

# LA DÉBÂCLE DE L'AUSTÉRITÉ

## PERSPECTIVES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision<sup>1</sup>,  
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 mutualisation<sup>2</sup>. 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'austérité<sup>3</sup>.

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 européenne<sup>4</sup>, les multiplicateurs budgétaires<sup>5</sup> 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 1,6<sup>6</sup> 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 <sup>1</sup> 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 <sup>2</sup>	1,5	7,8	2,4	3,7
Russie	3,3	4,3	3,5	3,8
Autres CEI <sup>3</sup>	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

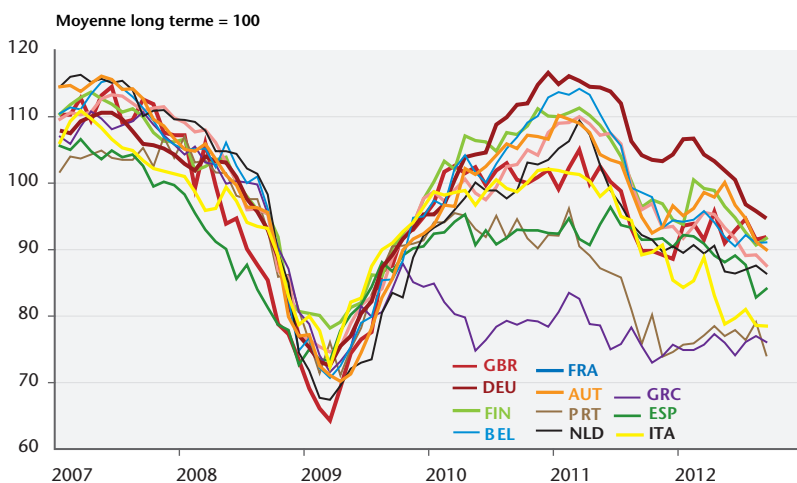


mode de développement sur lequel s'appuie la croissance des zones émergentes, axé sur la conquête de marchés extérieurs et les exportations, leur fait subir de plein fouet les restrictions conduites dans les pays industrialisés, notamment dans la zone euro. Tous sont touchés, tant les pays fournisseurs 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

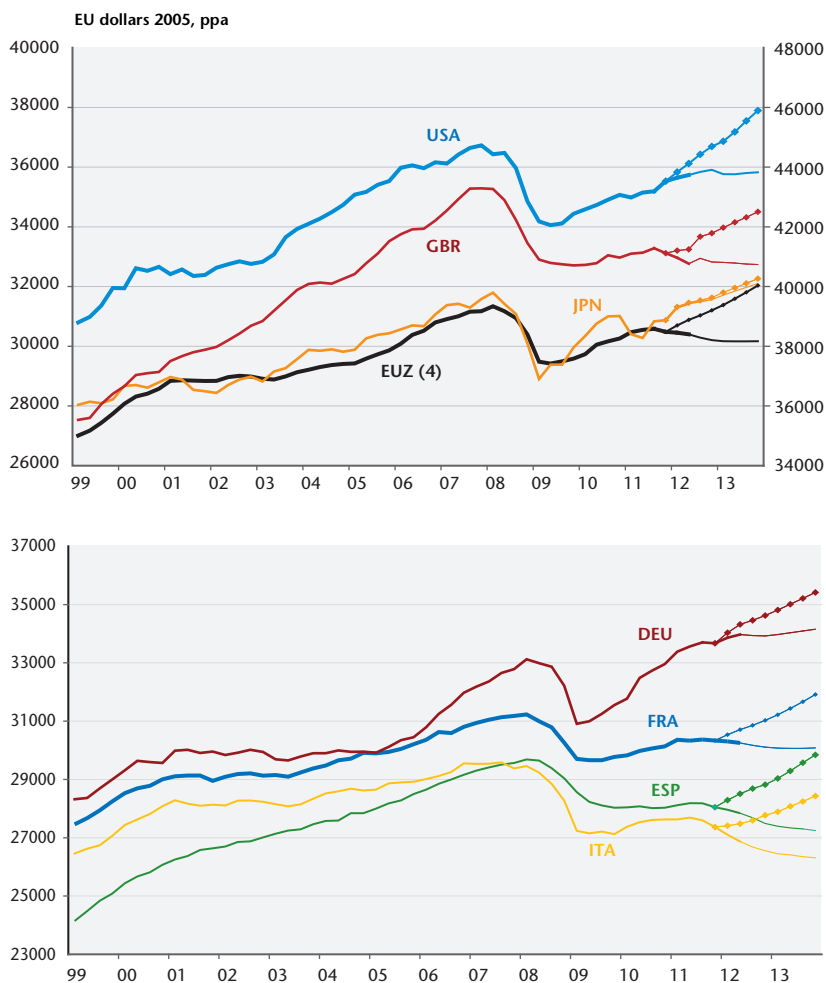
		2010	2011	2012	2013
Allemagne	Variation du solde public primaire	-1,3	3,5	0,3	-0,2
	Évolution spontanée	-0,2	-2,1	0,2	0,3
	Impulsion délibérée	1,5	-1,4	-0,5	-0,1
France	Variation du solde public primaire	0,6	2,1	0,8	1,0
	Évolution spontanée	-0,1	-0,1	0,8	0,8
	Impulsion délibérée	-0,5	-2,0	-1,6	-1,8
Italie	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 débat<sup>7</sup>. 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

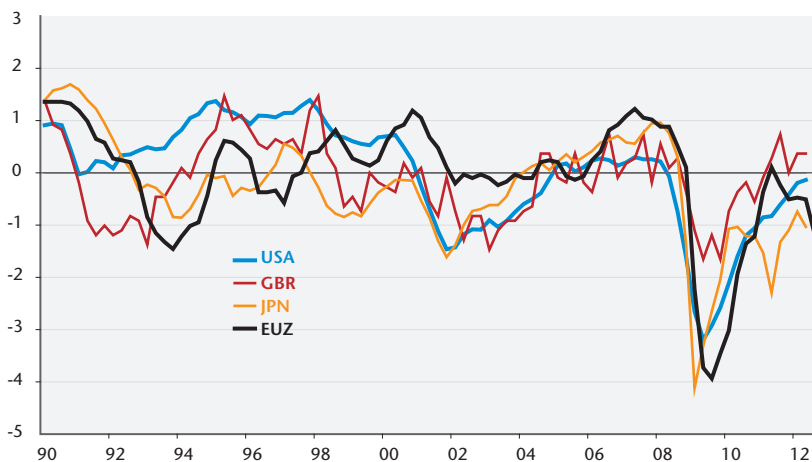
---

7. Voir sur ce point « Quel scénario de croissance à l'horizon 2017 ? », in *Évaluation 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



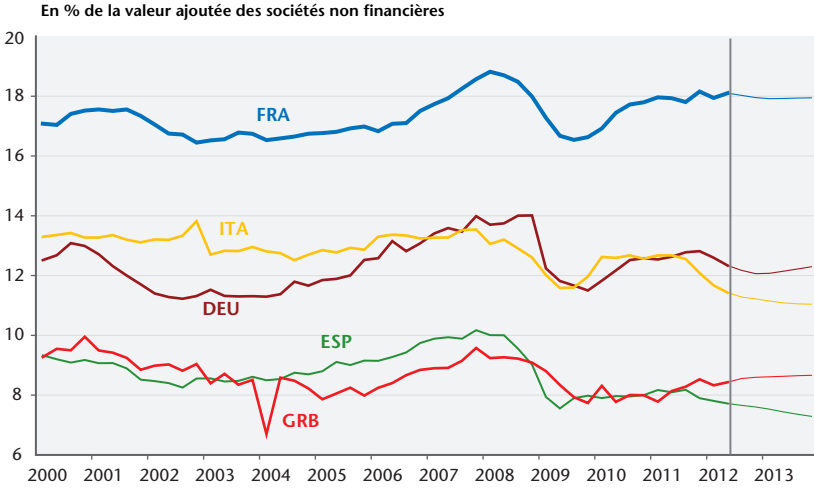
Sources : Instituts statistiques nationaux.

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

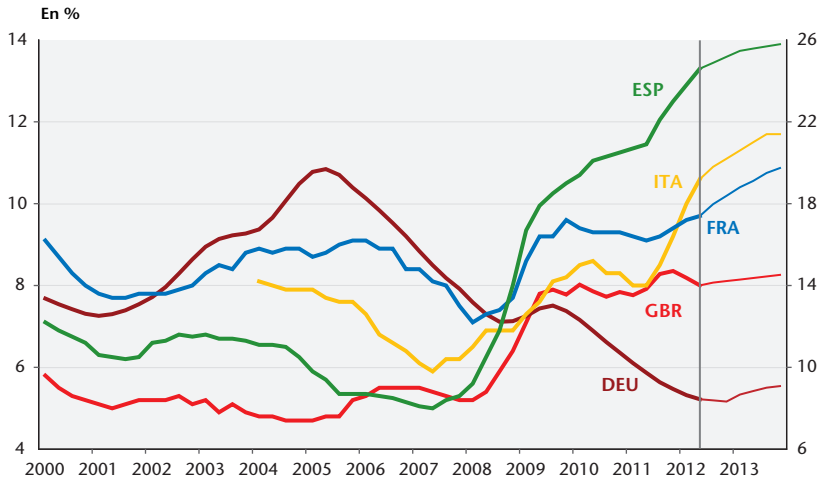
instantanément relancé la hausse (graphique 5). Seule l'Allemagne a une trajectoire atypique, avec une hausse contenue durant la récession et un recul ultérieur qui s'inscrit dans la continuité du recul engagé en 2005.

**Graphique 4. Investissement productif des entreprises en Europe**



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2012.

**Graphique 5. Taux de chômage en Europe**



Source : Eurostat, données nationales.

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 multiplicateurs<sup>8</sup> (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

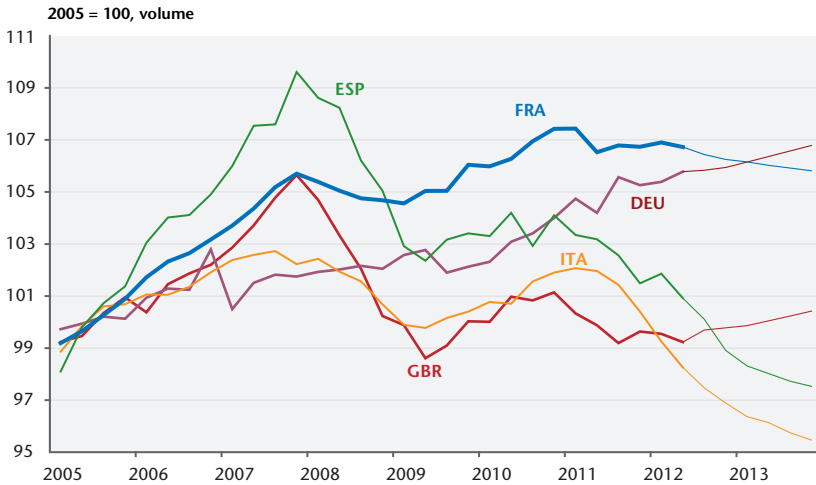
Source : Eurostat.

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.



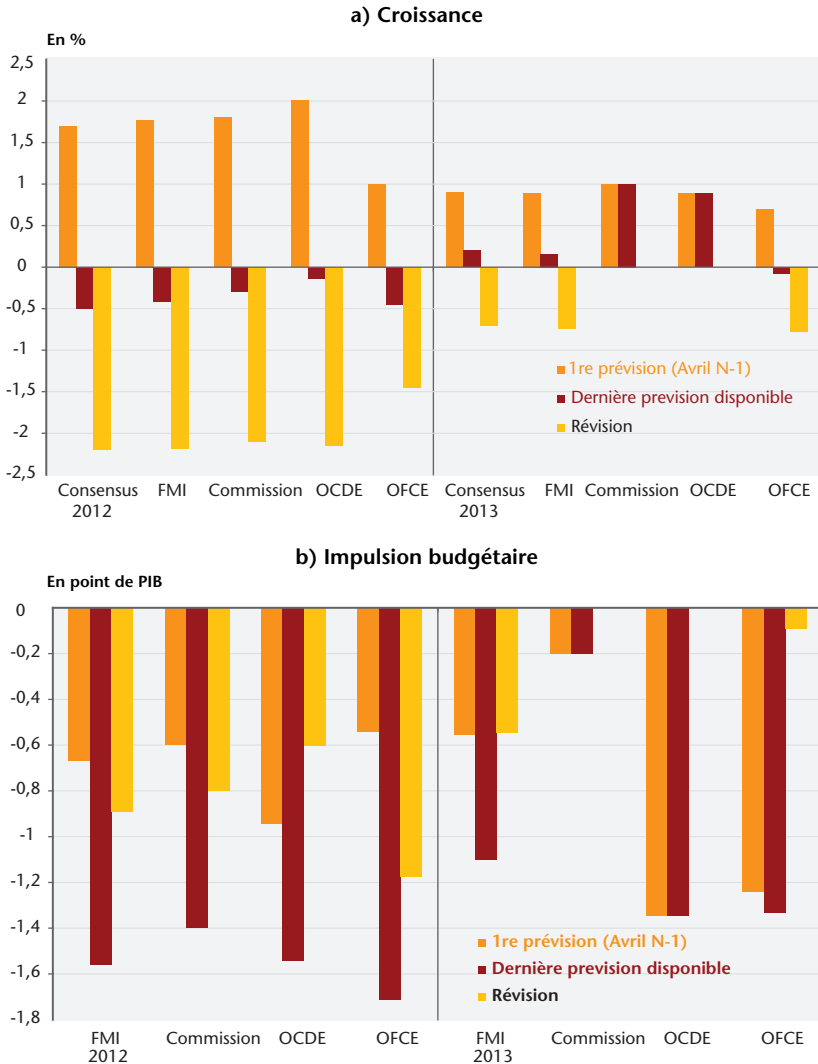
L'absence de coordination des programmes d'assainissement se double de ce qui peut s'apparenter à un « excès de zèle » des décideurs au vu des contraintes définies par le nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG). Ce dernier impose en effet une réduction de 0,5 point de 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  $\Delta IB$  ;
- révision du multiplicateur  $k$ , noté  $\Delta k$ ,  $k_0$  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 0,5<sup>9</sup>. 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-Unis<sup>10</sup>. 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 TWIST<sup>11</sup> 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 2012<sup>12</sup>. 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				
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>																
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
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	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
<b>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></b>																
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 \$ <sup>1</sup>	105	117	113	109	118	108	110	105	100	100	105	105	105	111	110	103
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	77	82	80	81	90	85	88	84	80	80	84	84	84	80	87	82
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	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.