissent pas.

Pour la Chine, je suis un peu plus optimiste que vos prévisions sur le taux de croissance pour 2013. Les stimulations monétaires du premier semestre 2012 montrent qu'il y a stabilisation dès le troisième trimestre 2012, puis reprise modérée au quatrième trimestre et les trimestres suivants par le dynamisme de la consommation et la hausse des investissements d'infrastructure.. cela pourrait amener le taux croissance en 2013 à 8,2 % par rapport à 7,6 % en 2012. La Chine a encore besoin de redéployer son capital et de restructurer les facteurs de production. Pour la Chine éviter le chômage est décisif. Leur idée est de développer le secteur privé, d'encourager les PME. La question du *matching* dans le temps est difficile. Mais le pouvoir politique en Chine dispose d'une politique monétaire habile et des ressources budgétaires de l'État central, soit désormais des relais de régulation macroéconomique efficaces. C'est seulement en Chine qu'une bulle immobilière a été maîtrisée sans effondrement des prix.

Ludovic Subran : Je suis un peu moins optimiste que Michel sur la Chine. En tant qu'assureur-crédit, nous nous inquiétons particulièrement de l'interventionnisme grandissant et de son effet sur l'environnement des affaires d'un côté ; de l'autre, du manque

de structuration des secteurs d'activité, et donc de la vraie émergence de PME qui contribueraient à une croissance plus stable dans le temps. Nous restons à 8 % de croissance pour 2013.

Sur les nouveaux faits structurants pour l'économie mondiale, la thèse d'une nouvelle croissance potentielle pour le monde est intéressante, surtout lorsque l'on observe le déplacement si rapide du barycentre de la croissance mondiale (dès le deuxième trimestre 2012, la moitié de la croissance mondiale vient des émergents). Cette thèse est aussi renforcée par l'inefficacité grandissante des politiques économiques : les multiplicateurs et autres paramètres plus structurels (productivité, élasticité, taux d'épargne par exemple) changent ou ne fonctionnent plus aussi bien. Nous cherchons désespérément de nouveaux stabilisateurs. Avec cette nouvelle donne, les pays du Nord se comportent comme les pays du Sud, en mode offensif, et vice-versa, et on se demande ce qui va suivre. Au final, c'est seulement 60 % du choc de 2008-2009 qui a été absorbé. Il reste donc 40 % à absorber. Au lendemain de Lehman Brothers, le monde a fait de la relance erratique sans rechercher l'efficacité de l'argent versé dans l'économie. L'hétérogénéité grandissante dans les politiques fiscale et monétaire ne peut qu'accroître les disparités.

Pour les pays émergents, c'est certainement le problème de l'hyper-liquidité dans les pays avancés et de ses externalités pour les BRICS qui inquiètent. Nous observons des bulles un peu partout, et un pays comme les États-Unis a l'habitude des bulles. Pourront-ils résorber plus de 17 % de mesures monétaires non conventionnelles si impunément ? Un exemple d'actif à risque : si on regarde le secteur de l'aéronautique, on se rend compte que les avions ont été achetés en (trop) grand nombre, potentiellement, pour avoir des actifs dans les carnets de commandes des entreprises ; n'y a-t-il pas une bulle sur ce marché ? Je ne parle pas des matières premières secondaires, cuivre, etc. où là encore les mouvements restent très peu liés à l'offre et à la demande ; comme le rappelle le FMI, les investisseurs iront certainement chercher les primes de risques dans les marchés émergents, pour pallier les faibles rendements observés dans les pays avancés. La résilience du système économique international va une fois de plus être testée en 2013.

À quel degré les *stress tests* sont-ils si importants qu'il faille aller chercher d'autres pivots de croissance ? Quel est le rôle du stabilisateur chinois ? À l'horizon 2050 il y aura un stabilisateur africain par la main-d'œuvre, en 2020 en Amérique latine par les matières premières (Pérou, Brésil). Si je devais faire quelques remarques sur vos fiches régionales, je pense que sur l'Amérique latine, il manque la recrudescence du risque politique. Dans cette zone on constate un déséquilibre d'investissement à cause des deux axes politiques : une gauche dogmatique, plus offensive, qui rebute les investisseurs (Argentine, Bolivie, Equateur et Venezuela), et une gauche pragmatique, celle du Brésil et qui rassure. Cependant, il y a encore un an, tout le monde pariait sur 5% de croissance pour le Brésil, alors que nous sommes à 3% maximum. La résistance de l'Amérique latine aux chocs récents est désormais entachée par trop de protectionnisme, et trop vite, avec une croissance non aboutie en capital humain et en productivité des facteurs. Sur les PECO, je continue de saluer celui qui a eu l'idée de l'Initiative de Vienne, qui limite le rapatriement trop rapide de capitaux d'Europe de l'Est vers l'Europe de l'Ouest. On se demande parfois pourquoi on ne résout pas en partie la crise de la zone euro par une initiative similaire pour la Grèce ! En tous cas, malgré cette initiative, les PECO restent marqués par la crise en Europe de l'Ouest avec du *deleveraging* qui complique la demande en berne et des crises domestiques non résolues. C'est la zone qui souffre le plus de la crise de la zone euro, portant toujours les stigmates d'une transition non réussie vers des régimes plus libéraux : un système social fortement décousu, une consommation et des revenus très inégaux, et un climat des affaires, excepté en Pologne ou en Roumanie, toujours marqué par des problèmes de gouvernance. Certains pays montrent d'ailleurs des risques de crise de liquidité (Hongrie par exemple).

Sur le Moyen Orient, après le printemps arabe, vint l'été, puis l'automne, puis l'hiver arabe... Cela fait maintenant deux ans que la transition patauge. Récemment, la bonne surprise pour moi, c'est peut-être l'Égypte qui commence à adresser son problème de balance courante. Ce pays dépense 10% de son PIB en subventions sur l'énergie et sur l'alimentation, la crise politique majeure ayant coupé les investissements de l'étranger a révélé de nouveau que de nombreux efforts restent à faire pour lui donner un rôle plein dans la sous-région. C'est en cours. En revanche, les risques politico-

économiques de la région (Turquie-Syrie, Israël-Iran, etc.) ne semblent pas se résorber.

L'Afrique, elle, souffrira en 2013 de la crise de la zone euro, avec une croissance trop limitée en moyenne pour générer investissement, innovation et faire émerger un vrai secteur privé. Certains pays continueront d'afficher des taux de croissance élevés mais il s'agit d'une croissance aux matières premières comme au Nigéria ou en Angola. Certains pays ont néanmoins fait des percées remarquables : le Mozambique ou le Ghana, mais ils restent affectés par le faible commerce régional et la stabilité des voisins. En revanche la tertiarisation de l'Afrique (téléphonie, secteurs bancaire et assurantiers) devrait porter ses fruits à terme.

Pour finir ce tour du monde un peu rapide, peut-être un mot sur les États-Unis. Au-delà de la falaise fiscale, qui est un non-événement, car au final à part le premier trimestre 2013, les effets devraient être absorbés rapidement, la vraie question est : assiste-t-on à une ré-industrialisation des États-Unis ? Entre gaz de schiste, bas salaires au Sud et la capacité à répondre globalement à des crises locales, on se demande si le phénomène de relocalisation est temporaire ? On peut avoir des doutes, les États-Unis vont, en effet, être en sous-régime de croissance pendant très longtemps à cause de la non-redistribution des profits dans l'économie (l'investissement est plat) Mais encore une fois, les mesures prises, notamment sur la sphère monétaire restent expérimentales et le redressement de l'immobilier, seulement marginal.

Xavier Timbeau : Je pense qu'il nous faut avoir une conversation sérieuse sur le « new normal ». Le futur est surtout incertain. Face à nous, il y a, pour résumer, deux branches : la première est la branche « Aglietta » caractérisée par une croissance potentielle durablement diminuée et un impact persistant de la crise, marquant la fin d'une époque insoutenable. Si on est sur cette branche, la question qui se pose est : « accepter cette situation et en tirer les conséquences ». Le régime productif est inadapté, les régimes sociaux sont trop généreux, le capitalisme n'est pas assez flexible, etc. À ce jeu-là, nous, en Europe, partons avec un énorme handicap par rapport aux pays émergents. Au contraire, la deuxième branche, appelons-là la branche « Greenspan », est celle dans laquelle, malgré cette crise profonde, tout est encore possible pour les pays avancés et nous pouvons retrouver une trajectoire

d'activité sans rupture majeure. Sur cette branche, notre système de protection sociale a joué son rôle, les déficits d'aujourd'hui en sont la manifestation et il importe de le préserver d'autant qu'il va dans le futur compenser par le rebond de l'activité les déficits accumulés.

Mais la branche « Greenspan » pourrait être un peu plus complexe. Elle pourrait être marquée par une trappe à liquidité, appelons-là la branche « Krugman ». Une trappe à liquidité est une situation où la politique monétaire ne fonctionne pas. Les investisseurs ou les entreprises font des profits mais n'investissent pas. Formellement, le taux d'intérêt réel anticipé est très élevé, parce que les anticipations de déflation dominent et plutôt que de prendre le risque d'un investissement productif, on préfère détenir de la monnaie (ou des titres publics) Comme le disait Keynes, il vaut mieux vendre son entreprise, partir à la campagne et revenir dans quelques années pour profiter du gain réalisé avec son argent placé sur un compte protégé. La trappe à liquidité est le mécanisme par lequel la crise dure. Ensuite, il y a la question des multiplicateurs. Les déficits et les dettes publics se sont gonflés par le jeu des stabilisateurs automatiques, des systèmes de protection sociale et des plans de relance.. Si maintenant on veut réduire rapidement le déficit, on s'engage dans des restrictions budgétaires brutales, qui associées à un multiplicateur élevé, transforment la branche « Krugman » en une branche qui ressemble beaucoup à la branche « Aglietta ». C'est la branche « OFCE » ! Nous sommes face à un problème où la situation favorable, associée à un certain nombre d'erreurs de politique économique, d'évaluation, qui peut faire passer la situation semblable à celle du « new normal ». Nous allons fabriquer le « new normal ». Son existence précède son essence.

Or le « new normal », c'est 5 points d'*output gap* perdus, c'est une hausse du déficit structurel de 3 à 4 points. Pour combler ce déficit il faut soit augmenter les prélèvements, soit réduire les dépenses publiques. Or, la seule véritable marge de manœuvre, c'est le contrat intergénérationnel et la protection sociale. Le contrat intergénérationnel a été construit sur une projection, une croissance potentielle. La retraite des retraités d'aujourd'hui, son mode d'indexation, les dates de départ à la retraite futures, le mode de calcul des retraites, tout cela traduit une attente du futur.

Et donc, si ce « new normal » est une fabrication, une situation qui ne résulte que d'un renoncement et d'une construction institu-

tionnelle insuffisante, comme la capacité de la BCE de garantir qu'il n'y aura pas de défaut sur les dettes publiques en zone euro faute de mutualisation les dettes, alors ce « new normal » est tout à fait inacceptable.

Michel Aglietta : Je ne pensais pas à cela du tout. Changement de régime de croissance signifie pour moi trouver des nouvelles sources de productivité, de progrès technique et d'accumulation de capital. La question est de savoir si oui ou non le mode de gouvernance que le capitalisme a déployé depuis 30 ans et qui a été fondé sur la dérive de l'endettement, la dictature de la bourse sur les finalités des entreprises, la capture du profit par le secteur financier et l'explosion des inégalités sociales, est capable de se réformer sans transformation institutionnelle et politique radicale qui conduirait nécessairement à une transition erratique vers un mode de régulation encore inconnu.

Prenons le cas des États-Unis où la protection sociale est limitée malgré Medicare. 47 millions de gens n'ont aucune protection sociale. Les fonds de pensions ne sont pas pour toute la société. Ce pays a été fondé sur l'égalité des chances. Justement parce qu'il n'a pas de protection sociale institutionnelle suffisamment élaborée pour être universelle, il a le plein emploi comme finalité première. Le chômage doit être purement conjoncturel, considéré comme un changement d'emploi et conçu aussi pour que tous les individus de toutes couches sociales aient a priori la possibilité de monter l'échelle sociale.

Depuis 30 ans, le mode de financement du capitalisme financier américain, appelé « valeur actionnariale » a cassé ce processus. Les inégalités salariales sont devenues cumulatives et proches de 0,5 (coef. Gini), pays occidental de loin le plus inégalitaire. Et l'inégalité s'est ossifiée au lieu de permettre la mobilité individuelle. Les couches moyennes basses, nombreuses aux États-Unis, sont en train de glisser vers une situation de stagnation. Le pays par ce côté se transforme en Colombie avec des ghettos. Les classes sociales deviennent cloisonnées, ce qui est incompatible avec l'autre aspect des États-Unis, la capacité d'innovation individuelle, et de continuer à faire l'économie de la « frontière », toujours chercher une nouvelle frontière qui vous permet de dépasser les contradictions antérieures.

Les États-Unis sont un pays qui se ferme complètement par l'écrasement des revenus médians, par un chômage qui devient structurel (40 semaines de durée moyenne du chômage), mais c'est peut-être le pays qui trouvera le premier les bases de la rénovation, de la croissance. Mais pour cela il faut sortir de modes de relations entre le politique et la finance qui ont totalement asphyxié le développement. Les entreprises n'investissent pas parce qu'il faut obtenir des taux de rendements financiers indépendamment du taux de croissance de l'économie. Ensuite faire le maximum de ROE en dépit de la crise, émettre des obligations à des taux extrêmement bas qui servent à payer les dividendes et à racheter ses propres actions pour tenter de faire monter le ROE. Nous sommes dans une économie sans croissance dont la Bourse atteint les niveaux de 2007 ! Pour autant, ces incohérences ne sont pas une limite de productivité, les sources de productivité sont énormes, des possibilités de développer le progrès technique immenses. C'est la structure de la gouvernance qu'il faut changer. Dans les pays scandinaves la crise financière de 1991-1992 a été surmontée par une réorientation du régime de croissance. Le système financier était à terre mais ils l'ont transformé, ils ont développé de façon massive l'investissement public et sont repartis sur un nouveau régime de croissance.

Xavier Timbeau : Essayons d'aller plus loin. Pourquoi est-il si important de maintenir le niveau des dividendes ? Parce que le pacte intergénérationnel aux États-Unis tient sur la valeur des actifs. La classe moyenne supérieure aux États-Unis a mis son épargne retraite et sa prévoyance dans les actifs. Que la valeur des actifs s'effondre et cette classe moyenne se sentira trahie.

Michel Aglietta : C'est une contradiction. On ne peut pas maintenir la valeur des actifs productifs si on n'investit plus dans les actifs productifs. Il faut revenir au réel et reconnecter la valeur des actifs à l'économie réelle. La valeur des actions n'est pas au niveau qui correspond à l'état des hypothèses sur l'évolution économique parce que la communauté financière n'a toujours pas compris que la crise est devant nous.

Économie zone euro

Ludovic Subran : Sur la zone euro, nous sommes d'accord avec les conclusions de l'OFCE : les cas de la Grèce et de l'Espagne ont été mal gérés. D'ailleurs, le fait de créer un mini FMI, une mini banque mondiale en Europe ne résoudra pas les différences intrinsèques entre l'Italie et l'Espagne ou la Grèce. Pour moi, l'Italie est un cas à part, c'est la dette des années 1970 et le manque de confiance dans la politique économique de Berlusconi qui ont généré le stress financier sans précédent que l'on a observé, mais je ne crois pas qu'il y ait eu surchauffe ou bulle comme en Grèce ou en Espagne. L'économie de l'Italie est moins financiarisée que celle des autres pays en Europe, et le choc de 2008-2009 n'a pas été aussi fort. En 2012 le double choc arrive en même temps. Nous avons des prévisions un peu plus sévères que vous sur l'Espagne et nous confirmons que l'Allemagne est tirée vers le bas. Les faillites se font nombreuses et coûteuses partout en Europe, y compris en Allemagne, et le *fly to quality* est contrebalancé par un *fly to* un marché du travail peu sécurisé et une démographie déclinante. L'importance des exports hors zone euro ne compensera qu'en partie la perte de croissance et la sinistralité d'entreprises, qui, il est vrai sont moins importantes qu'en France.

Michel Aglietta : En Europe nous arrivons à un moment politique fondamental. On commence à avoir une prise de conscience que l'euro fonctionne comme monnaie incomplète, que l'espace financier se fragmente, que l'ensemble des actifs détenus par les banques et d'autres acteurs financiers sur les pays dits fragiles est en train de se réduire, et donc qu'on assiste à un retour sur des bases nationales qui traduit bien une fragmentation du système financier. Les fuites de capitaux en Espagne, en Italie, au Portugal, dénoncées par la BCE, montrent bien que nous sommes dans un processus paradoxal. On cherche à maintenir une monnaie dans un espace qui financièrement se fragmente alors qu'on a construit cette monnaie sur l'unification financière. C'est la menace la plus fondamentale parce que si elle se poursuit jusqu'au bout, on n'a plus besoin de l'euro, on reviendra sur des espaces nationaux. La conservation de l'espace européen passe par le maintien de l'euro qui sera l'objectif absolu qui va obliger à changer de gouvernance. La gouvernance actuelle n'est pas compatible avec le maintien de l'euro.

Cela veut dire :

1) Si on considère que la configuration zone euro est celle qui existe aujourd'hui, il faut une restructuration de la dette grecque avec abandon des créances pour les créanciers officiels, ce qui est incompatible avec les traités, ce qui prouve bien que l'on a un problème de fond. La Grèce n'a pas besoin d'un autre plan d'aide qui la chargerait encore de plus de dettes. Elle a besoin d'une réduction massive de dette et de transformation de dette en capital. C'est ce qu'on a fait dans les pays d'Amérique latine à la fin des années 1980, le tout garanti par le Trésor américain. Ce qui en zone euro montre bien qu'il faut passer à autre chose que le Traité actuel, c'est pourquoi c'est un moment politique.

2) La consolidation de dette publique pour qu'elle ne soit pas un processus destructeur se fait sur des décennies et pas sur des années. On pensait avoir avancé avec l'idée d'une règle budgétaire structurelle, c'est-à-dire impliquant, ce que le FMI dit qu'il faut faire, un engagement pour une trajectoire dans le temps qui soit crédible et qui constitue un processus de consolidation. Pour qu'une consolidation de dette ne soit pas destructrice, traumatisante, il faut que la proportion de l'ajustement qui résulte d'un taux d'intérêt inférieur au taux de croissance soit plus importante que la proportion faite par l'excédent budgétaire lui-même. 3 % d'excédent budgétaire primaire est un maximum absolu de cohésion sociale. Au-delà tout le monde est dans la rue comme en Espagne ou au Portugal.

3) Élément essentiel, un niveau minimal de fédéralisme nécessaire pour que l'euro fonctionne avec toute l'efficacité attendue au départ. Arrivent le problème de l'union bancaire et le problème des caractéristiques de l'union budgétaire. Il faut recapitaliser les banques pour capitaliser l'économie. Jusque-là on n'a pas fait d'union bancaire, on a mis sous le tapis les dettes énormes des banques locales en Allemagne pour tenter de booster leurs profits, la faute à la Commission européenne qui a supprimé la garantie d'emprunt des banques régionales allemandes pour des raisons purement idéologiques.

Nous avons besoin d'un MES qui fonctionne très rapidement, qui recapitalise les banques très rapidement et d'un début de mutualisation des dettes souveraines, ce qui pour le moment peut passer par la BCE.

Quand on dit que la BCE peut intervenir mais que toute intervention présuppose un accord du Bundestag, ce que la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a dit, ça veut dire que le mécanisme européen, pour monter à un certain niveau de fédéralisme, serait soumis à des contestations légales permanentes. Toute intervention en dernier ressort de la BCE dans le cadre de l'OMT serait subordonnée au Bundestag, ce qui est un paradoxe quand on sait que c'est l'Allemagne qui a le plus insisté pour l'indépendance de la banque centrale.

Philippe Weil : Tant que la BCE conditionne son intervention à une acceptation préalable par d'autres, elle abdique une partie de son indépendance. Elle s'empêche d'intervenir quand elle le désire. Pourtant les membres de la BCE ne le reconnaissent pas.

Xavier Timbeau : Si on regarde les impulsions budgétaires réalisées, on s'aperçoit qu'on a une séquence depuis 2010 en Espagne, en Grèce ou en Italie par exemple extraordinaire. Si on regarde la variation de l'écart de production, après la crise 2008-2009, jusqu'en 2012, l'impact sur l'*output gap*, c'est plus de 10 points de PIB en Grèce. La Grèce d'aujourd'hui c'est 10 points d'activité perdus depuis la crise par l'impact de la politique d'austérité. En Italie c'est 4 points et ce n'est pas la faute de Berlusconi.

Ludovic Subran : Que la magnitude de ce choc sur l'*output gap* soit importante, d'accord, mais même si l'effet sur le tissu industriel est sévère, nous voyons des politiques économiques qui cherchent à récupérer de la croissance, comme par exemple en Italie, où le gouvernement prévoit de mettre 10 milliards d'euros pour le crédit bonifié aux entreprises. Les entreprises italiennes sont d'ailleurs parmi les moins endettées. Elles souffrent d'un étranglement du canal du crédit et de délais de paiements élevés, cependant les réformes structurelles devraient porter leurs fruits à moyen-terme et restaurer une croissance tirée par le secteur privé et l'industrie. Chez Euler Hermes, nous alertons en effet sur le détricotage du tissu industriel, en France, il s'agit de près de 64 000 défaillances d'entreprises par an, en augmentation de 3 % en 2012, mais je tends à croire que malgré l'impact désastreux des mesures d'austérité, les ajustements sont en partie nécessaires. La solution semble être double : plus de temps et de parcimonie. Je crois vraiment que la refonte de l'offre a un rôle à jouer dans le redressement de l'Europe.

France

Ludovic Subran : Sur la France nous prévoyons 0,3 % de croissance en 2013. Nous avons mis plus de résilience sur la consommation et un peu plus d'exportations que dans les prévisions OFCE. La coupure par deux de la magnitude de la récession dans les pays qui représentent 20 à 30 % de nos débouchés peut mécaniquement « booster » nos exportations. En revanche, nous sommes à plus d'un point en dessous du niveau d'investissement d'avant la crise, ce qui endigue mécaniquement le profil de croissance. Nos prévisions de sinistralité d'entreprise sont inquiétantes : fin août 2012 nous sommes à un chiffre d'affaire cumulé d'entreprises qui font défaut trois fois plus important que sur l'ensemble de l'année 2011. Il y a une réelle onde de choc sur les défaillances d'entreprises. On est très inquiet sur la résilience du tissu industriel français et de l'emploi.

Sur l'emploi je ne comprends d'ailleurs pas que nous n'attaquions pas le front des politiques actives de l'emploi. Si on regarde l'état du tissu social français et la cohésion, on comprend que la seule façon de stimuler l'accès à l'emploi des jeunes, c'est de transmettre les codes et de professionnaliser ; certaines aptitudes sont clés pour être employable (persévérance, travail en équipe, gestion des conflits) et la réforme de Pole Emploi n'ouvre pas ce champs de solutions, qui a pourtant fonctionné (avec plus ou moins d'efficacité) dans les autres pays.

Sur le financement des entreprises, je continue de penser que le problème des entreprises en France ce n'est pas la solvabilité (et donc le financement) mais c'est la rentabilité, donc nous sommes d'accord avec vous pour dire qu'il faut une politique de relance à court terme *via* la consommation et l'emploi. Les chiffres d'affaires des entreprises se sont contractés dès le deuxième trimestre 2012. Si on ne stimule pas la demande en France, cela ne peut pas fonctionner. La Banque Publique d'Investissement (BPI) est une bonne mesure pour l'accompagnement mais cela ne résout pas le problème de parts de marché à l'export, ou du faible nombre de PME. Pourquoi l'accompagnement des entreprises à l'export marche en Allemagne et pas en France? Ce n'est pas qu'un problème de haut de gamme ou d'innovation, c'est un partenariat public-privé qui adresse les déterminants de la compétitivité (prix

et hors prix) qui manque en France. De plus, le repli sur le domestique des entreprises françaises est un peu inquiétant.

Michel Aglietta : Le plus délicat à comprendre est cet affaiblissement des marges des entreprises industrielles qui commence en 1998. Et ce n'est pas imputable à des hausses de salaires. De plus les capacités de production n'ont pas progressé depuis 15 ans. Il s'agit donc d'un processus très profond en France, contrairement à l'Italie. En France nous n'avons pas assez d'investissement d'innovation. La recherche développement industriel est très faible, la recherche industrielle baisse de façon considérable.

Autre élément, nous n'avons pas d'organisation de l'innovation qui permette aux start-ups de devenir de grosses PME. Les entreprises *start up* manquent de capital et sont rapidement exposées à la dette. Or il semble bien que dans le Mittelstand allemand, comme aux États-Unis, ce sont ces entreprises intermédiaires qui parviennent à créer des emplois malgré les contraintes de la demande interne parce qu'elles parviennent à exporter dans les pays émergents.

Enfin la nature de la gouvernance des entreprises est aussi fautive. En Allemagne, le fait que les qualifications sont négociées et transférables entre toutes les entreprises d'une zone géographique, le fait qu'il y a des mises en commun en rapport avec les collectivités locales de tout le travail, cela réduit énormément les conflits. La savoir organisationnel ou le savoir collectif est crucial. En France on assiste à un manque d'organisation collective des entreprises. Aux États-Unis on a le système des *business angels*, en Allemagne le Mittelstand et l'aide financière liée avec, au Japon, les sous-traitants sont incorporés dans les grandes entreprises et font partie du processus innovateur. En France l'absence de systèmes à la fois décentralisés et organisés se traduit par un défaut de productivité et par des marges trop faibles. Le lien qu'il faudrait faire avec la macroéconomie est essentiel pour comprendre la nature de notre faiblesse. Basculer les charges sociales ne suffira pas à changer ce problème-là. En Allemagne le début de l'organisation des entreprises remonte au XVII^e siècle, les institutions implicites sont incorporées dans la culture allemande.

Comment revitaliser le tissu industriel français ? Il faudrait que l'État s'implique. Les entreprises performantes françaises des années 1960-70 se sont affirmées sous l'ombrelle de l'État.

Éric Heyer : Je reviens sur le taux de marge des entreprises non financières. Au niveau macroéconomique, on n'observe pas de baisse structurelle de celui-ci. En revanche, ce taux de marge s'est effondré au cours de la crise et continue à se dégrader aujourd'hui. Cette évolution est cohérente avec la présence de sureffectifs dans les entreprises et confirme l'idée que l'ajustement de l'emploi à la chute d'activité n'est pas achevé. Il faut donc s'attendre à une croissance économique très peu riche en emplois dans les trimestres à venir. La baisse structurelle des taux de marge évoquée par Michel Aglietta s'observe dans le secteur industriel et plus précisément au sein des entreprises exportatrices. La raison de cette dégradation est en grande partie liée à la réponse des exportateurs français à la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne au début des années 2000. Depuis cette date, la dynamique du coût salarial unitaire est en faveur des entreprises allemandes. Afin de limiter les pertes de compétitivité, les entreprises exportatrices françaises, contrairement à leurs homologues italiennes, espagnoles ou néerlandaises, ont réduit considérablement leurs marges afin de maintenir une évolution des prix à l'exportation proche de celle de leurs concurrentes allemandes comme le soulignent les données d'Eurostat.

Achévé de rédiger en France

Dépôt légal : novembre 2012

Directeur de la Publication : Philippe Weil

Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux