

LA CRISE SUR UN PLATEAU

PERSPECTIVES 2013-2014

sous la direction de Xavier Timbeau

octobre 2013

sous la direction de Xavier Timbeau

PERSPECTIVES 2013-2014

octobre 2013

ofce

OFCE

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

Président

Philippe Weil

Direction

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

Comité de rédaction

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

Publication

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

Contact

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

PERSPECTIVES 2013-2014

sous la direction de Xavier Timbeau

PRÉVISIONS

La crise sur un plateau	9
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision, sous la direction de Xavier Timbeau	
La zone euro écartelée	53
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie européenne</i>	
Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth	
France : moins d'austérité, plus de croissance	97
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision, Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Hervé Péléraux	

FICHE THÉMATIQUE ET FICHES PAYS

Pétrole : la poudrière syrienne	157
Céline Antonin	
États-Unis : une croissance plafonnée	165
Christine Riffart	
Asie : crise ou coup de frein à la croissance ?	173
Amel Falah	
Amérique latine : en quête d'un nouveau souffle	181
Christine Riffart	
Les PECO résistent	187
Marion Cochard	
Royaume-Uni : reprise fragile	191
Catherine Mathieu	
Allemagne : un long fleuve tranquille	199
Sabine Le Bayon	
Italie : une faible lueur au bout du tunnel	205
Céline Antonin	
Espagne : l'ajustement par la déflation	215
Danielle Schweisguth	

ÉTUDE SPÉCIALE

Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ? 225
Département analyse et prévision

Débat sur les perspectives économiques 263

Index des tableaux, graphiques et encadrés 277

Liste des abréviations de pays 283

Avertissement

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

Une étude spéciale porte sur la politique monétaire et les mesures non conventionnelles prises par les banques centrales. Elle s'intitule : « Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ? ».

Inserés dans cette prévision, 15 encadrés abordent des points spécifiques.

Enfin, le débat sur les perspectives économiques permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de Sara Bertin et de François Duhen.

PRÉVISIONS

La crise sur un plateau	9
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
La zone euro écartelée	53
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie européenne</i> Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth	
France : moins d'austérité, plus de croissance	97
<i>Perspectives économiques 2013-2014 pour l'économie française</i> Département analyse et prévision, Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Hervé Péléraux	

LA CRISE SUR UN PLATEAU

PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision¹,
sous la direction de Xavier Timbeau

L'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 pourrait enfin laisser espérer la fin du marasme après six années de crise. Le terme possible de la crise dans la zone euro porte l'espoir d'une normalisation du fonctionnement de l'économie mondiale. Mais, au-delà de quelques chiffres positifs publiés depuis le début de l'année et de l'anticipation d'une fin de récession dans la zone euro, rien aujourd'hui n'indique que les difficultés sont surmontées. Les mécanismes de la crise des dettes souveraines peuvent se réactiver, les péripéties politico-budgétaires américaines, qui ont trouvé une issue temporaire, peuvent resurgir début 2014 et les tensions autour de la fiscalité et la hausse du chômage nourrissent les inquiétudes sociales.

Selon les tenants de la rigueur à marche forcée, l'amélioration du climat conjoncturel dans la zone euro illustrerait les premiers bénéfices de la stratégie de consolidation budgétaire telle qu'elle a été conduite depuis 2010. C'est négliger l'effet multiplicateur très négatif de la rigueur sur l'activité, l'absence de coordination des ajustements qui a accentué l'effet récessif de ces choix de politique économique, et le mauvais calibrage de l'effort imposé aux pays qui a étouffé la reprise naissante en 2010 et empêché la résorption de la partie conjoncturelle des déficits. On peut plutôt voir dans l'embellie de la conjoncture en zone euro la conséquence des arrangements institutionnels qui ont permis de contenir la crise des dettes souveraines et qui ont consisté à faire endosser le risque de détention de dette souveraine par des tiers via une forme de mutualisation. La zone euro sera enlisée dans la faible croissance d'ici à 2015 et ne pourra guère compter sur le dynamisme vacillant de ses partenaires extérieurs, les États-Unis et les pays émergents.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2013. Il a été rédigé par Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Riffart, Danielle Schweisguth 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, Christine Riffart et Danielle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 17 octobre 2013.

Six années après le début de la crise financière et économique, l'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 pourrait laisser espérer la fin du marasme. Ainsi, après avoir connu une croissance négative en 2012 et 2013, en 2014 la zone euro renouerait avec l'expansion. Pour les pays développés dans leur ensemble, en 2014 la croissance s'accélérerait à 1,7 % après 0,9 % en 2013. Si l'on considère l'ensemble du monde, là aussi, la croissance accélérerait, à 3,2 % en 2014 après 2,6 % en 2013.

La fin de la crise des dettes souveraines en zone euro constitue une étape importante pour espérer une normalisation du fonctionnement de l'économie mondiale. Certes, le *shutdown* américain ou la crainte d'un défaut sur la dette souveraine des États-Unis sont susceptibles de tempérer cet espoir. Mais cet espoir lui-même est-il fondé ?

Au-delà de quelques chiffres positifs, rien n'indique que la crise est finie. L'activité en zone euro a atteint un plateau et les mécanismes à l'origine de la crise des dettes souveraines en zone euro – la crainte du défaut sur les dettes publiques ou privées – peuvent à tout instant replonger les économies dans la spirale de l'effondrement, les États-Unis comme l'Europe, le Royaume-Uni comme le Japon. Le désendettement public et privé des économies est la clef de la sortie de la crise. Il nécessite une stratégie claire et raisonnable combinant retour de l'activité, maintien durable des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme crédible et adapté. Cette stratégie demande une maîtrise du calendrier, une constance dans la politique suivie, une coordination entre États et entre agents économiques au sein des États.

De la crise des dettes souveraines en zone euro aux péripéties politico-budgétaires américaines, en passant par les tensions autour de l'impôt ou de la hausse du chômage, le moins que l'on puisse dire est que rien n'est acquis. Chaque trimestre durant lequel les économies restent embourbées dans la crise resserre un peu plus l'étau.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2012	2013	2014
DEU	4,2	0,9	0,5	1,5
FRA	3,1	0,0	0,2	1,3
ITA	2,6	-2,4	-1,8	0,4
ESP	2,0	-1,6	-1,4	0,7
NLD	1,0	-1,3	-1,1	1,1
BEL	0,6	-0,3	0,1	1,6
FIN	0,5	-0,8	-0,9	1,7
AUT	0,5	0,6	0,4	1,3
PRT	0,3	-3,2	-1,7	1,0
GRC	0,3	-6,4	-4,1	-0,4
IRL	0,3	0,1	-0,5	1,4
EUZ	15,5	-0,6	-0,3	1,1
GBR	3,2	0,1	1,3	1,7
SWE	0,5	1,3	1,2	2,3
DNK	0,3	-0,4	0,3	1,2
Union européenne à 15	19,4	-0,5	-0,2	1,2
13 nouveaux pays membres	2,7	0,7	0,9	2,2
Union européenne à 28	22,1	-0,3	0,0	1,3
CHE	0,5	1,0	1,7	1,9
NOR	0,4	3,0	2,3	2,7
Europe	22,9	-0,3	0,0	1,4
USA	20,8	2,8	1,5	2,4
JPN	6,3	2,0	2,0	1,0
CAN	1,9	1,7	1,6	2,0
Pays développés	53,5	1,3	0,9	1,7
Pays candidats à l'UE ²	1,5	1,8	3,6	3,4
RUS	3,3	3,4	2,2	2,9
Autres CEI ³	1,3	2,6	2,4	4,0
CHN	11,5	7,8	7,5	7,2
Autres pays d'Asie	13,2	3,9	4,5	4,8
Amérique latine	8,7	2,8	2,7	2,9
Afrique subsaharienne	2,3	4,9	5,0	6,0
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	4,6	2,1	3,8
Monde	100	2,8	2,5	3,1

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

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

3. Communauté des États indépendants.

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

Mais pour ajouter à la difficulté, la frontière entre les certitudes et les inconnues est floue. Quel est le potentiel de croissance des économies ? À-t-il été durablement entamé par la crise bancaire et financière comme l'analyse des crises passées le suggère ? Ou bien, comme le montre le niveau du chômage, y-a-t-il une marge importante pour un rebond spontané des économies ? Là aussi, mais dans le sens inverse, l'analyse du passé appuie les présomptions en faveur de cette thèse. À la suite des épisodes récessifs antérieurs, des phases de récupération rapide ont vu le jour et le chômage a pu se résorber sans nécessiter une réduction drastique des salaires réels.

À ces questions s'ajoute le fait que la crise est globale et qu'elle présente des caractéristiques peu ou jamais observées dans le passé. Ainsi, les taux d'intérêt souverains sont exceptionnellement bas, sauf dans les pays dont les marchés financiers doutent, mais qui pèsent peu dans la masse globale de dette publique. Cela indique une situation de trappe à liquidité où la politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites et où la capacité des institutions monétaires à énoncer un avenir auto-réalisateur est cruciale. Or, comme pendant la crise de 1929, le débat fait rage sur cette capacité et fait douter de la voie pour la sortie de crise. La politique monétaire est au cœur de cette incertitude : a-t-on mis en place des mesures extraordinaires qui retiennent les économies au bord de la catastrophe ? Les retirer est-il opportun ? Ou bien n'a-t-on fait qu'improviser un pis-aller dont les conséquences inflationnistes seront la source d'une prochaine crise ?

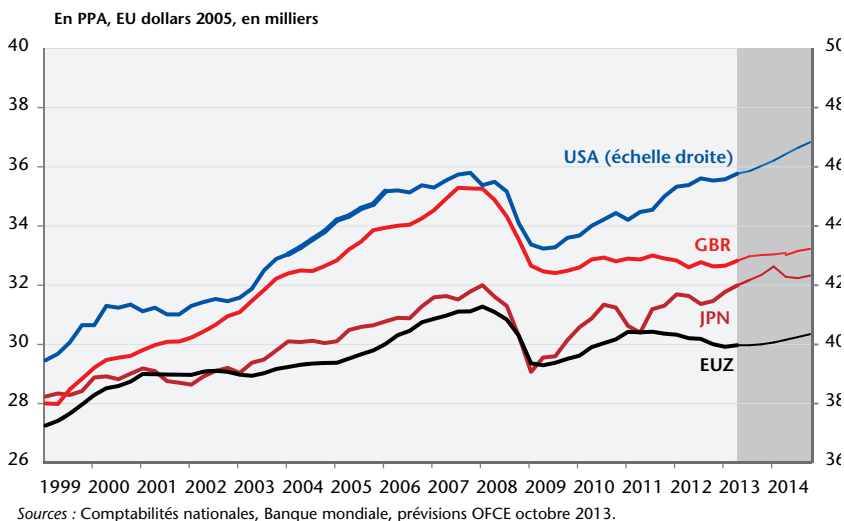
L'activité sur un plateau

L'activité économique, mesurée par le PIB de l'ensemble de la zone euro, ne se contracte plus, mais pour autant la situation de sous-activité ne se résorbe pas. Or dans les économies restant en situation de sous-activité, les effets de la crise persistent et se diffusent au cœur des sociétés. Le graphique 1 illustre le mouvement des économies développées sous l'angle des PIB par tête, ce qui permet d'intégrer la dynamique démographique dans l'analyse.

Pour les pays d'Europe (la zone euro et le Royaume-Uni), l'après 2009 se résume à une stagnation, à un niveau d'activité plus bas que celui d'avant la crise. La zone euro est caractérisée par un *double dip*, où le rebond de l'activité consécutif à la récession de

2008/09 s'est interrompu au cours de l'année 2011. Le Royaume-Uni connaît une trajectoire comparable, ce qui fait douter du succès de l'austérité (voir encadré 1). Les Etats-Unis et le Japon connaissent une trajectoire qui peut paraître plus positive, bien que les événements de Fukushima aient replongé ce dernier dans une réplique de la récession de 2009. Cependant, si on apprécie l'écart à la tendance entre cette trajectoire et la tendance antérieure, alors l'écart entre l'activité et l'activité tendancielle s'est maintenu.

Graphique 1. PIB par tête dans les pays développés



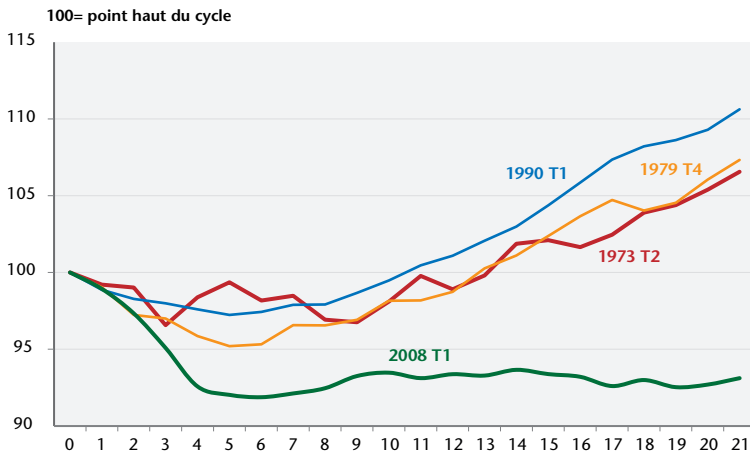
Encadré 1. L'austérité au Royaume-Uni a-t-elle réussi ?

Selon les comptes nationaux parus le 27 septembre dernier, le PIB britannique a augmenté de 0,4 % au premier trimestre et de 0,7 % au deuxième trimestre 2013². C'est une belle performance pour l'économie britannique, notamment en comparaison de celles de la zone euro (respectivement -0,2 et 0,3 %), de la France (-0,2 % et 0,5 %) et dans une moindre mesure de l'Allemagne (0 % et 0,7 %). Ce serait aussi la preuve, selon certains, que l'austérité budgétaire ne nuit pas à la croissance... au contraire. À l'automne 2013, peut-on affirmer que l'austérité est un succès au Royaume-Uni ?

2. L'analyse conjoncturelle britannique et nos prévisions sont présentées dans : « Royaume-Uni : Reprise fragile ».

Regardons les chiffres d'un peu plus près. La croissance du premier semestre ne porte le glissement du PIB sur un an qu'à 1,5 % seulement, contre -0,2 % à la fin de 2012. La croissance de l'économie britannique n'a été que de 0,1 % en 2012 et le PIB est encore plus de 3 points en dessous de son niveau d'avant-crise. Tout cela ne fait pas un grand succès. Plus frappant encore est le profil du PIB britannique depuis le début de la crise : le PIB a initialement chuté de 7 points entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 ; puis la reprise s'est amorcée, conduisant le PIB à regagner 2 points depuis son point bas jusqu'au troisième trimestre 2010, pour ensuite repartir à la baisse. Le profil du PIB depuis le troisième trimestre 2010 est tout à fait inhabituel au regard des sorties de crise précédentes (graphique 2).

Graphique 2. Évolution du PIB britannique durant les cinq années suivant le pic d'activité d'avant-crise



En 2008, le Royaume-Uni a été l'un des premiers pays industrialisés à mettre en place un plan de relance. Gordon Brown, chancelier de l'Échiquier du gouvernement de Tony Blair, a fait baisser le taux normal de TVA de 2,5 points en décembre 2008, afin de soutenir la consommation des ménages à court terme. La mesure était annoncée comme temporaire et s'est arrêtée fin 2009. En 2009, la politique budgétaire a ainsi été fortement expansionniste, équivalant à une impulsion budgétaire de 2,8 points de PIB après 0,6 point en 2008 (tableau 2). Le déficit public s'est creusé sous le double effet de la récession et de la politique budgétaire et la dette publique a augmenté.

En mai 2010, les conservateurs ont remporté les élections sur un programme axé sur la réduction de la dette et des déficits publics. Ceci était supposé garantir la confiance des marchés, maintenir le AAA de la dette publique britannique et ainsi le taux d'intérêt à un niveau faible. À

cela s'est ajoutée une politique monétaire extrêmement active, la Banque d'Angleterre maintenant son taux directeur à 0,5 %, achetant des titres publics et déployant de grands efforts pour faciliter le refinancement des banques et relancer le crédit aux entreprises et aux ménages. Le redémarrage de la croissance était supposé venir de l'investissement des entreprises et des exportations.

La politique budgétaire mise en place par le gouvernement de David Cameron a donc été fortement restrictive. Les mesures ont porté principalement dans un premier temps sur la hausse des recettes, *via* un relèvement des taux de TVA, puis sur la baisse des dépenses, notamment des prestations sociales. La reprise de la croissance s'est interrompue. La politique budgétaire est aussi devenue restrictive ailleurs en Europe, l'activité a ralenti chez les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. Les chiffres de croissance sont loin de montrer un succès de l'austérité.

Tableau 2. Croissance et impulsions budgétaires au Royaume-Uni depuis 2008

	2008	2009	2010	2011	2012
Croissance (en %)	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,1
Impulsion budgétaire (en points de PIB)	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5

Sources : ONS, OCDE, estimations OFCE.

Néanmoins, il est important de noter que David Cameron a dès le départ exclu les dépenses de santé du plan de réduction des déficits et de la dette publics. Les Britanniques sont attachés à leur système public de santé et il ne s'agissait pas, pour les conservateurs nouvellement élus, de répéter en 2010 l'erreur commise lorsque Margaret Thatcher était à la tête du gouvernement dans les années 1980. Ainsi, l'austérité budgétaire ne frappe pas le secteur de la santé. Le résultat est clair en termes d'activité : la valeur ajoutée (en volume) du secteur de la santé est aujourd'hui près de 15 points au-dessus de son niveau d'avant-crise, autrement dit a continué à croître à un rythme annuel moyen de près de 3 % (graphique 3). Le deuxième secteur où l'activité est restée soutenue depuis 2008 et accélère depuis la fin de 2012 est celui de l'immobilier. Au Royaume-Uni, les prix de l'immobilier avaient fortement augmenté avant la crise, conduisant à un endettement record des ménages, et n'ont que peu baissé ensuite. Ils sont restés historiquement élevés et ont même recommencé à augmenter à partir de 2012 (à un rythme annuel d'environ 5 %). Mais les autres secteurs restent à la traîne. Ils ont seulement rejoint leur niveau d'avant-crise pour la plupart des services et restent très en dessous de ce niveau pour les services financiers et d'assurance (-13 %), comme pour l'industrie (-10 %) et le bâtiment (-15 %).

La croissance britannique est donc impulsée depuis 2008 par un service public qui échappe à l'austérité budgétaire et des services immobi-

liers soutenus par une politique monétaire ultra-active... Aussi peut-on craindre que la reprise britannique ne repose sur une nouvelle bulle immobilière. Au premier semestre 2013, toutes les composantes de la demande ont contribué à la croissance, sauf la consommation publique et l'investissement (tableau 3). C'est là un des principaux échecs à ce jour de la politique de l'offre mise en place par le gouvernement. Il s'agit de faire du système fiscal britannique le plus compétitif du G20, notamment en abaissant le taux d'imposition des sociétés (le taux, abaissé à 23 % cette année, serait de 20 % seulement en 2015). Mais l'investissement des entreprises ne redémarre pas. Le gouvernement compte aussi sur les exportations pour tirer la croissance, mais on ne peut pas en espérer une forte contribution, étant donné les perspectives de demande sur les principaux marchés extérieurs britanniques, avant tout dans la zone euro.

Graphique 3. Valeur ajoutée par secteur depuis le début de la crise

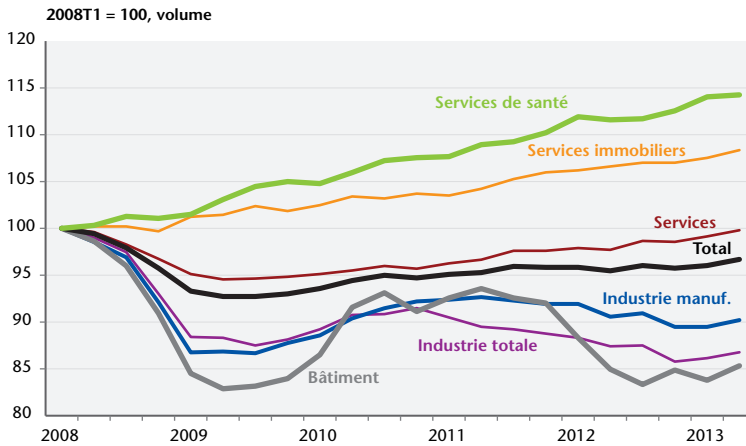


Tableau 3. Contributions des composantes de la demande à la croissance

En points de PIB ; sauf PIB, en %

	2010		2011		2012		2013
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1
PIB	1,3	0,8	0,4	0,6	-0,3	0,2	0,6
Consommation des ménages	0,3	0,6	-0,6	0,1	0,5	0,4	0,6
Consommation des administrations publiques	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,4	-0,1	0,0
FBCF	0,7	0,2	-0,4	0,1	0,5	-0,8	-0,2
Productif privé	0,6	0,0	-0,2	0,1	0,4	-0,5	-0,2
Variations de stocks	1,0	0,4	0,0	0,6	-1,0	0,7	-0,2
Commerce extérieur	-0,4	-0,3	1,5	-0,2	-0,5	-0,0	0,2
Exportations	1,1	1,1	0,7	0,2	0,1	0,3	0,2
Importations	-1,5	-1,4	0,8	-0,4	-0,6	-0,3	-0,0

Source : ONS.

L'évolution du chômage (tableau 4) confirme le diagnostic de sous-activité. Après avoir augmenté dans tous les pays développés, il s'est maintenu à un niveau important, nettement au-dessus du chômage d'équilibre. La baisse du chômage aux États-Unis ne met pas ce pays à l'écart des autres pays développés parce qu'elle correspond à des retraits d'activité et pas à une résorption de la non-activité.

Tableau 4. Évolution du taux chômage 2007-2012

En % de la population active

	Chômage	Chômage	
		de longue durée	non indemnisé
EUZ	3,9	2,0	2,9
DEU	-3,2	-2,4	-1,2
ESP	16,9	9,5	9,7
FRA	1,9	0,8	0,8
ITA	4,7	2,8	4,2
GBR	2,7	1,5	1,1
AUT	-0,1	-0,1	0,4
PRT	8,0	4,0	5,6
GRC	16,1	10,3	13,1
IRL	10,3	7,9	
NLD	2,1	0,5	
FIN	0,9	0,1	0,2
USA	3,4	1,9	

Sources : Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Tout comme les PIB par tête ou les écarts de production, le chômage arrive aujourd'hui sur un plateau. Or, la persistance du chômage au-dessus de son niveau d'équilibre maintient les conditions d'une dégradation du marché du travail. Ainsi, le temps passé au-dessus du chômage d'équilibre gonfle-t-il les cohortes de chômeurs non-indemnisés ou de longue durée. Le niveau élevé du chômage pèse sur la cohésion sociale et menace les équilibres sociaux bâtis sur l'intégration sociale. Les chômeurs sont renvoyés vers les solidarités familiales ou vers les filets de protection sociale, eux-mêmes soumis à la consolidation budgétaire. Les jeunes entrant sur le marché du travail retardent leur accès à l'emploi et porteront sans doute assez longtemps les stigmates de ce chômage initial sur leurs salaires ou leurs carrières.

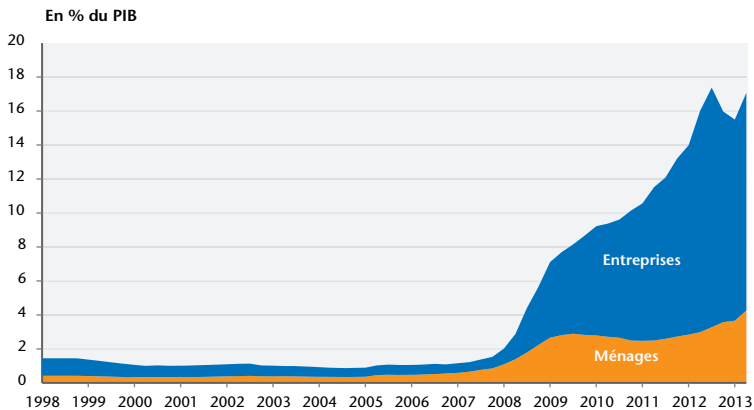
Mais le chômage a une incidence plus large. La peur de perdre son emploi, de voir son entreprise fermée ou délocalisée se diffuse à ceux qui ont un emploi dont les salaires finissent par être affectés et qui sont contraints d'accepter des conditions dégradées. C'est ainsi que l'Europe du Sud (l'Espagne, le Portugal, la Grèce, cf. infra) s'engage dans la déflation salariale (encadré 2) et, par le jeu de la concurrence, y entraînera les pays voisins.

Encadré 2. Déflation salariale et endettement : le cas espagnol

La hausse spectaculaire du taux de chômage en Espagne a enclenché un mouvement de déflation salariale. Les baisses de salaires sont le résultat de la dégradation du pouvoir de négociation des salariés en situation de chômage élevé, et sont renforcées par un ensemble de mesures et de réformes d'accompagnement des salaires : baisse de 5 % puis gel des salaires des fonctionnaires, suppression de leur prime de Noël, déréglementation du marché du travail... Si les mesures dites « structurelles » du marché du travail peuvent avoir un impact positif à long terme, c'est-à-dire dans un contexte de plein emploi, elles ne font pour l'heure que renforcer la pression à la baisse des salaires.

Ces baisses de salaire entraînent un phénomène de déflation par la dette « à la Fisher » : la baisse des revenus dégrade la solvabilité des agents endettés, qui ne peuvent plus faire face à des créances dont le poids dans leur revenu explose. En pesant sur la solvabilité des agents, cette déflation salariale vient renforcer le risque bancaire. Un autre facteur risque est la remontée des taux hypothécaires, en cas de durcissement de la politique monétaire ou de hausse de la prime de risque sur les obligations souveraines. Les ménages espagnols étant endettés à taux variable, cette remontée aurait un effet immédiat sur leur solvabilité.

Graphique 4. Créances douteuses du secteur bancaire espagnol



Sources : Banque d'Espagne, INE.

Le graphique 4 montre l'ampleur du problème en Espagne, où les créances douteuses représentent désormais plus de 17 % du PIB. Si la récente restructuration du secteur bancaire a permis une baisse significative du montant de ces créances douteuses en 2012, grâce à un transfert des crédits à risques vers une structure de défaisance, leur progression a repris en 2013. Cette hausse concerne aussi bien les entreprises que les ménages, dont les stocks de créances douteuses ont crû de 1,5 point de PIB au cours de la dernière année.

Une consolidation fiscale sans précédent

Cette absence de reprise ne peut qu'inquiéter mais ne doit pas surprendre. On est souvent tenté d'en déduire que les économies sont maintenant sur une nouvelle trajectoire potentielle. C'est du moins l'hypothèse qui sous-tend la théorie du « *new normal* ». Le dégonflement des bulles multiples qui ont provoqué la crise de 2008/09 révélerait aujourd'hui la « vraie » trajectoire des économies. Plus lente, elle signifierait qu'il faut maintenant ajuster nos économies à cette nouvelle réalité. Moins d'activité impliquerait moins de dépenses publiques, moins de retraites, moins de salaires dans le secteur privé comme dans le secteur public.

Cette analyse omet cependant un fait majeur de ces dernières années. Un programme généralisé et massif de consolidation budgétaire a été conduit dans les pays développés. De 2008 à 2013 ou 2014, le cumul des impulsions permet de faire le bilan de la stimulation des économies pendant la récession de 2008/09 puis de la consolidation qui a suivi (tableau 5).

Dans quelques pays, le bilan de la consolidation budgétaire est positif (Japon, États-Unis, Belgique) ou neutre (Allemagne, Finlande, Pays-Bas). Ce bilan est nettement négatif dans le reste des pays et approche le chiffre impressionnant de 16 % du PIB pour la Grèce entre 2008 et 2014. Ainsi, de nombreux pays de la zone euro ont au total réalisé un ajustement budgétaire très significatif, y compris en intégrant les plans initiaux de relance. C'est là un fait remarquable puisque jamais de tels ajustements n'avaient été réalisés par le passé et que beaucoup d'observateurs formulaient l'hypothèse qu'ils étaient impossibles en Europe.

Le graphique 5 présente la corrélation entre ces impulsions budgétaires d'un côté et l'écart de production en 2013 de l'autre.

Cette corrélation positive n'est pas suffisante pour conclure à une relation de cause à effet. Pour autant, le débat sur les multiplicateurs budgétaires, fondé sur des analyses empiriques basées sur des modélisations structurelles ou l'examen systématique des épisodes historiques, valide la causalité allant des impulsions budgétaires vers les écarts de production. Ce qu'impliquent le tableau 5 et le graphique 5 est qu'une part de l'écart de production en 2013 résulte de la consolidation budgétaire. Il n'y a pas de « *new normal* » qui vaille, mais la conséquence d'une consolidation budgétaire sans précédent.

Tableau 5. Impulsions budgétaires 2008-2014

En points de PIB

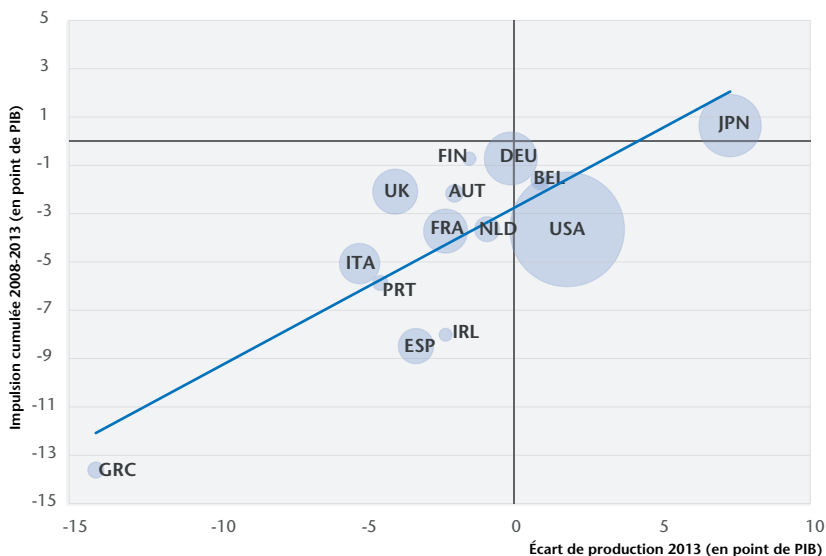
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-14
DEU	0,1	0,6	1,3	-1,1	-1,2	0,2	0,1	0,0
AUT	-0,2	0,3	0,5	-1,4	-0,3	-0,9	-0,4	-2,4
BEL	0,6	1,9	-0,1	0,1	-0,6	-1,0	-0,5	0,4
ESP	2,4	2,0	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-1,0	-4,3
FIN	-0,8	0,4	1,3	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-1,8
FRA	-0,1	2,7	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-0,7	-3,0
GRC	3,0	3,2	-7,6	-5,5	-3,9	-3,3	-1,7	-15,8
IRL	4,9	2,2	-4,2	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7	-4,0
ITA	-0,5	0,9	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-0,6	-5,8
NLD	-0,4	4,0	-1,1	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0	-1,9
PRT	-0,1	5,0	-0,3	-3,7	-3,9	-1,5	-1,5	-6,0
EA (11)	0,3	1,7	-0,3	-1,2	-1,8	-0,9	-0,4	-2,6
USA	3,0	3,8	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-0,7	1,1
GBR	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5	-1,0	-1,0	-5,0
JPN	-0,9	4,8	0,5	0,5	0,5	1,9	-1,3	6,0

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

Pour autant, l'écart de production ne s'explique pas uniquement par la consolidation budgétaire. L'Espagne, par exemple, connaît un sort plus favorable que ce que suggère l'impact de l'impulsion budgétaire avec un multiplicateur unitaire (en négligeant les effets induits des impulsions budgétaires sur les partenaires de l'Espagne et donc sur ses exportations). Cela suggère soit un multiplicateur inférieur à 1, ce qui est peu vraisemblable au vu du sous-emploi, soit plus probablement une sous-estimation de l'écart de production, liée à la révision progressive du potentiel

d'activité de l'Espagne, liée à l'assimilation erronée de l'impact de la crise et de la consolidation budgétaire à une perte définitive de potentiel d'activité.

Graphique 5. Écarts de production et impulsions budgétaires cumulées



Sources : comptabilités nationales, OCDE, calculs OFCE.

L'effort de consolidation budgétaire a été massif. La raison pour laquelle les pays développés se sont engagés dans cet effort est liée à la pression des marchés financiers relayée par les autorités européennes. La crainte de difficultés de financement de la dette publique (qui est renouvelée dans des proportions importantes chaque année, la maturité des dettes des pays développés étant de l'ordre de 10 ans), voire de perte de l'accès au financement, s'est matérialisée par la hausse des taux souverains et n'a pas laissé beaucoup de possibilités aux États. Pour regagner du crédit, il fallait prouver sa capacité à réduire rapidement et brutalement son déficit, quel qu'en soit le prix. La consolidation qui en a résulté n'a été faite que de façon préventive. Les exemples grec, mais aussi portugais, espagnol ou italien illustreraient le risque à ne pas avoir des finances publiques ordonnées. Pour certains, dont les économistes de la Commission européenne, c'est en fait la consolidation massive engagée dans les pays membres qui a permis de mettre fin à la crise de la zone euro. Il existe pourtant une explication alterna-

tive et lourde de sens quant à l'opportunité de la consolidation budgétaire : le rôle pris par la Banque centrale européenne et les engagements solidaires implicites des pays de la zone euro ont été plus convaincants que les politiques économiques qui ont prolongé et aggravé la récession.

La fracturation de la zone euro

La hausse du chômage et la déflation salariale qu'elle induit illustrent le fait que la stabilisation de la zone euro n'est qu'apparente. Des processus récessifs sont toujours à l'œuvre et détermineront les prochaines manifestations de la crise.

Par ailleurs, une véritable fracture s'est installée entre les pays du nord et du sud de la zone euro. Si l'on divise la zone euro en deux parties d'importance égale³, on constate que cette divergence accrue concerne quasiment tous les aspects macroéconomiques, à l'exception de la balance courante. Les augmentations d'endettement public et de chômage ont été particulièrement élevées dans les pays du sud de l'Europe, le PIB par tête y est très inférieur à celui d'avant-crise et l'inflation sous-jacente y est plus faible, faisant craindre un risque de déflation. Il faut toutefois préciser que la France, classée dans les pays du Sud dans notre décomposition, apparaît dans une situation intermédiaire entre le Nord et le Sud, puisque le PIB par tête s'est peu réduit, que l'augmentation de la dette publique est moindre que dans les autres pays du Sud et que le taux d'intérêt public est resté bas, comme en Allemagne (voir la partie France et la partie zone euro pour plus de précisions).

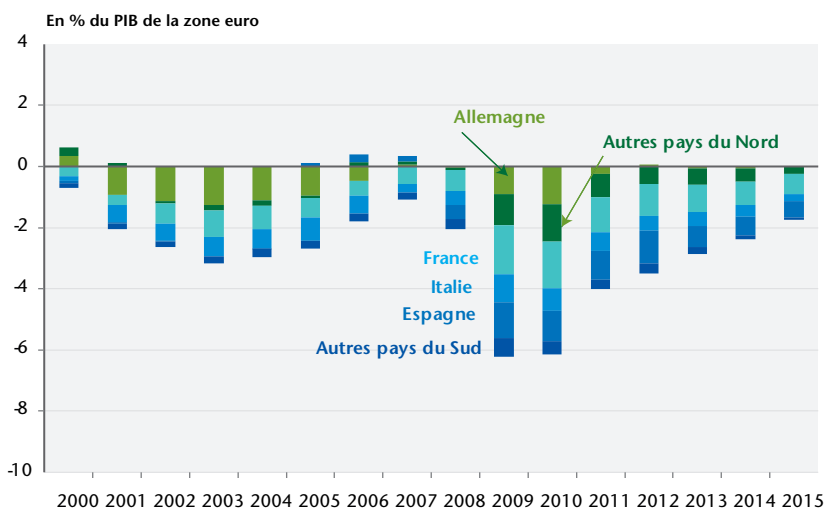
Concernant la situation des finances publiques, l'écart qui s'est creusé est impressionnant (graphiques 6 à 8). Alors que tous les pays de la zone euro avaient un solde public proche de l'équilibre en 2007 (0,2 % du PIB de la zone euro pour les pays du Nord, -0,7 % pour les pays du Sud), les pays du sud de la zone euro ont beaucoup plus souffert de la crise. L'ampleur de la restriction menée dans ces pays (entre 60 et 90 % de l'effort de la zone euro en 2011-2013) a été peu efficace, du fait de multiplicateurs budgés-

3. Les pays du Nord comprennent : l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche, la Finlande et l'Irlande. Les pays du Sud comprennent : la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

taires élevés (1,5 en Grèce, 1,1 au Portugal et en Espagne selon nos estimations) : la récession a été pire qu'anticipé et le solde conjoncturel s'y est fortement dégradé. De ce fait, l'écart entre les soldes publics des pays du Nord et du Sud était en 2012 de plus de deux points de PIB, malgré un effort plus important dans ces derniers. L'écart se réduirait néanmoins d'ici 2015, l'effort budgétaire continuant d'être plus fort au Sud qu'au Nord et la composante cyclique étant moins dégradée.

La dette publique a augmenté partout dans la zone euro pendant la crise, du fait de la chute des soldes publics et du PIB mais aussi de l'injection de capitaux dans le secteur bancaire ou de la prise en charge d'actifs toxiques. Selon Eurostat, le soutien des gouvernements au secteur financier depuis 2007 a représenté 5,5 % du PIB de la zone euro, expliquant environ 1/5^e de la hausse de la dette publique entre 2007 et 2012. Cette hausse a été particulièrement marquée dans les pays du sud de la zone euro : la crise y a été très sévère, conduisant à des déficits publics de l'ordre de 10 points de PIB dans certains pays et les banques ont beaucoup souffert de l'augmentation des actifs douteux induite par la crise. Selon nos prévisions, le ratio dette publique/PIB se stabiliserait en 2015 dans les pays du Sud et entamerait sa baisse en 2014 dans les pays du Nord, ce qui amplifierait encore la divergence entre ces deux zones.

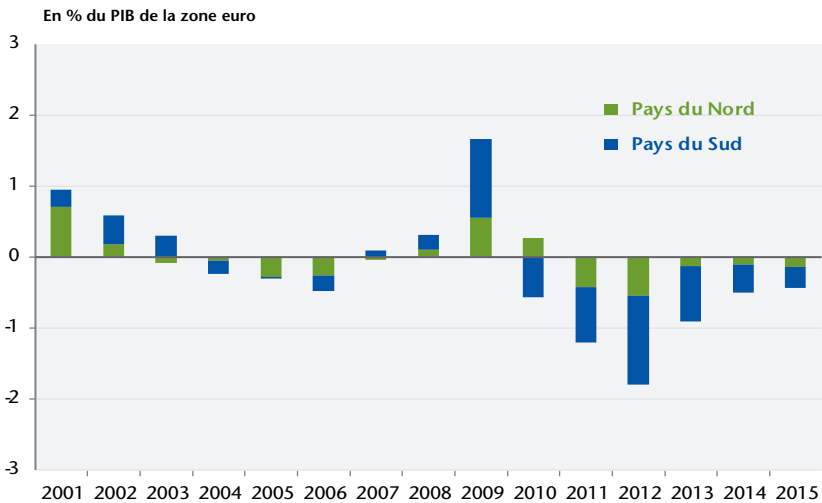
Graphique 6. Solde public de la zone euro*



*Agrégation des soldes budgétaires par zone

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

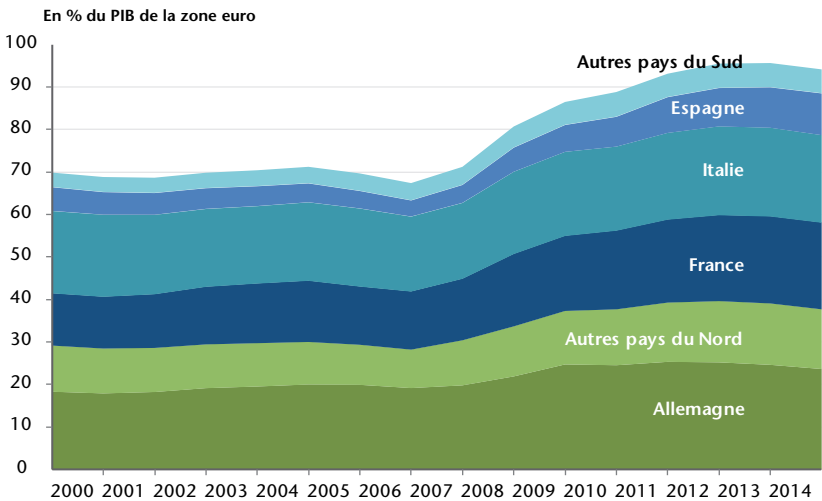
Graphique 7. Impulsion budgétaire de la zone euro*



*Agrégation des impulsions budgétaires par zone

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

Graphique 8. Dette publique de la zone euro*



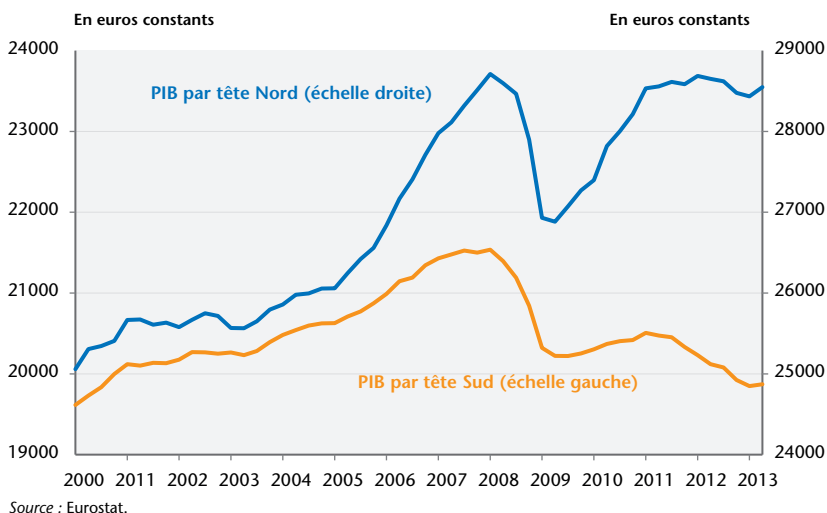
*Agrégation des dettes par zone

Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

Les pays du Sud cumulent une forte dégradation de leurs finances publiques et des niveaux de PIB par tête en chute libre, tous les agents privés ayant pâti de la restriction budgétaire. La crise va laisser des traces profondes en termes de revenus, de chômage et de pauvreté dans ces pays. Une fracture sociale

s'installe ainsi dans la zone euro entre ces pays d'une part et les pays du Nord où le PIB par tête est revenu à son niveau d'avant-crise (voire l'a dépassé dans le cas de l'Allemagne) et où le chômage a baissé. À la mi-2003, le PIB par tête des pays du sud de la zone euro était globalement inférieur de près de 8 % au niveau de 2007, la baisse atteignant même 20 % en Grèce (graphique 9).

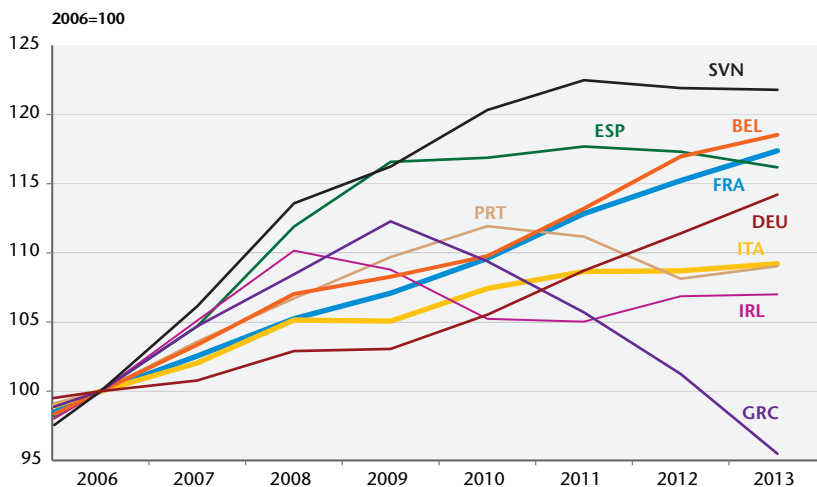
Graphique 9. PIB par tête dans la zone euro



La crise a touché différentes catégories de ménages : ceux qui perdent leur emploi et viennent grossir le bataillon des bénéficiaires d'une indemnité chômage avant de basculer vers les minima sociaux, les salariés qui perdent leurs primes (dans le secteur public ou privé) et les nouveaux salariés embauchés à des salaires plus bas que précédemment. Tous ces éléments participent à la mise en place d'un mouvement de déflation salariale dans plusieurs pays (graphique 10). En termes réels, il est évidemment amplifié et conduit les ménages à essuyer d'importantes pertes de pouvoir d'achat, et ceci à tous les niveaux de la distribution des salaires, puisque le salaire minimum nominal a subi le contrecoup de la crise dans les pays les plus en difficulté (stagnation depuis 2009 en Irlande et depuis 2012 en Espagne et au Portugal, baisse en Grèce de 22 % au second semestre 2012). Au final, parmi les pays disposant d'un salaire minimum, seules la France et la Belgique ont

maintenu leur pouvoir d'achat. Ailleurs, le salaire minimum réel a baissé entre 2 et 5 % selon les pays, hors la Grèce.

Graphique 10. Salaires nominaux par tête dans la zone euro



Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2013.

L'augmentation du nombre de chômeurs a été dramatique : il a doublé dans les pays du Sud en cinq ans, alors qu'il a légèrement baissé dans les pays du Nord (graphique 11). La hausse rapide et ample du chômage s'est peu à peu traduite par une explosion de la part des chômeurs de longue durée⁴ dans les pays du Sud (tableau 6) et surtout de la part des chômeurs non indemnisés (+5,1 % de la population active depuis 2007). Les données disponibles aujourd'hui ne concluent pas encore à une nette augmentation du risque de pauvreté dans ces pays car les séries ne vont que jusqu'en 2010. Mais au vu de la hausse du nombre de chômeurs non indemnisés, le risque de pauvreté a dû récemment croître et ce mouvement devrait encore s'amplifier, les perspectives sur le marché du travail étant moroses dans la zone euro, avec une baisse prévue de seulement 0,9 point d'ici 2015 du taux de chômage en Italie, de 2,6 points en Espagne et une poursuite de la hausse en France. Ces pays conserveraient donc un chômage de masse.

4. Il s'agit des personnes au chômage depuis au moins 12 mois.

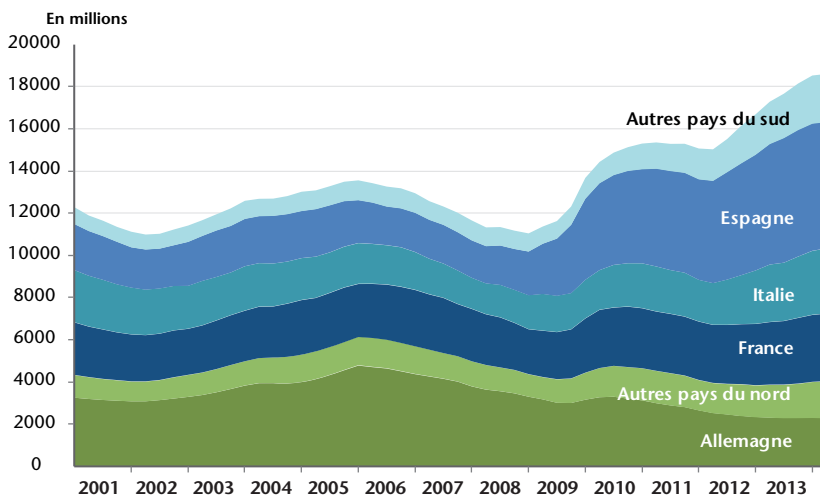
Tableau 6. Évolution du taux de chômage entre 2007 et 2012 dans la zone euro

En % de la population active

	Zone euro	Pays du nord de la zone euro	Pays du sud de la zone euro
Taux de chômage	3,9	-1,4	7,8
Taux de chômage de longue durée	2,0	-1,3	4,4
Taux de chômage non indemnisé	2,9	-0,9	5,1

Source : Eurostat.

Graphique 11. Nombre de chômeurs dans la zone euro

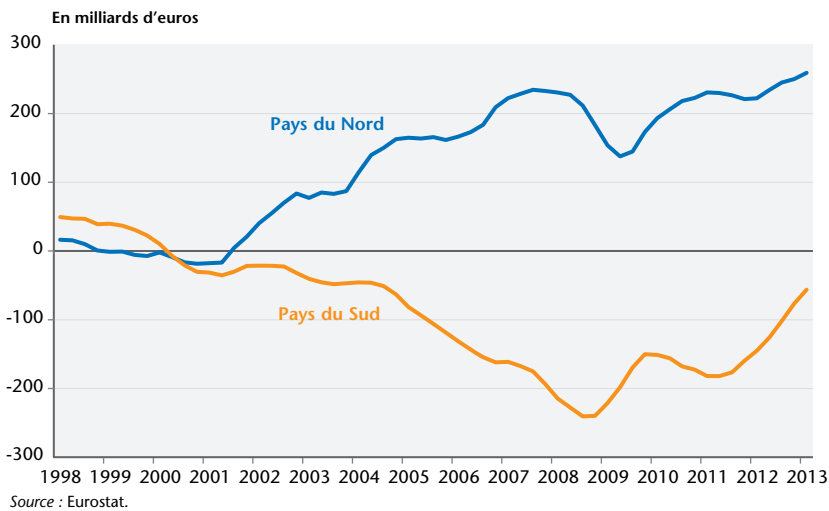


Le seul point positif en matière de déséquilibres tient à la réduction des écarts de solde courant (graphique 12), et encore est-elle due en partie à la contraction des importations, reflet d'une demande intérieure en pleine déconfiture. Ainsi, entre mi-2008 et mi-2013, les importations ont reculé de 2,2 % en moyenne en rythme annuel dans les pays du Sud, tandis qu'elles continuaient de croître dans les pays du Nord (+1,5 %). Les exportations ont toutefois bénéficié de la déflation salariale décrite plus haut et même si leur croissance depuis 5 ans est restée modeste (0,6 % en moyenne), ceci a été suffisant pour que l'Espagne, le Portugal et la Grèce voient leurs parts de marché s'améliorer et pour que l'Italie les stabilise.

Une telle fracture sociale et financière entre pays du Nord et du Sud risque d'accroître encore la difficulté à instaurer une réelle soli-

darité entre les pays de la zone euro, dont la mutualisation des dettes publiques. Certes pour éviter l'explosion de la zone euro, des concessions ont été faites par les pays les plus « vertueux », l'Allemagne en tête, mais au prix d'une austérité toujours très forte pour les pays du Sud. Le revenu des ménages y a subi plus qu'ailleurs la baisse des dépenses sociales (santé...) et l'explosion des impôts. De plus, des pertes de capital humain durables sont probables et la baisse des dépenses d'éducation ou encore d'investissement public risque d'hypothéquer la croissance potentielle de ces pays pour les prochaines années, et donc le rattrapage de leur PIB par tête.

Graphique 12. Soldes courants dans la zone euro



Potentiels de discordance

La publication d'une croissance positive au deuxième trimestre 2013 a mis fin à une série de six trimestres consécutifs de recul du PIB dans la zone euro. Le retournement des enquêtes de conjoncture et des indicateurs avancés depuis la fin 2012 préfigurait cette amélioration qui s'est finalement matérialisée au deuxième trimestre, après un ultime repli du PIB au premier. Les signaux émis par les indicateurs restent favorables et donnent corps à l'hypothèse d'une sortie de récession de la zone euro.

Les tenants de l'orthodoxie budgétaire y verront enfin la confirmation de la justesse de leur stratégie dont les premiers fruits

seraient apparus avec ce résultat. La conduite de la rigueur à marche forcée depuis 2010 ne serait ainsi « qu'un mauvais moment à passer », certes douloureux mais nécessaire pour parvenir à la résolution de la crise des dettes.

Le problème auquel devaient faire face les gouvernements était en apparence simple, sa solution mise en avant aussi. Le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance mis en place pour contrer la récession de 2008-2009 ont fortement creusé les déficits publics. Cette situation, dictée par les événements, était acceptable à court terme mais ne l'est pas à plus longue échéance. Elle appelait logiquement une action symétrique une fois la croissance revenue pour résorber les déficits. Des finances publiques déséquilibrées menacent en effet la solvabilité des États et poussent les taux souverains à la hausse, ce qui, par un mécanisme cumulatif, renforce les risques d'insolvabilité. Les déboires des pays du sud de la zone euro, l'Espagne, l'Italie et surtout la Grèce et le Portugal, ont clairement illustré les risques que faisaient peser des déficits excessifs sur chaque pays mais aussi sur l'ensemble de la zone euro. Sous le *diktat* des marchés et les injonctions de la Commission européenne, la préservation de la note souveraine et la réduction des déficits sont devenus l'objectif premier de la politique économique. Selon ses défenseurs, une telle stratégie pouvait être menée à bien sans dommage, car les multiplicateurs budgétaires étant faibles, la purge ne devait pas être trop coûteuse en activité et en chômage et devait conduire à une réduction rapide des déficits à la hauteur de ce qui était annoncé.

L'histoire ne s'est malheureusement pas écrite de la sorte. En premier lieu, les multiplicateurs étaient élevés parce que la rigueur a été conduite en bas de cycle et parce qu'elle a été généralisée. La consolidation budgétaire a été menée alors que le chômage hérité de la récession de 2008-2009 était élevé. Davantage de ménages étaient ainsi contraints par leur revenu courant. Et ceux qui ne l'étaient pas ont fait face aux difficultés d'accès à l'emprunt, les banques manifestant une préférence marquée pour la détention d'actifs sans risques – les titres allemands par exemple – plutôt que pour le crédit privé. Les marges de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle pour amortir le choc budgétaire récessif sont devenues inexistantes quand le taux directeur a atteint un niveau plancher, 0,75 depuis juillet 2012 en zone euro.

La simultanéité des ajustements budgétaires en Europe a aussi concouru à renforcer les effets multiplicateurs. Car les restrictions nationales se transmettent aux partenaires par le biais du commerce extérieur : 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 canevas des relations commerciales croisées entre pays font que le multiplicateur budgétaire agrégé de l'ensemble de la zone euro est beaucoup plus élevé que la simple moyenne des multiplicateurs nationaux.

En second lieu, la stratégie qui a été engagée pour résoudre le problème de départ, celui de déficits excessifs en zone euro, mérite d'être discutée. Elle dépendait du diagnostic macroéconomique établi au sortir de la récession de 2008-2009 et par voie de conséquence de la mesure de l'écart entre l'activité et son potentiel. Car l'ampleur de l'écart de production hérité de la récession conditionnait l'amplitude du rebond spontané de l'économie qui elle-même déterminait la fraction du déficit public à même de pouvoir se résorber spontanément par la reprise de la croissance.

Le déficit public primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêts, peut en effet être divisé en deux composantes, une composante dite « conjoncturelle » et une composante dite « structurelle ». La composante conjoncturelle du déficit est générée par les déviations cycliques du PIB autour de son potentiel : en phase de ralentissement du PIB par rapport à sa croissance potentielle, et donc de creusement de l'écart de production, les recettes fiscales ralentissent et les dépenses publiques, notamment sociales, accélèrent. Il en résulte un creusement naturel du déficit en période de ralentissement et, symétriquement, une diminution du déficit, voire l'apparition d'un excédent, en période d'accélération de l'activité. Ce principe est largement documenté dans la littérature sous le vocable de « stabilisateurs automatiques ». L'autre composante du déficit est déduite de la précédente comme complémentaire du déficit total : c'est la composante délibérée, celle qui résulte de l'action de la politique économique. Délibérée, cette composante ne peut être éliminée qu'en mettant en œuvre une politique symétrique à celle qui l'a fait naître, c'est-à-dire en conduisant une politique de rigueur à la hauteur de la stimulation antérieure. Elle a naturellement pour effet de freiner l'expansion, contrebalançant la

politique expansionniste menée durant la phase précédente qui avait eu pour conséquence de soutenir l'activité. La politique budgétaire est ainsi un instrument de lissage du cycle économique.

La partie spontanée du déficit apparu à la suite de la récession de 2008/09 était appelée à se résorber automatiquement une fois la croissance revenue. Seule l'élimination de sa composante délibérée justifiait une politique restrictive. L'ampleur de l'effort à engager pour y parvenir renvoyait alors à la mesure de l'amplitude de l'écart de production qui conditionnait la taille du déficit conjoncturel et par déduction, celle du déficit délibéré.

La mesure du potentiel de production, dont découle le calcul de l'écart de production, est évidemment centrale si l'on veut calibrer au plus juste la restriction budgétaire nécessaire à l'élimination de la fraction du déficit qui ne peut l'être spontanément par la croissance. Mais les décideurs se heurtent ici à une difficulté majeure, celle du caractère non observable du potentiel qui doit par conséquent être estimé. Or, les estimations sont loin de faire l'unanimité entre les économistes. De surcroît, au sein d'une même institution, les révisions périodiques peuvent être importantes, ce qui modifie le diagnostic porté et les mesures à mettre en place si cette institution a en charge la conduite de la politique budgétaire comme c'est le cas de la Commission européenne (CE).

L'examen des révisions de la croissance potentielle effectué par la CE montre l'incertitude de cette estimation (encadré 3). Elle paraît en outre dépendre de la croissance courante, ce qui est pour le moins paradoxal pour l'estimation d'une fonction d'offre qui dépend de paramètres de long terme de l'économie comme la croissance de la population active, de la productivité et du stock de capital. Que la trajectoire de ces paramètres d'offre s'infléchisse un peu au gré des à-coups conjoncturels est compréhensible, notamment au travers de l'investissement qui véhicule le progrès technique et assure la croissance du capital ou des pertes éventuelles de capital humain générées par le chômage de longue durée. Mais que l'incorporation dans les estimations d'un phénomène conjoncturel, certes hors normes comme la récession de 2008/09, conduite à des révisions de la croissance potentielle de l'ordre de celle que l'on a constaté entre le printemps 2008 et le printemps 2009 pose question. D'autant que ces révisions ont aussi affecté les années antérieures à la récession qui n'étaient pas concernées par

la modification des conditions de l'accumulation susceptible de justifier effectivement un infléchissement du potentiel postérieur à la récession. Par la suite, le redémarrage de la croissance en 2010 a conduit à des révisions de la croissance potentielle à la hausse, y compris pour les années antérieures à la récession. Enfin, le retournement conjoncturel de 2011 a entraîné une nouvelle séquence de révisions, cette fois dans l'autre sens.

Encadré 3. Estimation du PIB potentiel de la zone euro par la Commission européenne

La récession de 2008/09 a conduit la Commission européenne à réviser assez nettement son estimation du potentiel de croissance des pays membres. Pour la zone euro dans son ensemble, le processus de révision a débuté à l'automne 2008, au moment où la crise financière a commencé à avoir un effet sur l'activité réelle : le tassement de la croissance annuelle du PIB au deuxième trimestre 2008 est associé à des révisions à la baisse de la croissance potentielle pour les années 2008 et 2009, de -0,3 et -0,4 point respectivement (tableau 7). Par la suite, la confirmation au quatrième trimestre 2008 de l'enfoncement de la zone euro dans la récession a amené de nouvelles révisions de l'estimation de la croissance potentielle au printemps 2009, -0,4 point pour les années 2007 et 2008 et -0,8 point pour les années 2009 et 2010. On constatera aussi des révisions relativement aux années plus anciennes, de -0,2 à -0,4 point pour les années 2004 à 2006. En revanche, les révisions ont quasiment disparu entre les estimations du printemps et de l'automne 2009, malgré le creusement du glissement annuel du PIB, signe que la modification du paysage conjoncturel avait déjà été intégrée dans les estimations.

Tableau 7. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2007 et 2009

En %

	Automne 2007	Printemps 2008	Automne 2008	Printemps 2009	Automne 2009
2004	2	1,9	1,8	1,6	1,7
2005	2	1,9	1,8	1,5	1,6
2006	2	2	1,9	1,5	1,5
2007	2,2	2,1	2	1,6	1,5
2008	2,2	2	1,7	1,3	1,3
2009	2,2	1,9	1,5	0,7	0,7
2010			1,5	0,7	0,8
Glissement annuel du PIB*	3,0	2,3	1,2	-2,1	-5,4

* Le glissement annuel du PIB reporté ici correspond aux derniers comptes nationaux connus au moment où est faite l'estimation, le quatrième trimestre de l'année précédente pour l'estimation de printemps de la Commission européenne, le deuxième trimestre de l'année en cours pour l'estimation d'automne. Ces glissements sont calculés avec le PIB non pas tel qu'il était connu à l'époque, mais avec la série actuellement disponible.

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Les révisions de la croissance potentielle ne se sont pas effectuées seulement à la baisse, mais également à la hausse quand la croissance a redémarré dans le courant de 2009 (tableau 8). Ainsi, entre le printemps 2010 et le printemps 2011, les révisions se sont-elles étalées de +0,1 à +0,3 point et ont concerné également les années lointaines.

Tableau 8. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2009 et 2011

En %

	Automne 2009	Printemps 2010	Automne 2010	Printemps 2011
2004	1,7	1,7	1,8	1,9
2005	1,6	1,6	1,7	1,7
2006	1,5	1,5	1,7	1,8
2007	1,5	1,5	1,7	1,8
2008	1,3	1,3	1,4	1,6
2009	0,7	0,8	0,9	0,9
2010	0,8	0,8	0,9	1
2011	1	1	1	1,1
2012			1	1,1
Glissement annuel du PIB	-5,4	-2,3	2,2	2,3

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Enfin, une nouvelle séquence de révisions en baisse est intervenue avec le retour de la récession en zone euro à partir de la deuxième moitié de 2011 (tableau 9). Les années antérieures à 2008 ont été peu modifiées, mais elles s'inscrivent dans un intervalle plus large pour les années 2009 à 2013, de -0,2 à -0,4 point, ce qui pour l'année 2013 revient à une division par deux du rythme de croissance potentielle.

Tableau 9. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2011 et 2013

En %

	Automne 2011	Printemps 2012	Automne 2012	Printemps 2013
2004	1,9	1,9	1,9	1,9
2005	1,8	1,8	1,7	1,8
2006	1,8	1,8	1,8	1,8
2007	1,8	1,8	1,7	1,7
2008	1,5	1,4	1,4	1,4
2009	0,8	0,7	0,6	0,6
2010	0,8	0,7	0,7	0,6
2011	0,9	0,8	0,8	0,7
2012	0,7	0,6	0,4	0,3
2013	0,8	0,7	0,5	0,4
2014			0,6	0,5
Glissement annuel du PIB	1,8	0,7	-0,5	-1,0

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Il y a donc une corrélation nette entre la croissance potentielle estimée par la Commission européenne et la croissance courante, ce qui induit une forte variabilité de la croissance potentielle et donc des révisions importantes de l'écart de production qui remontent loin dans le passé. Ceci n'est pas neutre en termes de conduite de la politique économique puisque le solde structurel dépend de cette évaluation. Et c'est particulièrement le cas pour les pays les plus touchés par la crise, dont la croissance potentielle est aujourd'hui négative selon la Commission européenne et dont la révision depuis 2007 est supérieure de 0,2 point en moyenne par an à celle de la zone euro.

De ces allers et retours résulte une grande instabilité du calcul des écarts de production, réduits quand la croissance potentielle est révisée en baisse, augmentés quand elle est révisée à la hausse, toutes choses étant égales par ailleurs. Ainsi, à l'automne 2009, la révision à la baisse de la croissance potentielle sur l'ensemble de la décennie 2000 par rapport à l'estimation faite un an auparavant est à l'origine d'une minoration de l'écart de production de 2,7 points de PIB pour l'année 2009 et de 3,4 points pour l'année 2010.

De telles révisions ne sont pas neutres pour calibrer la politique de consolidation budgétaire. Car à déficit donné, la réduction de l'écart de production estimé accroît la part du déficit structurel perçu et appelle une rigueur accrue. C'est bien ce qui est advenu en 2010 quand les plans de relance ont fait place à les plans de restriction budgétaire drastiques. Généralisés à l'ensemble des pays membres, ils ont cassé net la reprise naissante en 2009 et en 2010 et ont précipité la zone euro dans une nouvelle récession.

La trop grande sensibilité de l'estimation de la croissance potentielle à la croissance courante, tant sur le futur que sur le passé, fait naître le risque de l'enclenchement d'une spirale dépressive par laquelle la politique restrictive déprime l'activité, ce qui conduit à des révisions en baisse de la croissance potentielle, à une minoration de l'écart de production et donc à une augmentation de la part du déficit structurel dans le déficit total et finalement à la nécessité d'accentuer la rigueur. Il semble bien que l'histoire se soit écrite ainsi dans la zone euro depuis 2010. Pour 2012 et pour 2013, les révisions en baisse de la croissance potentielle, en lien avec l'effet récessif de la consolidation budgétaire, ont conduit à minorer l'écart de production de -2,1 et -1,2 points respectivement depuis le printemps 2011.

La purge budgétaire a donc entraîné une deuxième récession qui a invalidé les objectifs de réduction des déficits fixés au départ car les stabilisateurs automatiques ont à nouveau creusé la composante conjoncturelle des déficits. La rigueur, mal calibrée, était contre productive et ne pouvait donc pas aboutir à l'objectif initial d'une réduction rapide des déficits. Les marchés et la Commission européenne ayant des objectifs nominaux de déficit, de nouvelles mesures de rigueur ont été instituées au fil du temps avec des effets sur les déficits qui sont loin d'avoir été à la hauteur des sacrifices consentis.

Petits arrangements institutionnels

Dans ces conditions, clamer que l'amélioration du climat conjoncturel illustre les premiers bénéfices de la stratégie précédente relève d'une incompréhension des mécanismes récessifs générés par la rigueur. D'ailleurs, la politique budgétaire est globalement restrictive sur la période 2008-2013 (tableau 5). On peut plutôt voir dans l'embellie de la conjoncture en zone euro la conséquence des arrangements institutionnels qui ont permis de contenir la crise des dettes souveraines et qui ont consisté d'une manière ou d'une autre à faire endosser le risque de détention de dette souveraine par des tiers.

L'exacerbation de la crise des dettes souveraines en zone euro au printemps 2010 a incité les États à poser les premiers jalons de la mutualisation des risques au sein de la zone, d'abord, avec les dispositifs du FESF (Fonds européen de stabilité financière) et du MES (Mécanisme européen de stabilité). Le FESF, créé en mai 2010 pour une période de 3 ans et devenu opérationnel en août 2010, est un fonds de stabilisation, sous la forme d'un fonds commun de créance. Il vise à assurer, avec la garantie des États membres, le financement des États en difficulté, qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés financiers à des taux soutenables. Le dispositif a été renforcé progressivement, pour le doter d'une garantie de prêt de 440 Mds d'euros, et la possibilité de lever 1 000 Mds d'euros par l'émission d'obligations et autres titres de créances. Ses moyens d'action, initialement limités à des prêts aux États en difficulté, ont été élargis, avec la possibilité d'acheter de la dette primaire, puis de racheter des obligations d'État sur le marché secondaire, et de

participer au sauvetage des banques. Le FESF est intervenu en Irlande, au Portugal et en Grèce pour 220 milliards d'euros, puis dans la recapitalisation des banques espagnoles à hauteur de 100 milliards d'euros. Le MES a pris le relais du FESF en septembre 2012, dans le but d'assurer la stabilité de la zone euro de manière permanente. Doté d'une capacité de financement de 700 milliards d'euros, il s'inscrit dans le Pacte budgétaire européen.

La plus grande implication de la BCE dans la gestion de la crise des dettes souveraines a aussi concouru à la retombée des tensions financières avec l'institution des dispositifs du SMP (*Securities market programme*), puis de l'OMT (*Outright Monetary Transactions*). À partir de mai 2010, la crainte d'un emballement de la crise grecque a 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 achète 220 milliards d'euros d'obligations grecques, irlandaises, portugaises, italiennes et espagnoles dans le cadre du SMP. La masse monétaire est contrôlée par la collecte de dépôts à terme. En septembre 2012, le SMP laisse place à l'OMT. Ce dispositif permet également l'achat sur le marché secondaire de titres publics de maturité de 1 à 3 ans. Afin de désamorcer le mouvement de défiance sur les marchés financiers, la BCE précise qu'elle ne fixe aucune limite à ses interventions et conditionne son intervention à l'acceptation d'un plan d'assainissement des finances publiques, dans le cadre du FESF (puis du MES). À ce jour, aucun pays de la zone euro n'a encore fait appel à l'OMT, en raison notamment – c'est le cas de l'Espagne – des fortes contraintes liées au dispositif.

Après une succession de tentatives infructueuses, le renforcement des contraintes budgétaires contenues dans le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), conjugué aux possibilités ouvertes par l'OMT, est finalement parvenu à abaisser les anticipations des marchés sur le risque de défaut d'un pays de la zone euro. La diminution du risque *pricé* par les marchés a abouti à une réduction du *spread* de taux entre la zone euro et les pays anglo-saxons (graphique 13).

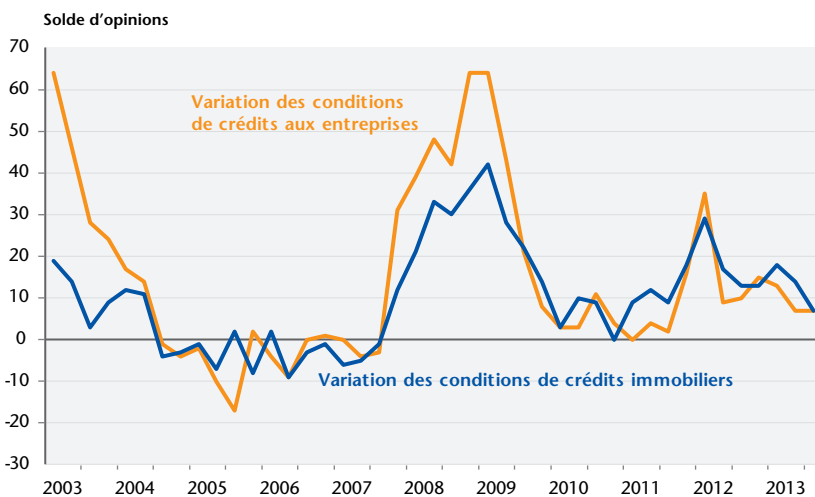
Les indices de desserrement des contraintes d'accès au crédit restent toutefois encore peu nombreux. La production de nouveaux crédits n'a pas encore redémarré dans la zone euro. Seules les conditions de crédit déclarées par les banques se sont détendues depuis quelques mois (graphique 14).

Graphique 13. Rendement des obligations d'État à 10 ans



Note : Le taux public pour la zone euro est la moyenne du taux de chaque pays membre, pondéré par sa dette en 2010. Les taux pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal sont les taux auxquels ils empruntent au MESF, au FESF et au FMI, fixés à 5% respectivement en juin 2010, novembre 2010 et mars 2011, puis à 3,5% en mars 2011.
Sources : Eurostat, banques centrales nationales, calculs OFCE.

Graphique 14. Variation des conditions de crédit dans la zone euro



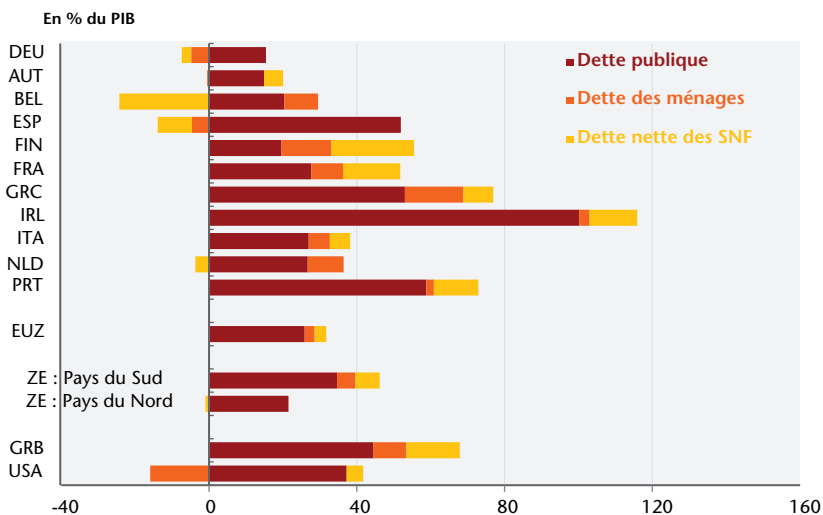
Note : l'enquête mesure un solde d'opinions entre les banques déclarant un durcissement des conditions de crédit à leur clientèle et celles déclarant un assouplissement.
Source : BCE (enquête Bank Lending Survey).

La zone euro ensablée

L'éclaircie observée récemment dans la zone euro n'est pas synonyme de reprise pour autant : en effet, l'écart de production se refermerait à peine, la croissance de la zone retrouvant tout juste son rythme potentiel (1 % selon notre hypothèse) en 2014, avant d'accélérer un peu en 2015 (1,6 %). Il serait donc abusif de considérer que la zone euro est sortie du marasme et que la moindre restriction budgétaire prévue va effacer rapidement ces nouveaux déséquilibres. Il faudra des années à la zone euro pour se remettre de cette cure d'austérité trop ample et trop précoce, alors qu'une stratégie d'ajustement budgétaire graduelle aurait été bien plus efficace en ne brisant pas la croissance quand elle a timidement redémarré en 2009 (Cochard et Schweisguth, 2013). Selon nos prévisions, la zone euro conserverait un chômage de masse (11,4 % en 2015) et la dette publique rapportée au PIB se stabiliserait seulement en 2014 dans l'ensemble de la zone euro avant de baisser légèrement en 2015, à 94,5 %, soit près de 30 points de PIB de plus qu'en 2007. Si certains déséquilibres se sont résorbés pendant la crise, comme les déficits courants qui se sont largement réduits, d'autres sont apparus en retour : l'explosion du chômage en Espagne, au Portugal et en Grèce, l'ascension de la dette publique qui atteint des niveaux record... De plus, si la dette privée s'est réduite dans certains pays (en Espagne ou en Allemagne), les pays du sud de la zone euro ont globalement connu, en même temps que l'explosion de la dette publique, une hausse de l'endettement privé, la baisse des revenus entraînée par les impulsions budgétaires négatives empêchant les agents de se désendetter, contrairement à ce qui s'est produit aux Etats-Unis (graphique 15 et 16).

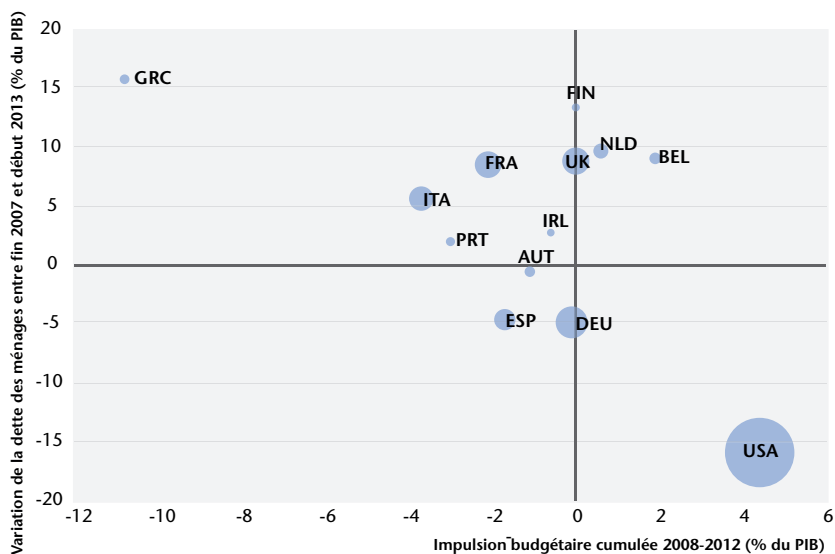
Alors que l'écart de production est très largement négatif dans la zone euro, ce qui aurait dû induire un rythme spontané de croissance bien supérieur au potentiel, la croissance sera atone dans la plupart des pays, en raison des politiques budgétaires restrictives. Après 3,3 points d'impulsion négative entre 2010 et 2012, la politique budgétaire amputerait encore la croissance de 1 point en 2013, de 0,5 point en 2014 et de 0,4 point en 2015, et pèserait majoritairement sur les ménages. L'activité bénéficierait heureusement de la modeste accélération de la demande adressée à la zone (+3,7 % en 2014, contre +0,7 % en 2012) et des gains de parts de marché de plusieurs pays (Espagne, Portugal et Grèce notamment)

Graphique 15. Variation de dette des agents entre fin 2007 et 2013



Sources : BCE, Eurostat, Flow of Funds.

Graphique 16. Corrélation entre impulsions budgétaires et variation de la dette des ménages



Sources : BCE, Eurostat, Flow of Funds.

sur les marchés extérieurs à la zone. La croissance de la demande adressée resterait cependant modeste si l'on compare l'augmentation attendue en 2014 à la croissance moyenne des années d'avant-crise, 7 % l'an. Cette timide reprise des exportations ne serait pas en mesure de permettre la mise en place d'un cercle vertueux de redémarrage généralisé de la croissance en 2014 : peu de créations d'emploi dans les pays où le cycle de productivité est très dégradé (en France ou en Italie) et la déflation salariale dans un contexte de chômage de masse pèsera sur le revenu des ménages (dans les pays du sud de la zone euro principalement). La consommation des ménages serait donc atone. En revanche, l'investissement pourrait bénéficier de ce regain de commerce et du démarrage d'un nouveau cycle de renouvellement-modernisation des équipements, d'autant plus si la normalisation des taux monétaires se répercute sur les taux des crédits aux entreprises. Ce scénario est cependant dépendant de la conjoncture internationale et les tensions actuelles font peser des risques non négligeables sur la croissance de la zone euro.

États-Unis : déblocage imminent...

Engagée depuis la fin de l'année 2009, la reprise s'est poursuivie aux États-Unis à un rythme modéré. Après 1,8 % en 2011 et 2,8 % en 2012, la croissance a ralenti fin 2012. Frappée par les mesures d'ajustement budgétaire décidées en début d'année à la suite des négociations autour du *fiscal cliff*, elle est passée en rythme annuel à 1,6 % au deuxième trimestre 2013. Ce choc vient interrompre une reprise encore fragile. De par son faible contenu en emploi, cette reprise s'est avérée insuffisante pour enclencher une véritable dynamique de la demande. Tant que cette situation durera, le marché du travail restera bloqué et la croissance américaine ne suffira pas à refermer un écart de production négatif, d'environ 3 % du PIB. D'autant que le changement de discours de la Réserve fédérale sur sa politique monétaire non conventionnelle s'est déjà traduit par la hausse des taux d'intérêt à long terme et que l'importance de la dette publique (16 738 milliards de dollars, soit 100,5 % du PIB à la fin du deuxième trimestre 2013) maintient la pression sur l'ajustement budgétaire. En 2013, l'impulsion budgétaire négative devrait rester significative (-1,5 point de PIB), du fait de :

- l'American Taxpayer Relief Act voté le 2 janvier : les hausses d'impôts supportées par les plus riches ont représenté 0,7 point du revenu avant impôts des ménages ;
- du relèvement de 2 points des cotisations sociales payées par les salariés : elles représentent désormais 15,7 % de la masse salariale ;
- et des coupes dans les dépenses publiques effectives au 1er mars : 85 milliards de coupes dont la moitié affecte le département de la Défense, et dont 42 milliards sont effectives avant la fin de l'année fiscale 2013.

La croissance ne dépasserait pas 1,5 % en 2013 et pourrait accélérer autour de 2,5 % en 2014 et en 2015.

Ce scénario ne prend pas en compte l'impact de la crise budgétaire qui s'est déclarée au 1^{er} octobre, début de l'exercice fiscal 2014. Faute d'un accord au Congrès sur le budget 2014, les administrations fédérales ont dû fermer leurs portes et les dépenses, soumises à l'approbation des élus du Congrès, n'ont pu être engagées (voir [Shutdown : l'Amérique sur la sellette](#)). Simultanément, la dette du gouvernement fédéral ayant atteint son plafond autorisé, le Trésor honore ses engagements (renouvellement de la dette, paiement des charges d'intérêt et paiement des prestations sociales) sur la base de mesures exceptionnelles dont les ressources devaient s'épuiser le 17 octobre (voir [Le déclin de l'empire américain](#)). Dès lors, après plus de deux semaines de *shutdown*, les États-Unis auraient été en cessation de paiement si aucun accord n'avait été trouvé avant la fin octobre sur le relèvement du plafond de la dette.

Le 16 octobre, veille de la date fatidique du 17 octobre, les élus du Congrès américain sont enfin parvenus à un compromis budgétaire, qui autorise le financement des dépenses fédérales jusqu'au 15 janvier et qui permet le relèvement du plafond de la dette jusqu'au 7 février 2014. Les administrations fédérales vont réouvrir jusqu'au 15 janvier et les engagements financiers du Trésor peuvent être honorés.

Les coupes brutales dans les dépenses de l'État, et la désorganisation qu'elles ont induites auprès du secteur privé du fait de la fermeture des administrations, devraient porter un coup à la croissance du quatrième trimestre. Néanmoins, les salaires des fonctionnaires du gouvernement fédéral seront versés et le retard

dans les dossiers non-traités, rattrapé avec le retour au travail des salariés.

Pas de croissance autonome dans les pays émergents

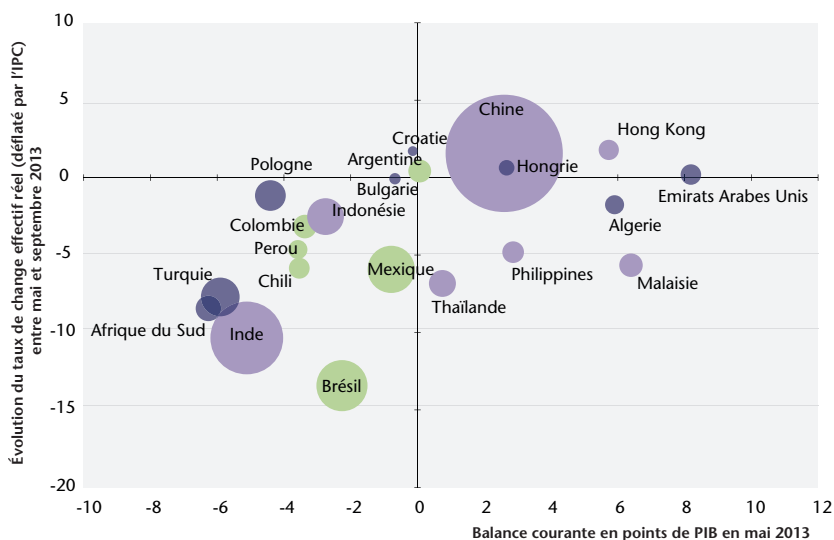
La conjoncture dans les pays émergents a subi un ralentissement plus important qu'anticipé, majoritairement dû à des facteurs cycliques. Alors que les pays développés sont en phase de stabilisation en zone euro et de reprise molle aux États-Unis, la croissance des pays émergents se tasse. D'une part les facteurs qui ont soutenu cette croissance après la crise de 2008 sont aujourd'hui beaucoup moins présents, et d'autre part les pays émergents ont subi de forts mouvements de change engendrés par l'annonce le 22 mai 2013 par la Réserve fédérale d'une éventuelle sortie du *Quantitative Easing*.

L'ensemble des pays émergents a mené des politiques monétaire et/ou budgétaire très accommodantes dès 2009 pour faire face au ralentissement brutal de l'économie mondiale, ce qui a vigoureusement soutenu leur croissance. Les capitaux ont alors afflué vers ces pays, favorisant l'expansion du crédit et l'assouplissement des conditions monétaires. Un certain nombre de pays se sont ainsi trouvés en situation de surchauffe, avec un emballement de l'inflation (Brésil, Inde, Russie) ou du prix des actifs (immobilier en Chine). Les pays exportateurs de matières premières ont aussi bénéficié du soutien généré par la hausse des prix du pétrole et des produits de base qui a accompagné la vigueur de la demande chinoise en 2009/2010.

Mais l'heure est aujourd'hui à la normalisation des conditions monétaires et au renforcement des fondamentaux, rendus nécessaires par les risques associés à une future remontée des taux directeurs américains. Les pays présentant une vulnérabilité accrue du point de vue des déficits extérieur et/ou budgétaire ont en effet été les plus touchés par les sorties de capitaux entre mai et septembre 2013 (Inde, Indonésie, Brésil). Ces trois pays ont été contraints de remonter leurs taux d'intérêt directeurs afin de faire face aux pressions inflationnistes et de soutenir leur monnaie. Le graphique 17 indique une corrélation significative entre le niveau du solde de la balance courante en mai 2013 et l'évolution du taux de change dans les mois qui ont suivi l'annonce d'un resserrement

de la politique monétaire américaine. Globalement, les pays d'Amérique latine ont été plus touchés que les pays asiatiques, car leurs fondamentaux sont moins solides et leurs réserves de change plus faibles. Les pays d'Europe centrale et orientale ont curieusement été épargnés par les retraits massifs de capitaux, alors que leurs devises avaient été parmi les plus touchées en 2009. Une explication pourrait être que ceux-ci n'avaient pas connu de retour massif des capitaux en 2010/2011, limitant ainsi leurs sorties.

Graphique 17. Balance courante et évolution du taux de change effectif réel



Source : BRI, calculs des auteurs.

Par ailleurs, le ralentissement de l'économie mondiale en 2011 et 2012 a pesé sur le cours des matières premières et de l'énergie et l'on s'oriente vers une stabilisation des prix, qui priverait les pays producteurs d'un important soutien à la consommation (Amérique latine, Russie, Indonésie, Thaïlande, Malaisie). En premier lieu, la croissance **russe** a pâti de la décline des recettes pétrolières au premier semestre 2013. L'économie russe reste très dépendante des matières premières non-agricoles, qui représentent 70 % des exportations et la moitié des revenus de l'État. Avec une production industrielle qui stagne et un investissement qui recule, la Russie continue à souffrir de la « maladie hollandaise » et voit son indus-

trie « plomber » un peu plus chaque année son potentiel de croissance. La croissance russe repose principalement sur l'expansion de la consommation, en partie alimentée par les ressources pétrolières et gazières, qui ralentit depuis le début d'année. Dans ce contexte, les marges de manœuvre en matière de politique économique apparaissent mesurées, dans la mesure où la baisse des recettes pétrolières contraint les possibilités de relance budgétaire, et où la banque centrale voit sa politique monétaire entravée par la progression du crédit, des sorties importantes de capitaux privés et un risque de surchauffe. À l'horizon de notre prévision, et compte tenu de nos prévisions de prix des matières premières, la croissance devrait donc se maintenir sous la barre des 3 %.

Au **Brésil**, la croissance du PIB devrait être en moyenne annuelle à peine supérieure à 3 % en 2013 et 2014, insuffisante pour ramener le PIB vers sa trajectoire de long terme. Cependant, la reprise au deuxième trimestre 2013 marque le succès du *policy mix* de 2011 et 2012. La hausse des dépenses en infrastructures touristiques et de transport, pour préparer la Coupe du monde football de 2014 et les Jeux olympiques de 2016, ainsi que la distribution de prêts aux entreprises *via* la Banque nationale de développement économique et social ont eu raison de la stagnation économique qui s'installait en 2009. Mais si l'activité est repartie, elle s'est faite alors que les tensions inflationnistes étaient encore présentes sous l'effet d'un marché du travail tendu, notamment dans l'industrie. En juin dernier, l'inflation a atteint 6,7 %, soit au-dessus de la borne haute de la bande 2,5-6,5 % visée par la banque centrale. Or, il en va de la crédibilité des autorités monétaires qui jouent sur l'ancrage des anticipations de prix à moyen terme. Simultanément, le déficit courant, qui était resté autour de 2,1 % entre 2010 et mi 2012, s'est creusé à 3,2 % au deuxième trimestre 2013. Face au retrait des investisseurs étrangers du Brésil et à la chute du real contre le dollar pendant l'été dernier, la banque centrale est dès lors confrontée à un dilemme : soutenir une croissance déjà molle en limitant la hausse des taux d'intérêt, ou bien tout faire pour respecter la cible d'inflation. Garante de la stabilité des prix, elle a opté pour un mélange entre pragmatisme et d'orthodoxie : le taux directeur SELIC a été relevé de 7,25 % à 9 % depuis avril et des accords de *swaps* de devises ont été pris depuis fin mai entre

banques centrales pour éviter que le real ne s'effondre davantage et limiter l'inflation importée.

La **Chine** a mis fin à son plan de relance de 13 points de PIB, initié en 2009 et qui a généré une forte hausse de l'endettement des collectivités locales. La politique d'investissements massifs menée jusqu'à présent a eu pour conséquences des capacités excédentaires et des rendements du capital décroissants, ainsi qu'une dégradation rapide de l'environnement (pollution de l'air, des sols, des nappes phréatiques, etc.). Le gouvernement chinois, conscient de la non soutenabilité d'une telle trajectoire, a changé son fusil d'épaule et opté en juillet pour un mini plan de relance orienté vers des exemptions fiscales pour les PME exportatrices et une facilitation de l'accès au crédit. Loin des 10% de croissance qui prévalaient avant la crise, la Chine devrait enregistrer une hausse du PIB de 7,2% en 2014 et 2015.

L'économie **indienne** a sensiblement ralenti en 2012, avec une croissance de 3,2 % contre 8 à 9 % auparavant. Un manque de confiance des investisseurs (5 % des actifs détenus par les investisseurs ont été vendus), des tensions inflationnistes (+11 % en août 2013) et une faible demande des pays occidentaux expliquent la dégradation de l'activité de la troisième puissance économique. Parmi les pays émergents, l'Inde a été la plus affectée par les sorties de capitaux. L'Inde souffre en effet de deux déficits importants : un déficit budgétaire (9,5 % du PIB) et un déficit de la balance des paiements courants (3,8 % du PIB, soit bien au-delà du seuil de 2,5 % jugé tolérable par la banque centrale indienne). Depuis mai 2013, sa monnaie s'est dépréciée de plus de 17 % face au dollar. Les autorités monétaires ont décidé de réduire la liquidité au sein de l'économie, sans pour autant augmenter leur principal taux directeur, et instauré le 14 août 2013 un contrôle des changes. Ces mesures n'ont pas permis d'enrayer la baisse de la roupie, qui a atteint son plus bas historique en septembre, ni la correction de la bourse indienne. Mais elles ont été suffisantes pour contenir les sorties de réserves de change. Le déficit courant pourrait se creuser davantage du fait de la hausse de la facture pétrolière, dont le pays est un grand importateur. Enfin, à l'approche des élections prévues pour mai 2014, l'agenda de réformes économiques est au point mort. La croissance devrait repartir, mais à des rythmes plus modérés que par le passé (5,5% en 2014 et 5,9% en 2015).

Les perspectives ne sont donc pas florissantes pour les pays émergents, et l'on voit mal comment ceux-ci pourraient soutenir franchement la reprise naissante en zone euro. Certes la dépréciation des taux de change et le rebond de la demande mondiale sont des signes positifs pour le secteur exportateur, mais les pays émergents n'ont jusqu'à présent pas fait preuve d'une autonomie de la demande intérieure en situation de conjoncture mondiale dégradée. Or le soutien de la politique budgétaire sera bridé par la nécessité d'apurer leur situation d'endettement public (Argentine, Inde, Malaisie, Pologne, République Tchèque, Hongrie) tandis que les marges de manœuvre de la politique monétaire seront globalement limitées et leur effet diminué par les tensions sur les taux longs publics et la hausse des primes de risque sur la dette externe (encadré 4).

Encadré 4. Les risques d'un durcissement rapide de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes

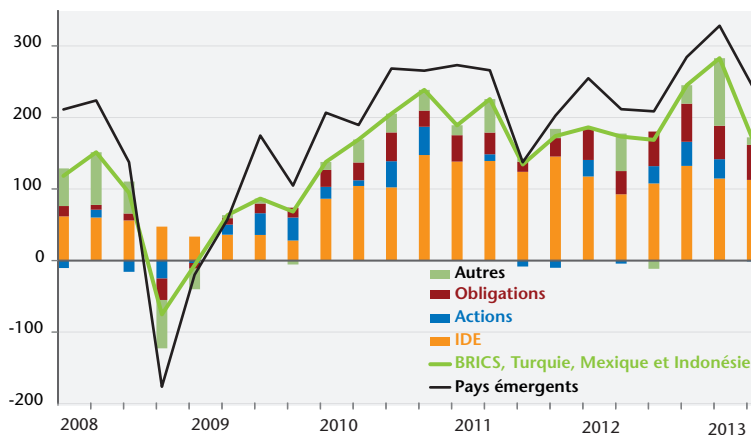
À partir de la mi-2011, la crise des dettes publiques en zone euro s'est traduite par un creusement des écarts entre le taux moyen en zone euro et les taux longs aux États-Unis (voir graphique 13). Cet écart s'est ensuite progressivement résorbé, traduisant un début de normalisation des taux d'intérêt dans un premier temps en zone euro, puis aux États-Unis à partir du mois de mai 2013 : à partir de cette date, le taux long américain augmente fortement. Il passe de 1,6 % début mai 2013 à près de 3 % début septembre, sous l'effet de l'annonce par la Réserve fédérale américaine d'un arrêt prochain de la politique d'assouplissement budgétaire. Cette hausse a ensuite été tempérée par la décision de la Réserve fédérale de ne pas diminuer ses achats d'actifs le 18 septembre 2013.

Ces mouvements de taux d'intérêt ont eu de fortes répercussions sur les marchés financiers des pays émergents et se sont traduits par des sorties massives de capitaux pour certains pays, et par un moindre afflux net de capitaux vers les pays émergents dans leur ensemble au 2^e trimestre 2013 (graphique 18).

Les taux de change nominaux face au dollar se sont globalement dépréciés entre avril et septembre 2013 (graphique 19), l'ampleur de la dépréciation allant de 5 % pour la Colombie à plus de 15 % pour l'Inde et l'Indonésie. Les pays les plus touchés (Inde, Indonésie, Brésil, Afrique du Sud et Turquie) sont aussi les pays qui ont connu une dégradation plus marquée de leurs fondamentaux (balance commerciale, inflation, déficit public).

Graphique 18. Flux nets de capitaux vers les pays émergents

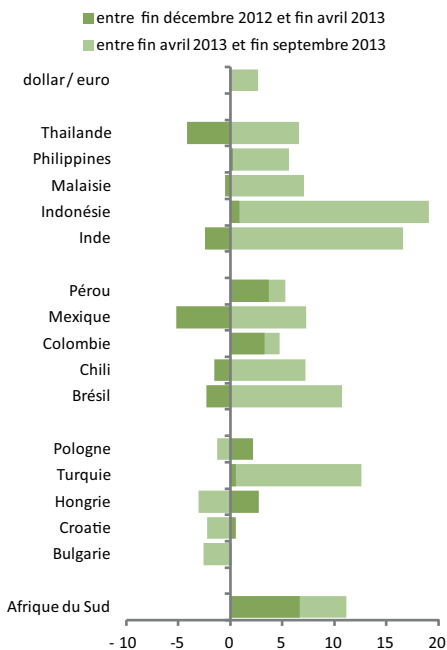
En milliards de dollars, flux trimestriels



Source : International Institute of Finance.

Graphique 19. Évolution des taux de change vis-à-vis du dollar

En %



Note : pour les pays émergents, une évolution positive indique une dépréciation du taux de change par rapport au dollar. Par contre, une évolution positive du cours dollar/euro indique une appréciation de l'euro par rapport au dollar.

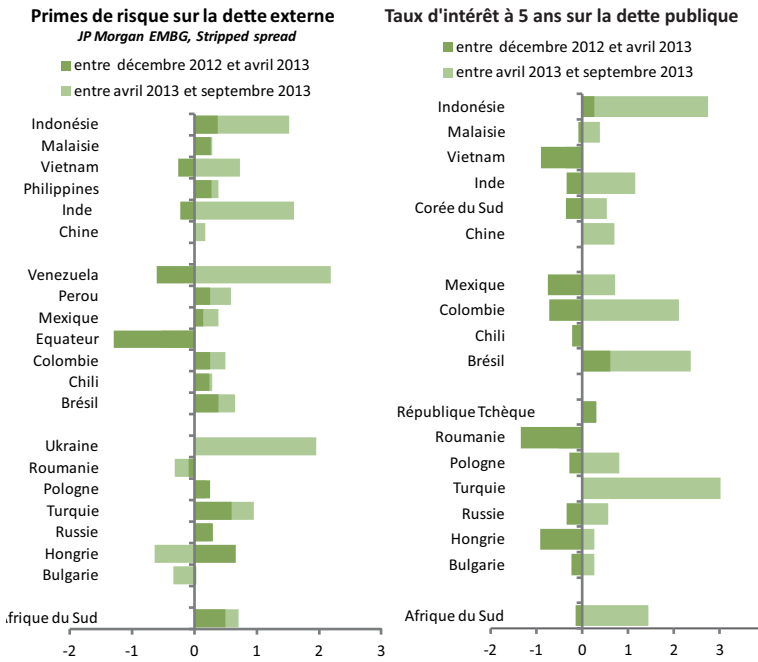
Source : Datastream.

Par contre les pays d'Europe centrale et orientale n'ont globalement pas été touchés. Leur taux de change s'est même légèrement apprécié par rapport au dollar, suivant ainsi l'appréciation de l'euro par rapport à l'ensemble des monnaies des pays émergents et au dollar. Les évolutions respectives des taux de change indiquent clairement des mouvements de capitaux des pays émergents vers la zone euro, et vers les États-Unis dans une moindre mesure.

Dès lors, les conditions de financement se sont durcies pour les économies émergentes. Les taux d'intérêt longs se sont tendus parallèlement à la hausse des taux longs américains (graphique 20), avec des hausses allant de 1 à 3 points de pourcentage pour l'Inde, l'Afrique du Sud, la Colombie, le Brésil, l'Indonésie et la Turquie. Les primes de risque sur la dette externe, qui s'ajoutent à la hausse des taux longs américains⁵, ont aussi fortement augmenté (graphiques 20 et 21).

Graphique 20. Évolution des taux d'intérêt à 5 ans et des primes de risque

En %

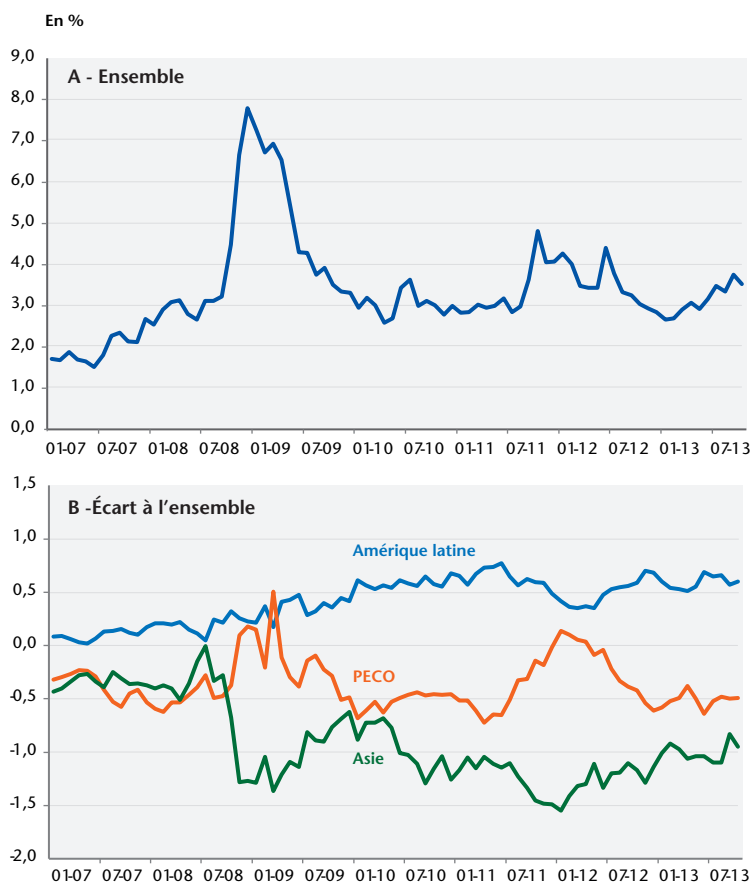


Source : Datastream.

5. La prime de risque est calculée en référence au taux d'intérêt sur les titres à long terme du Trésor américain.

Compte tenu de notre scénario de maintien d'une politique monétaire américaine accommodante à l'horizon de notre prévision, nous n'avons pas inscrit de prolongement de la dégradation des conditions de financement pour les pays émergents. Par contre, un durcissement plus rapide de la politique monétaire de la Réserve fédérale se traduirait par de nouvelles sorties de capitaux des émergents vers la zone euro et les États-Unis, entraînant des dépréciations des taux de change des émergents et un nouveau durcissement de leurs conditions de financement. La dépréciation des changes soutiendrait les exportations, mais l'inflation importée supplémentaire forcerait les banques centrales des pays émergents à durcir à nouveau leur politique monétaire, freinant ainsi la demande interne des pays émergents.

Graphique 21. Primes de risque sur la dette externe des pays émergents*



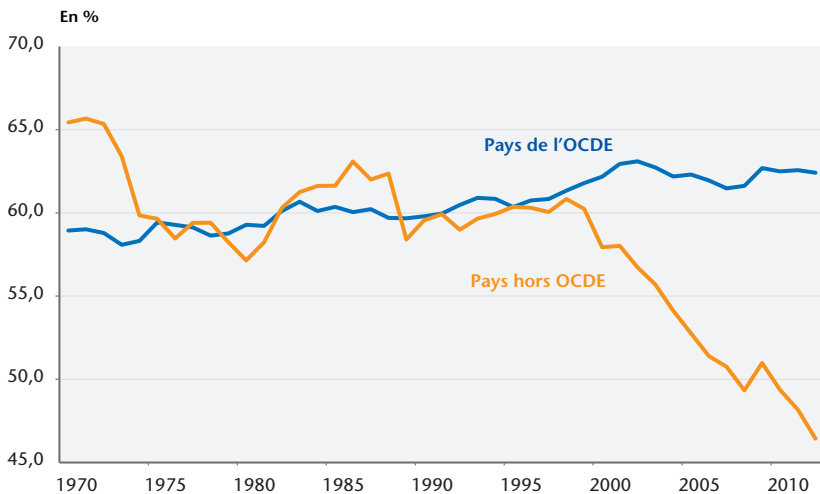
*JP Morgan EMBI Global – stripped spreads

Source : Datastream.

La transition vers un modèle de croissance plus autonome se fait de plus en plus pressante, alors que les perspectives à moyen terme de grands pays comme la Chine et la Russie seront bridées par des facteurs démographiques. En Chine, la population active va commencer à diminuer dès 2014 et l'excédent de main-d'œuvre disparaîtrait vers 2020. La productivité globale des facteurs ralentirait au fur et à mesure du rattrapage technologique chinois. En Russie, l'insuffisance des infrastructures physiques et un climat des affaires peu porteur pénalisent la croissance potentielle. Dans ces deux pays, seules des réformes fondamentales permettraient un rééquilibrage du modèle de croissance qui leur assurerait l'autonomie de la demande intérieure.

Le graphique 22 montre une très forte réduction de la part de la consommation privée dans le PIB des pays émergents depuis 2000, alors que celle-ci est en légère augmentation dans les pays de l'OCDE. La crise de 2009 n'a que temporairement interrompu la tendance, du fait d'un effondrement de la demande étrangère. Malgré la contribution significative des pays émergents à la croissance mondiale, ce graphique est révélateur des difficultés rencontrées par ces pays pour adopter un modèle économique proche de celui des pays développés et capable de prendre le relais de la croissance.

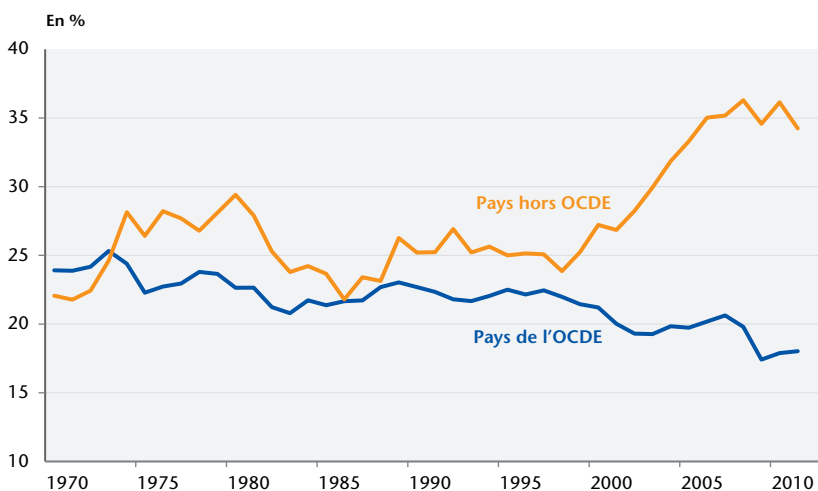
Graphique 22. Part de la consommation privée dans le PIB



Sources : World Bank, World Development Indicators, calculs OFCE.

En Asie en particulier, le niveau élevé du taux d'épargne est un frein récurrent à l'expansion de la consommation des ménages. Le taux d'épargne a augmenté de 10 points de PIB entre 1998 et 2008, accompagnant la montée en puissance des excédents courants et des réserves de change (graphique 23). A la suite des crises financières de la fin des années 1990, un grand nombre de pays émergents a cherché à assainir sa situation d'endettement extérieur afin de se prémunir contre de nouvelles crises. Le taux d'épargne s'est stabilisé depuis l'éclatement de la crise de 2008, mais rien n'indique un retour prochain vers les niveaux qui prévalaient dans les années 1990.

Graphique 23. Part de l'épargne domestique dans le PIB



Sources : World Bank, World Development Indicators, calculs OFCE.

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

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹															
1 €=...\$	1,31	1,28	1,24	1,28	1,32	1,31	1,31	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,28	1,32	1,35
1 \$=...Yen	78,8	80,1	78,7	79,9	97	99,8	99	100	100	100	100	100	79,4	99	100
1 £=...euros	1,20	1,23	1,26	1,25	1,18	1,18	1,17	1,19	1,2	1,2	1,2	1,2	1,23	1,18	1,20
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
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EUZ	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	0,6	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
Taux d'intérêt à long terme¹															
USA	2,0	1,8	1,6	1,7	2,1	2,2	2,7	2,7	2,9	3,2	3,5	3,5	1,8	2,4	3,3
JPN	1,0	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	0,6	1,0
EUZ	3,7	3,4	2,9	2,2	2,9	3,0	3,1	3,0	3,2	3,3	3,5	3,5	3,1	3,0	3,4
GBR	2,1	1,9	1,6	1,8	2,1	2,1	2,5	2,7	3,0	3,3	3,5	3,5	1,9	2,3	3,3
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	110	113	110	110	113	103	111	116	110	105	105	105	111	110	106
Prix du pétrole Brent, en € ¹	84	88	88	86	85	78	84	86	81	78	78	78	86	83	79
Matières premières industrielles ²	2,5	-4,9	-6,9	2,7	5,6	-7,4	-0,4	2,0	2,2	3,3	4,2	4,0	-15,8	-2,8	7,4

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 2013.

LA ZONE EURO ÉCARTELÉE¹

PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision, Céline Antonin, Christophe Blot,
Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth

Après six trimestres de baisse, la zone euro a renoué avec une croissance positive au deuxième trimestre 2013, le PIB progressant de 0,3 %. À l'exception du secteur de la construction, les enquêtes de conjoncture sont mieux orientées, confirmant le retour d'une croissance positive dans les prochains trimestres sur l'ensemble de la zone. La confiance des marchés est revenue, comme en témoigne la poursuite de la baisse des taux souverains en Espagne et en Italie. Un mouvement de convergence semble d'ailleurs amorcé puisque dans le même temps les taux sur la dette souveraine allemande et française ont augmenté. Les risques de crise de liquidité dans la zone euro semblent aussi s'atténuer. Le guichet de la BCE reste ouvert et les demandes de refinancement diminuent progressivement. La crainte d'un éclatement de la zone euro étant écartée, les principales menaces qui pourraient contrarier le retour de la croissance dans la zone euro résident dans la poursuite de l'ajustement budgétaire.

Pour autant, il est encore prématuré d'affirmer que la zone euro est sortie de la récession. La poursuite, même à un moindre rythme, de la consolidation conjuguée aux pressions à la baisse des salaires en lien avec le niveau élevé du chômage pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages dans la plupart des pays. Il ne devrait donc pas y avoir de reprise par la consommation, en dehors du cas particulier de l'Allemagne. La croissance sera insuffisante pour combler l'écart de croissance qui s'est creusé et réduire les divergences qui sont apparues dans la zone euro. Les pressions déflationnistes dans les pays du sud de l'Europe restent fortes, ce qui contraint le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, en particulier les agents les plus endettés qui doivent faire face à leurs échéances. Dans ces conditions, la zone euro restera écartelée entre une fraction de pays où la crise laisse peu de traces et une autre durablement affaiblie économiquement, financièrement et socialement.

1. Cette étude intègre les informations disponibles au 17 octobre 2013.

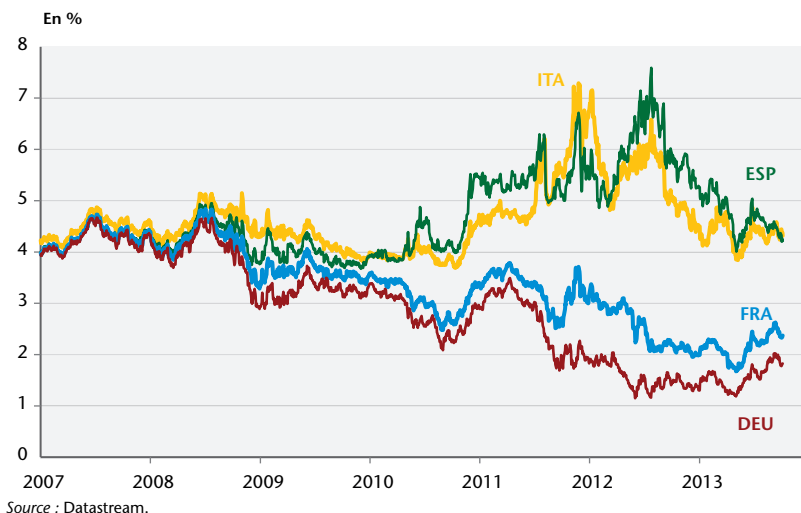
Après six trimestres de baisse, la zone euro a renoué avec une croissance positive au deuxième trimestre 2013, le PIB progressant de 0,3 %. Pour autant, il est encore prématuré d'affirmer que la zone euro est sortie de la récession. Un diagnostic plus fin de la situation conjoncturelle montre que ce n'est pas encore le cas². Mais indépendamment de ce diagnostic, la question essentielle demeure, celle de savoir si cette surprise au deuxième trimestre traduit un redémarrage durable de l'activité. Même dans cette hypothèse optimiste, il n'effacera pas les nombreux déséquilibres créés par la crise. Selon nous, la fin de la récession ne serait pas qu'un court moment de répit avant le retour vers de nouveaux abymes. En effet, à l'exception du secteur de la construction, les enquêtes de conjoncture sont mieux orientées, confirmant ainsi le retour d'une croissance positive dans les prochains trimestres sur l'ensemble de la zone³. En outre, la confiance des marchés est revenue, comme en témoigne la poursuite de la baisse des taux souverains en Espagne en Italie. Un mouvement de convergence semble d'ailleurs amorcé puisque dans le même temps les taux sur la dette souveraine allemande et française ont augmenté (graphique 1).

Parallèlement, les risques de crise de liquidité dans la zone euro semblent aussi s'atténuer. Le guichet de la BCE reste ouvert et les demandes de refinancement diminuent progressivement. La crainte d'un éclatement de la zone euro étant écartée, les principales menaces qui pourraient contrarier le retour de la croissance dans la zone euro résident dans la poursuite de l'ajustement budgétaire. Or là aussi, les forces récessives pourraient s'atténuer. D'une part, après l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande, c'est au tour de l'Italie d'afficher un déficit budgétaire respectant la cible de 3 % en 2012. La dette publique reste certes élevée, contraignant le gouvernement italien à poursuivre les efforts budgétaires, mais l'Italie est néanmoins sortie de la procédure de déficit excessif, ce qui réduit la pression exercée par la Commission européenne sur le gouvernement.

2. L'analyse effectuée récemment par le CEPR à ce sujet rejette pour l'instant l'hypothèse d'une fin de récession et évoque plutôt une pause dans la récession (voir [ici](#)).

3. C'est en effet ce qui ressort de l'indicateur avancé calculé par Euroframe (voir [ici](#)).

Graphique 1. Taux souverains des 4 grands pays de la zone euro



Le déficit budgétaire moyen de la zone euro passerait également sous le seuil de 3 % du PIB en 2013, quatre années après avoir atteint un pic à 6,2 %. Cette réduction des déficits s'est faite au prix d'une consolidation budgétaire de grande ampleur – 4,2 points de PIB en cumul entre 2010 et 2013. Ainsi pour un point de consolidation *ex-ante*, la baisse du déficit budgétaire fut de 0,8 point sur l'ensemble de la zone euro. Les disparités entre les pays sont conséquentes puisque pour un point d'ajustement, le déficit budgétaire allemand baissait de 3,6 points entre 2010 et 2013 tandis que celui de l'Espagne se réduisait de seulement 0,6 point. L'efficacité de l'effort budgétaire grec fut de 0,7 point. Ces écarts s'expliquent par l'effet récessif des restrictions qui fut d'autant plus fort que le multiplicateur budgétaire était élevé. En effet, la contraction budgétaire exerce en retour un effet négatif sur les finances publiques *via* la dégradation du solde budgétaire conjoncturel. C'est cette cure d'austérité qui a replongé la zone euro en récession dès la fin de l'année 2011⁴. Par conséquent, il ne peut y avoir d'amélioration durable du climat conjoncturel sans que l'austérité ne soit atténuée. C'est l'hypothèse que nous retenons pour 2014.

4. Voir OFCE, 2013a.

L'ajustement budgétaire sera globalement réduit à la fois parce que plusieurs pays ne seront plus engagés dans une procédure de déficit excessif mais aussi parce que la Commission a accordé des délais supplémentaires⁵ à la France, l'Espagne ou aux Pays-Bas pour atteindre la cible de 3 % de déficit. Pour la France, l'objectif est dorénavant fixé à 2015, ce qui permettra au gouvernement d'atténuer ses efforts de près de 0,5 point de PIB en 2014, soit 10 milliards d'euros, comparativement à une situation où le déficit aurait dû être ramené à 3 % dès 2014. L'impulsion budgétaire globale de la zone euro pour 2014 sera inférieure à celle de 2013 (-0,4 contre -0,9) et légèrement révisée à la baisse par rapport à celle de notre précédente prévision⁶ (-0,4 contre -0,6). Enfin, les enquêtes sur les conditions de crédit dans la zone euro indiquent un retour vers la neutralité, ce qui devrait desserrer les contraintes qui pesaient jusqu'ici sur l'offre de crédit, particulièrement dans les pays frappés par la crise des dettes. Cette amélioration de l'environnement financier est en partie liée à la détente observée sur les taux obligataires publics de l'Italie, de l'Espagne, du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce. Une analyse récente réalisée par Holton, Lawless et McCann (2013) montre en effet que le durcissement des conditions de crédit pour les PME s'explique par la hausse des primes de risque sur les taux souverains et par la détérioration de l'environnement macroéconomique.

Les freins qui ont poussé la zone euro vers la récession se lèveront donc partiellement et progressivement, favorisant le retour de la croissance. Celle-ci sera cependant insuffisante, en particulier dans les pays ayant subi les plus fortes baisses d'activité en 2012 et 2013, pour combler l'écart de croissance qui s'est creusé et réduire les divergences qui sont apparues dans la zone euro. Alors que l'Allemagne a échappé à la récession en 2012 et se trouve déjà dans une situation de quasi plein-emploi, d'autres pays sont toujours en dépression (Grèce, Portugal, Italie et Espagne). Depuis le début de l'année 2008, Le PIB de l'Italie a baissé de 9 %, celui de l'Irlande de près de 10 %. Quant à la Grèce, la chute dépasse 20 %. Ces pays ont été « plombés » par des restrictions budgétaires sans précédent, une crise du système bancaire, amplifiée par l'ajustement sur le marché

5. Voir [ici](#) le détail des recommandations de la Commission. Une évaluation des effets de cet assouplissement est réalisée par Cochard et Schweisguth (2013).

6. Voir OFCE, 2013a.

immobilier en Espagne et en Irlande et par la hausse des taux d'intérêt sur la dette souveraine. L'atonie de la demande interne et l'explosion du chômage ont nourri des pressions déflationnistes⁷ qui ont en contrepartie contribué à améliorer la compétitivité. La France et les Pays-Bas ont réussi à garder la confiance des marchés mais n'ont pas échappé à la récession. Les efforts budgétaires nationaux, ainsi que ceux mis en œuvre par les partenaires économiques, ont contraint la demande domestique et étrangère. Ces différences ne peuvent pas s'estomper rapidement. En outre, si une partie des déséquilibres se résorbe (déficit budgétaire et déficit courant), d'autre se créent. En effet, les perspectives de croissance ne suffisent pas à réduire rapidement le chômage de masse qui frappe notamment l'Espagne, la Grèce et le Portugal. Le chômage de longue durée va continuer à augmenter, ce qui maintiendra de nombreux ménages dans des situations précaires et les précipitera dans la pauvreté au fur et à mesure que leurs droits seront épuisés. Les pressions déflationnistes dans les pays du sud de l'Europe restent fortes, ce qui contraint le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, en particulier les agents les plus endettés qui doivent faire face à leurs échéances. Dans ces conditions, la zone euro restera écartelée entre une fraction de pays où la crise laisse peu de traces et une autre durablement affaiblie économiquement, financièrement et socialement.

Par ailleurs, l'hétérogénéité structurelle qui caractérise aujourd'hui les pays de la zone euro va conditionner la trajectoire du PIB et de ses composantes au cours des prochains trimestres. Dans certains pays, la demande intérieure exsangue ne peut pas être le moteur de la croissance, notamment parce que l'ajustement budgétaire se poursuit. Ainsi l'effort consenti par la Grèce en 2013 s'élève encore à 3,3 points de PIB (encadré 1). Ces impulsions pèsent significativement sur l'activité et particulièrement sur les ménages. Celle-ci ne peut être tirée que par l'extérieur en particulier si des gains récents de compétitivité permettent aux entreprises de capter la demande étrangère et de regagner des parts de marché. À condition que les contraintes financières soient levées, une dynamique vertueuse s'enclencherait dans laquelle la demande adressée stimulerait l'investissement des sociétés non financières puis

7. Voir OFCE, 2013b.

l'emploi. Toutefois, la consommation des ménages serait durablement affaiblie puisque l'effet positif de l'emploi sur la masse salariale sera contrecarré par l'impact qu'exercera encore le chômage sur l'évolution des salaires. La croissance resterait alors très déséquilibrée au détriment des ménages. C'est le schéma qui devrait être à l'œuvre en Espagne ou en Irlande. Ailleurs, la croissance pourrait être tirée par l'investissement dès lors que les entreprises auront restauré leurs marges et qu'elles souhaiteront rétablir leur capacité de production. De nombreux investissements ont été bloqués du fait de l'absence de demande. Si les perspectives de débouchés se font moins défavorables, les entreprises investiront au moins pour pallier l'obsolescence du capital et renouveler leurs capacités de production. Le redémarrage serait alors tiré par l'investissement, ce qui stimulera ensuite l'emploi et la consommation. La France et l'Italie seraient probablement dans cette configuration. De fait, dans ces deux scénarios, les ménages ne jouent pas de rôle moteur dans la dynamique de retour de la croissance. Il ne devrait donc, en dehors du cas particulier de l'Allemagne, pas y avoir de reprise par la consommation.

Encadré 1. Grèce : un ajustement sans précédent

En 2012, le déficit public grec, qui inclut les mesures de soutien au secteur bancaire, a atteint 10 % du PIB (tableau 1). Si l'on exclut les coûts de recapitalisation bancaire (qui représentent 4,4 % du PIB, d'où une variation de 4,4 % des mesures exceptionnelles entre 2011 et 2012), le solde structurel primaire a atteint -1,3 % du PIB en 2012, soit un chiffre meilleur que la cible de déficit de 1,5 % du PIB. En 2013, le solde primaire hors mesures exceptionnelles devrait être équilibré avant d'afficher un excédent en 2014. En revanche, le soutien au secteur bancaire devrait se poursuivre, pour un montant équivalent à celui de 2012.

En 2013, les nouvelles mesures mises en place en Grèce devraient représenter 5,1 % du PIB (9,4 milliards d'euros), et porteraient essentiellement sur la baisse des dépenses publiques (7,6 milliards d'euros) plutôt que sur la hausse des recettes (1,8 milliard). Parmi les mesures phares, l'essentiel portera sur la baisse des dépenses de retraite, des dépenses de salaires et traitements des fonctionnaires, sur la restructuration de l'administration, et sur la baisse des dépenses de santé. Parmi les mesures pour 2013, citons la réduction du salaire minimum des travailleurs non qualifiés (de 22 %, et de 32 % pour les jeunes de moins de 25 ans). Depuis le 1^{er} janvier 2013, les allocations chômage mensuelles

ont été limitées à 450 euros par mois sur une période de 4 ans et cette somme sera ramenée à 400 euros par mois à partir du 1^{er} janvier 2014. Le contrôle de la fraude s'est durci, en particulier pour les bénéficiaires liés à une déclaration d'invalidité. Pour l'imposition sur le revenu, le seuil de non-imposition est passé de 12 000 euros sur le revenu 2010 à 5 000 euros pour les revenus gagnés en 2011 et 2012. Les conditions d'attribution du minimum vieillesse (EKAS) ont également été durcies. En revanche, les recettes attendues des privatisations sont en deçà des espérances. Alors que la Grèce s'était engagée à collecter 2,5 milliards d'euros d'ici à la fin 2013, les estimations du FMI tablent sur un montant de 1,5 milliard.

Tableau 1. Finances publiques : Grèce (2009-2015)

En %

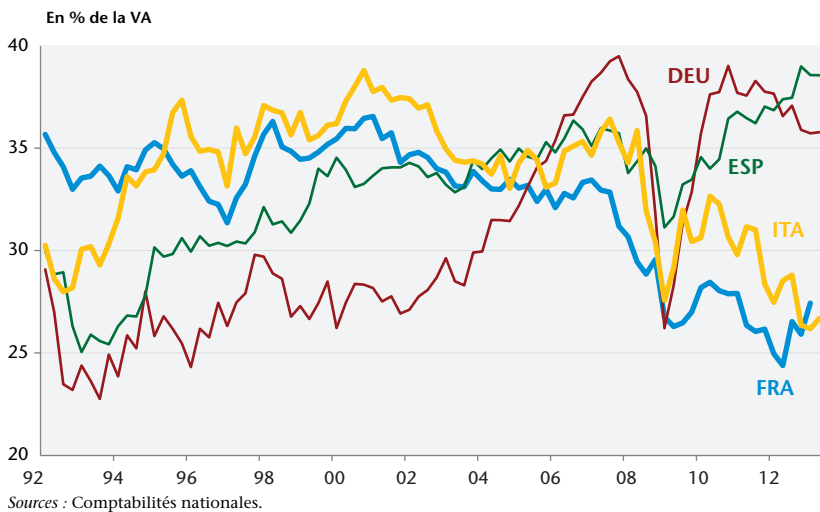
	2009	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)	2015 (p)
Croissance PIB réel	-3,1	-4,9	-7,1	-6,4	-4,1	-0,4	2,4
PIB potentiel	0,8	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Solde budgétaire	-15,6	-10,7	-9,5	-10,0	-7,8	-3,3	-2,1
Intérêts	5,3	5,6	7,1	5,0	4,1	4,8	5,1
Mesures exceptionnelles (recapitalisations bancaires notamment)	0,0	0,0	0,7	-3,7	-3,7	0,0	0,0
Solde primaire	-10,3	-5,1	-2,4	-5,0	-3,7	1,5	3,0
Solde primaire hors mesures exceptionnelles	-10,3	-5,1	-3,1	-1,3	0,0	1,5	3,0
Impulsion budgétaire	2,8	-7,9	-5,7	-5,0	-3,3	-1,7	-0,3
Dette publique brute	129,7	148,3	170,3	156,9	175,2	nc	nc

Sources : Commission européenne, FMI, calculs OFCE.

L'endettement public grec, qui s'est réduit à 157 % du PIB en 2012, continuera à progresser en 2013, malgré la résorption du déficit primaire, en raison de la récession, du poids des intérêts et des recapitalisations bancaires. Dans son rapport du 31 juillet 2013, le FMI a identifié un besoin de financement non couvert dans le programme grec qui s'élèverait à 4,4 milliards d'euros en 2014 et à 6,5 milliards d'euros en 2015, si la Grèce veut atteindre son objectif de réduction de la dette fixé à 124 % du PIB en 2020. Une partie de ce nouveau besoin est dû au refus des banques centrales de la zone euro de reconduire leurs titres grecs arrivant à échéance, comme prévu initialement dans le deuxième plan d'aide. Les Européens pourraient de nouveau devoir participer à une nouvelle aide financière pour un montant de 10,9 milliards d'euros. Trois domaines (réforme administrative, réforme fiscale et privatisations) sont au cœur des négociations entre Athènes et la troïka.

Les contributions à la croissance du deuxième trimestre 2013 illustrent déjà cette hétérogénéité. En Italie et en Espagne, le PIB recule encore. La contribution positive du commerce extérieur à la croissance ne permet pas de compenser l'effet négatif de la demande intérieure. La consommation des ménages stagne (en Espagne) ou recule encore fortement (en Italie). Dans ces deux pays, la reprise du cycle d'investissement n'est pas encore amorcée, notamment parce que l'investissement en logement recule fortement au deuxième trimestre. Par contre, la FBCF (formation brute de capital fixe) productive croît de nouveau de 0,6 % en Italie et de 1,5 % en Espagne. La situation de ces deux pays diffère cependant dans la mesure où les entreprises espagnoles du secteur de l'industrie affichent un taux de marge historiquement élevé à 38,6 % tandis qu'en Italie, il a de nouveau baissé depuis 2010 et s'établit désormais à 26,7 % (graphique 2). Si l'on observe une augmentation au deuxième trimestre, il est encore largement prématuré de conclure à une amélioration de la situation des entreprises industrielles italiennes qui pourrait permettre d'enclencher rapidement un nouveau cycle d'investissement.

Graphique 2. Taux de marge dans l'industrie

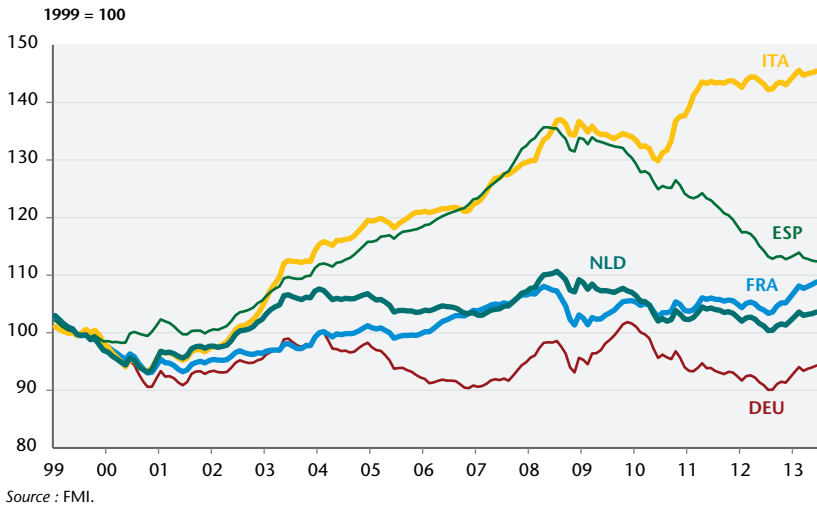


En France, les bons résultats du deuxième trimestre tiennent en partie aux stocks. La reprise par les stocks peut être un signe précurseur de la croissance, mais il faut rester prudent dans la mesure où

cette première estimation des composantes de la croissance fait régulièrement l'objet de révisions. Par ailleurs, la consommation des ménages a aussi soutenu la croissance française à hauteur de 0,2 point. Ceci résulte en partie de facteurs exceptionnels, comme la hausse de la consommation d'énergie, mais aussi de la progression de 0,5 % du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages. Concernant l'investissement, la dynamique n'est enclenchée ni du côté des ménages, ni du côté des entreprises. Le taux de marge dans l'industrie remonte sur les derniers trimestres mais reste fortement dégradé relativement aux niveaux observés jusqu'en 2007. L'Allemagne se distingue à nouveau de ses partenaires européens. Bien qu'en baisse de 3,2 points depuis 2010, le taux de marge se maintient à un niveau plus élevé que celui observé entre 1992 et 2005. Il reste que c'est principalement la consommation des ménages, et dans une moindre mesure celle des administrations publiques, qui furent les moteurs de la croissance en Allemagne au deuxième trimestre. La contribution globale de la demande intérieure s'élève ainsi à 0,7 point tandis que celle – négative – des stocks est compensée par la contribution positive du commerce extérieur. Du côté des autres pays de la zone euro, les Pays-Bas ont enregistré, pour le quatrième trimestre consécutif, une baisse du PIB. L'augmentation rapide du chômage, la mauvaise situation sur le marché immobilier et les mesures d'ajustement budgétaire pèsent sur les ménages. Si la compétitivité, mesurée par les coûts unitaires du travail, s'était améliorée entre 2008 et l'été 2012, les chiffres récents indiquent une légère dégradation assez proche de celle observée en Allemagne et en France (graphique 3). Quant à l'Irlande et au Portugal, les chiffres de croissance ont été favorables au deuxième trimestre avec une progression respective du PIB de 0,4 et 1,2 %, tirée par le commerce extérieur dans le cas de l'Irlande et par un rebond surprenant de la consommation des ménages au Portugal⁸.

8. En l'absence d'informations statistiques détaillées – les comptes d'agents du deuxième trimestre seront publiés ultérieurement par l'INE (Instituto Nacional de Estatística) – nous ne pouvons pas établir si le rebond de la consommation des ménages résulte de facteurs exceptionnels (consommation d'énergie par exemple), d'une augmentation de la masse salariale ou d'une baisse du taux d'épargne.

Graphique 3. Compétitivité mesurée par les coûts unitaires du travail



Si tous les pays de la zone euro ne sont pas encore sortis de la récession, le rebond de la croissance est globalement engagé. Pour autant, il faut se garder d'un optimisme excessif. Le redémarrage sera lent. Les mesures de consolidation budgétaire mises en œuvre pour l'année 2013 pèsent toujours négativement sur la croissance. L'efficacité de la politique monétaire n'est pas totalement rétablie, comme en témoignent les écarts persistants observés sur les taux bancaires fixés dans les différents pays de la zone euro (graphique 4).

Dans ces conditions, la bonne surprise du deuxième trimestre 2013 pourrait faire long feu. Certes, l'hypothèse d'un retour en récession est écartée pour la zone euro dans son ensemble, mais la croissance ralentirait en fin d'année 2013 (tableau 2) et serait encore inférieure au potentiel. Tant que cette situation perdurera, il sera prématuré d'évoquer une reprise. D'ailleurs, l'Espagne connaîtrait encore un trimestre de récession tandis que la France, l'Italie ou le Portugal stagneraient. Le rebond ne sera réellement engagé dans tous les pays de la zone euro qu'en début d'année 2014. Il s'agira cependant encore d'une croissance molle qui ne permettra pas de refermer rapidement l'écart de production qui s'est creusé dans la zone euro depuis 2008. En rythme trimestriel, le PIB progresserait de 0,3 % au cours du premier semestre et 0,4 % au second, ce qui porterait la croissance annuelle à 1,1 % en 2014.

Tableau 2. Croissance dans la zone euro

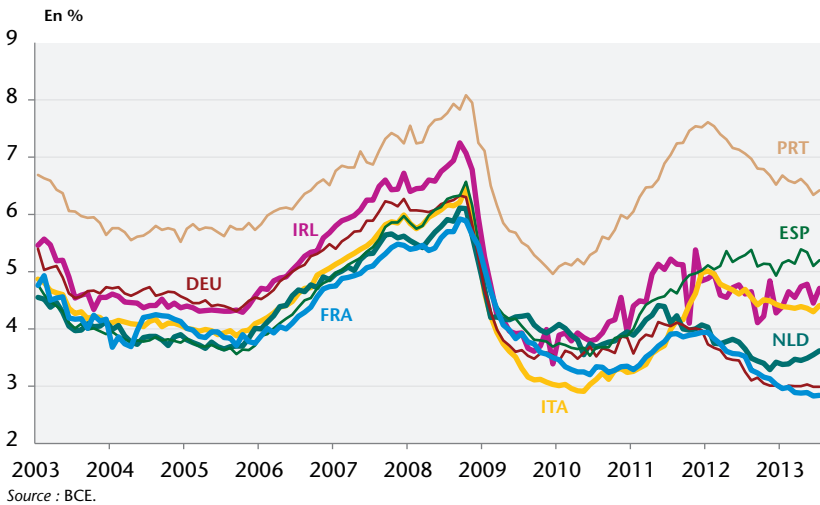
En %

	2013				2014				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
DEU	0,0	0,7	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	1,4	1,8
FRA	-0,2	0,5	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1	1,3	1,6
ITA	-0,6	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-1,8	0,4	1,1
ESP	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,4	0,7	1,4
NLD	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	-1,1	1,1	1,9
BEL	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,1	1,6	1,4
IRL	-0,6	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,5	1,4	1,9
PRT	-0,4	1,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,7	1,0	1,4
GRC	1,1	9,6	0,5	-1,1	-3,9	1,2	1,3	1,5	-4,1	-0,4	2,4
AUT	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,3	1,2
FIN	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,9	1,7	1,9
EUZ	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,3	1,1	1,6

Sources : Calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

Or selon l'OCDE, le taux de croissance du potentiel de production serait de 1 %. Dans ces conditions, la baisse du chômage serait timide et principalement liée à la faible croissance de la population active. En fin d'année 2014, nous anticipons un taux de chômage à 11,7 % pour l'ensemble de la zone euro contre 12 % au deuxième trimestre 2013. Sous l'hypothèse de la poursuite de cette dynamique, la croissance de la zone euro ne dépasserait pas 1,6 % en 2015. La baisse du chômage serait alors modérée. Le taux de chômage s'élèverait à 11,4 % en moyenne sur l'année.

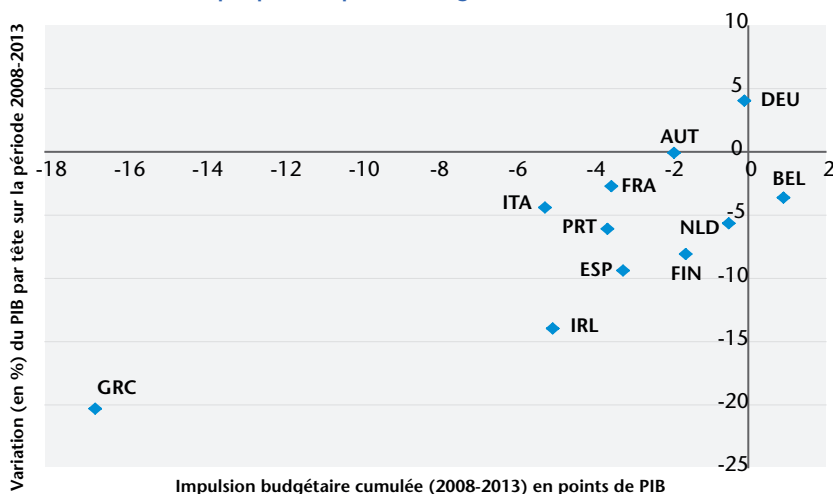
Graphique 4. Taux d'intérêt bancaires dans la zone euro



Par ailleurs, ce rebond ne permettra pas de combler les fortes divergences qui sont apparues entre d'une part l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Grèce et d'autre part l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande. Dans ces différents pays, l'activité et le PIB sont encore loin d'avoir retrouvé leur niveau d'avant-crise. L'ajustement budgétaire y a été bien plus fort que dans le reste de la zone euro : -2,8 points de PIB en moyenne entre 2010 et 2013, contre -0,6 pour les autres pays de la zone euro. Par conséquent, le mouvement de convergence qui avait démarré au milieu des années 1990, notamment en Espagne et en Grèce, s'est brutalement interrompu. En 2007, avant le début de la récession, le PIB par tête de l'Espagne était inférieur de 9 700 euros à celui de l'Allemagne. Pour la Grèce, cet écart atteignait 11 140 euros. Les 5 années de crise ont

profondément accru ces différences qui dépassent respectivement 12 000 et 15 000 euros pour l'Espagne et la Grèce au deuxième trimestre 2013. Inversement, bénéficiant d'une croissance moyenne de 7,4 % en 1994 et 2007⁹, l'Irlande était devenue l'un des pays les plus riches de la zone euro si bien qu'en 2007, le PIB par tête dépassait celui de l'Allemagne de 7 000 euros. En l'espace de 5 ans, l'écart s'est réduit à moins de 1 000 euros. En Italie, l'écart, qui se creusait déjà dans les années 2000, s'est amplifié pendant la crise : non seulement le pays n'a pas bénéficié d'un soutien actif de la politique budgétaire pour atténuer les conséquences néfastes de la crise financière mondiale en 2008-2009, mais il a ensuite subi une forte consolidation budgétaire. L'impulsion budgétaire cumulée sur la période 2008-2013 est donc fortement négative (-5,3 points de PIB), ce qui contribue à expliquer la perte importante de PIB par tête (graphique 5).

Graphique 5. Impulsion budgétaire et PIB / tête



Sources : Eurostat, Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Les prévisions de croissance pour la période 2013-2015 ne modifieront pas ce constat. En moyenne annuelle, les taux de croissance les plus élevés seront observés en Allemagne et en Finlande. Certes,

9. Toutefois, dans le cas de l'Irlande, les transferts de revenus vers le reste du monde atténuent légèrement les performances sur l'enrichissement du pays. La croissance moyenne du PNB sur la période 1994-2007 s'élève ainsi à 6,3 %.

la dispersion des performances macroéconomiques se réduira. Par exemple, la croissance de l'Irlande sera notamment très proche de celle de l'Allemagne. L'écart-type des taux de croissance passerait de 2,1 en 2012 à 0,6 en 2014 puis 0,4 en 2015. Le corollaire de cette réduction de la dispersion des performances macroéconomiques sera l'absence d'effet de rattrapage des pays dont l'activité a le plus chuté entre 2009 et 2012. Leur croissance sera en effet encore marquée par les efforts conséquents de réduction des déficits budgétaires (tableau 3) dans la mesure où l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et la Grèce sont encore éloignés de la cible de 3 %. Les impulsions budgétaires y resteront significativement plus fortes que dans les autres pays de la zone euro, ce qui amputera la croissance d'autant plus que les multiplicateurs budgétaires seront encore élevés en raison des fortes contraintes de liquidité pesant sur les ménages. Par conséquent, la croissance sera réduite de 1,4 point en 2014 en Espagne et en Irlande. Au Portugal et en Grèce, cet effet récessif atteindrait respectivement 1,9 et 3,4 points. Comparativement, dans l'hypothèse de neutralité budgétaire de l'ensemble des pays de la zone euro, la croissance de l'Espagne aurait pu atteindre 3,5 %¹⁰, soit un rythme plus élevé que celui de l'Allemagne. D'une part, l'impulsion budgétaire allemande sera nulle en 2014. D'autre part, l'écart de croissance sera quasi-fermé en Allemagne, si bien que la croissance spontanée serait proche du potentiel. Dans ces conditions, et malgré les gains de compétitivité qui stimuleront le commerce extérieur et la reprise par l'investissement, il faudra plusieurs années à l'Espagne pour effacer les séquelles de la crise.

Par ailleurs, bien que le rythme de consolidation diminuera en Italie, la croissance restera l'une des plus faibles parmi les pays de la zone euro. La principale contrainte pesant sur l'Italie résulte de la faiblesse structurelle de la croissance. Déjà, entre 2001 et 2007, l'OCDE (2012) estimait que le taux de croissance du PIB potentiel était de 1,2 %, un chiffre assez proche de celui de l'Allemagne sauf que la faiblesse du potentiel italien résultait de celle de la productivité alors qu'il s'agissait d'un effet démographique pour l'Allemagne. Les prévisions à l'horizon 2018-2030 indiquent que

10. Cette hypothèse de croissance hors-chocs ou spontanée dépend de la croissance potentielle, de l'écart de production et de la vitesse de fermeture de cet écart.

l'effet démographique tendrait vers 0 en Italie comme dans l'ensemble de la zone euro. Le potentiel de l'Italie serait cependant pénalisé par une très faible croissance de la productivité tendancielle estimée à 0,7 % contre 1,7 % pour l'ensemble de la zone euro. Cette dynamique de la productivité se répercutera également sur celle des salaires et des revenus des ménages italiens. Le RDB par tête reculerait encore en 2014 et ne croîtrait que de 0,6 % en 2015, contre une progression anticipée de 0,9 % en Allemagne.

Tableau 3. Soldes et impulsions budgétaires

En % du PIB

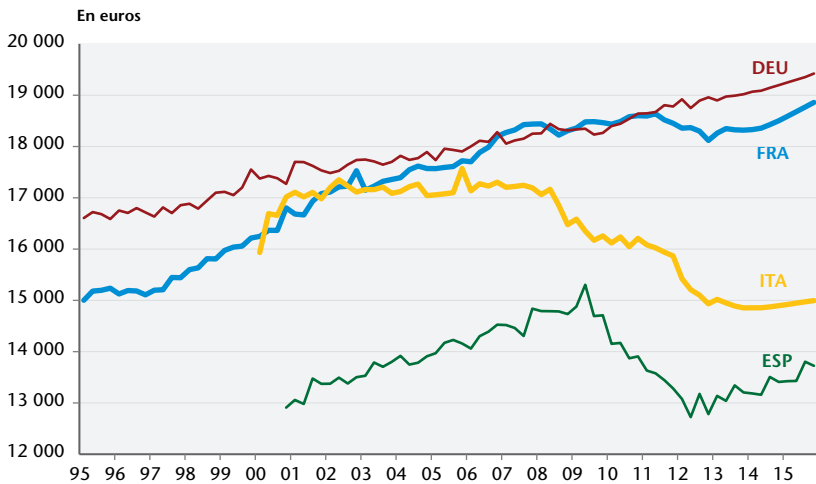
	Solde budgétaire en 2012	Impulsion budgétaire en 2013	Impulsion budgétaire en 2014
DEU	0,2	0,2	0,0
FRA	-4,8	-1,8	-1,0
ITA	-3,0	-1,5	-0,6
ESP	-10,6	-1,6	-1,0
NLD	-4,1	-1,4	-1,0
BEL	-3,9	-1,0	-0,5
IRL	-7,6	-1,7	-1,7
PRT	-6,4	-1,5	-1,5
GRC	-10,0	-3,3	-1,7
AUT	-2,5	-0,9	-0,4
FIN	-1,9	-1,4	-0,3
EUZ	-3,7	-1,1	-0,5

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Jusqu'ici les ménages ont largement supporté le coût de l'ajustement budgétaire. Les coupes dans les dépenses sociales ainsi que les hausses de prélèvements se sont cumulées avec les baisses de revenu liées à l'augmentation du chômage. En outre, les effets sur le pouvoir d'achat ont parfois été amplifiés par des hausses de TVA comme en Espagne. Sur l'ensemble de la zone euro, le salaire réel par tête a baissé de 2,8 % entre 2007 et 2012 tandis que la baisse du RDB par tête a atteint 5,3 % sur la même période. Cette baisse du RDB est accentuée pour les ménages italiens et espagnols dans la mesure où elle atteint respectivement 13 et 12 % entre la fin de l'année 2007 et le deuxième trimestre 2013 (graphique 6). Parmi les quatre grands pays de la zone euro, seuls les ménages allemands ont vu leur revenu disponible croître. Globalement, la consomma-

tion par tête a suivi le même profil. La baisse en Espagne ou en Irlande a même pu être accentuée par le désendettement des ménages résultant de l'explosion de la bulle immobilière. De la fin de l'année 2007 au début 2013, les taux d'endettement des ménages espagnols et irlandais sont passés de 130 et 221 % du RBD à 122 et 206 %. Enfin, si le coût de l'ajustement budgétaire pour les ménages français a été moins élevé que pour les pays en crise, il reste qu'un décrochage s'est opéré vis-à-vis de l'Allemagne au cours de la crise. Pendant toute la période 1995-2008, le RDB par tête réel de la France a convergé vers celui de l'Allemagne, principalement en raison de la modération salariale allemande qui a pesé sur la progression du revenu des ménages. Malgré la récession, le RDB allemand a continué d'augmenter tandis que les revenus ont été bien plus impactés par la crise en France. L'écart qui s'est créé entre les deux pays se réduirait cependant à nouveau à partir de 2014.

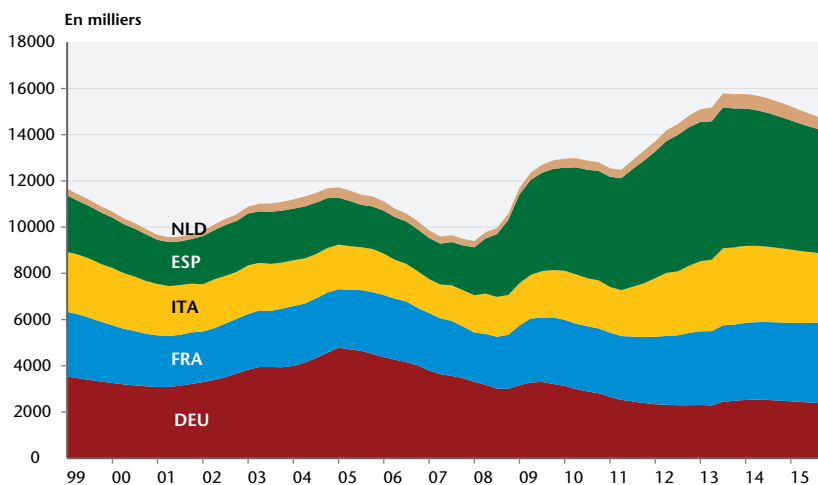
Graphique 6. Revenu disponible brut réel des ménages par tête



Les niveaux de chômage dans les différents pays de la zone reflètent également cette réalité européenne très hétérogène. La baisse du taux de chômage allemand depuis l'été 2009 contraste avec les records observés en Espagne ou en Grèce. Au milieu de l'année 2013, près d'un tiers des chômeurs que compte la zone euro est espagnol alors que le poids de l'Espagne en termes de PIB est à peine supérieur à 10 %. Le constat vaut aussi pour les

chômeurs grecs et portugais qui représentent 12,5 % des chômeurs européens pour un poids dans le PIB de la zone euro de 4 %. Or, la reprise sera insuffisante dans ces pays pour permettre une décreue significative du chômage. Certes, l'Allemagne étant dans une situation de quasi plein-emploi, l'écart devrait se réduire. Mais une fraction importante des chômeurs européens restera concentrée en Espagne (graphique 7). De la même façon, la baisse du taux de chômage sera lente dans les autres pays. La situation sociale restera fragile puisqu'une partie des chômeurs ne pourra plus bénéficier d'allocations. La hausse de la pauvreté observée depuis le début de la crise sera difficilement enrayée. Selon les dernières données d'Eurostat, le taux de pauvreté¹¹ a atteint 21,8 % en Espagne et 21,4 % en Grèce. Comparativement, ce taux est de 15,8 % en Allemagne et 14 % en France. Le risque de pauvreté dépend fortement du statut des individus puisque que le taux de pauvreté dépasse 40 % pour les chômeurs en Espagne. Par ailleurs, il faut souligner que si le risque de chômage est bien plus faible en Allemagne qu'en Espagne ou en France, le risque de pauvreté des chômeurs est bien plus élevé¹².

Graphique 7. Chômeurs des principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

11. Calculé comme le pourcentage d'individus dont les ressources ne dépassent pas 60 % du revenu médian.

12. Voir Heyer, 2012.

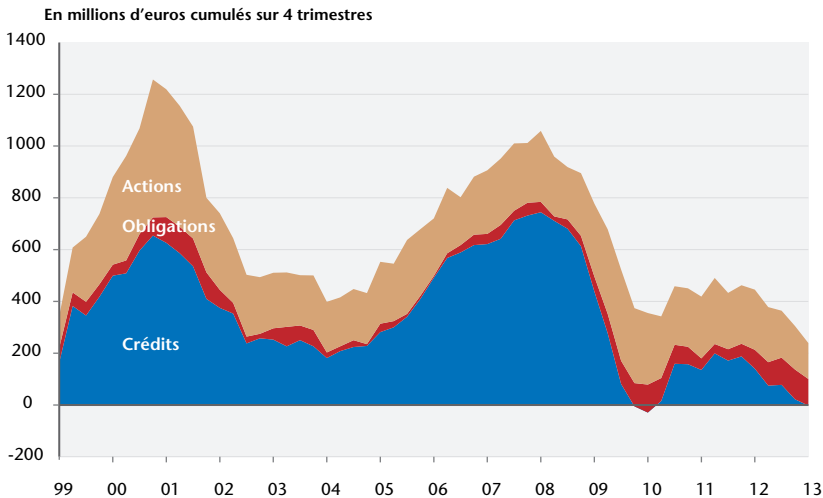
Quelle croissance pour les pays de la zone euro ?

Une sortie de crise par les entreprises ?

Malgré l'amélioration des enquêtes, la situation des entreprises en zone euro demeure fragile. Non seulement les conditions de financement sont dégradées, mais en outre, dans certains pays, la productivité n'a pas retrouvé sa tendance d'avant-crise et les marges ont été fortement rognées. Le deuxième trimestre 2013 semble marquer un tournant : grâce au redémarrage du commerce extérieur, les perspectives d'investissement s'améliorent. Fin 2013 et en 2014, l'effet accélérateur de l'investissement soutiendrait la croissance ; les marges devraient se reconstituer et les taux d'utilisation des capacités continuer leur remontée.

Les conditions financières des entreprises demeurent dégradées. Le financement externe des entreprises non financières a été réduit, non seulement au niveau du crédit bancaire, mais également au niveau du financement par actions ou obligations (graphique 8). Reste donc l'autofinancement. Depuis 2010, le taux d'autofinancement des entreprises a fortement baissé en France et en Allemagne ; il a stagné en Italie et s'est en revanche fortement amélioré en Espagne.

Graphique 8. Flux de passif des SNF de la zone euro



Sources : BCE, calculs OFCE.

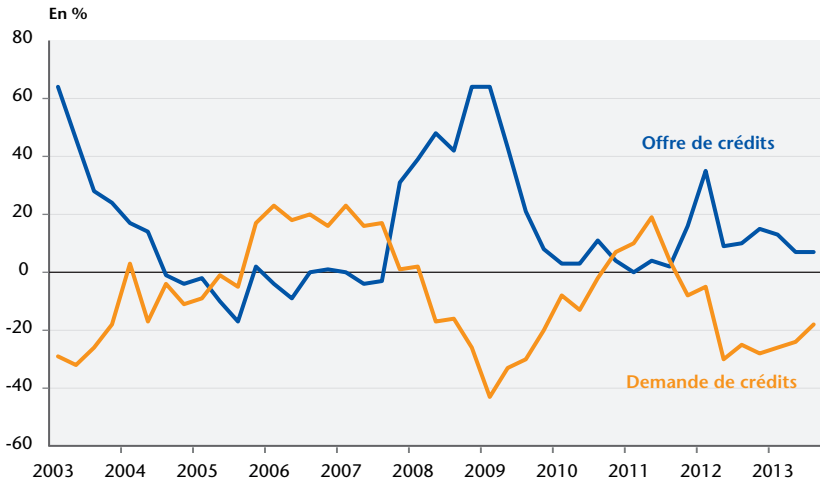
Si la distribution de crédit des entreprises de la zone euro reste faible (graphique 9), ce n'est pas en raison d'un durcissement de l'offre de crédit par les banques mais en raison de la faiblesse de l'investissement. Depuis 2011, le taux d'investissement productif des sociétés non financières n'a cessé de décliner dans les quatre grands pays de la zone euro et, début 2013, il a retrouvé son point bas de 2009, sauf en Espagne où il s'améliore depuis fin 2012. En Italie, après une chute de près de 2 points de l'investissement productif au premier trimestre 2013, le taux d'investissement s'est retourné positivement au deuxième trimestre (graphique 10).

En ce qui concerne le partage de la valeur ajoutée entre profits et salaires, on observe que l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux a divergé entre pays depuis le début des années 2000 (graphique 11). Ainsi, depuis 2000, ils ont enregistré une croissance de 36 % en Italie, de 15,5 % en Espagne, de 8 % en France, et ont baissé de 2 % en Allemagne. Ces évolutions ne doivent pas occulter des profils temporels très disparates. Ainsi, en Allemagne, les coûts salariaux ont fortement crû entre 2007 et 2009, puis se sont stabilisés avant de baisser début 2013. En Italie ou aux Pays-Bas, au contraire, après une phase de modération, les coûts salariaux unitaires sont sur une trajectoire haussière. Citons les cas particuliers de l'Espagne et de l'Irlande qui ont vu leurs coûts unitaires baisser très fortement jusqu'à fin 2012, avant un rebond début 2013.

Au deuxième trimestre, le taux d'investissement des entreprises non financières semble stabilisé en Allemagne et en Italie, et progresse en Espagne plus rapidement qu'ailleurs. La reprise de l'investissement en zone euro devrait s'amorcer fin 2013-début 2014 dans la plupart des pays. Après une dégradation quasiment ininterrompue depuis 2011, les enquêtes de confiance (carnets de commande, perspectives de production, indicateur de confiance) dans l'industrie se sont redressées au cours de l'année 2013. En outre, les taux d'utilisation des capacités se sont améliorés au troisième trimestre 2013 en zone euro, prémisse d'une reprise de l'investissement tirée par l'amélioration des perspectives et une demande extérieure plus dynamique, notamment en Espagne. Dans les prochains trimestres, nous attendons donc une reprise par l'investissement. Le taux d'investissement productif devrait se redresser dès le troisième trimestre 2013 en Allemagne, en Espagne

et en Italie. Seule la France devrait voir le calendrier de la reprise quelque peu différé et attendre le début 2014 pour voir l'investissement repartir.

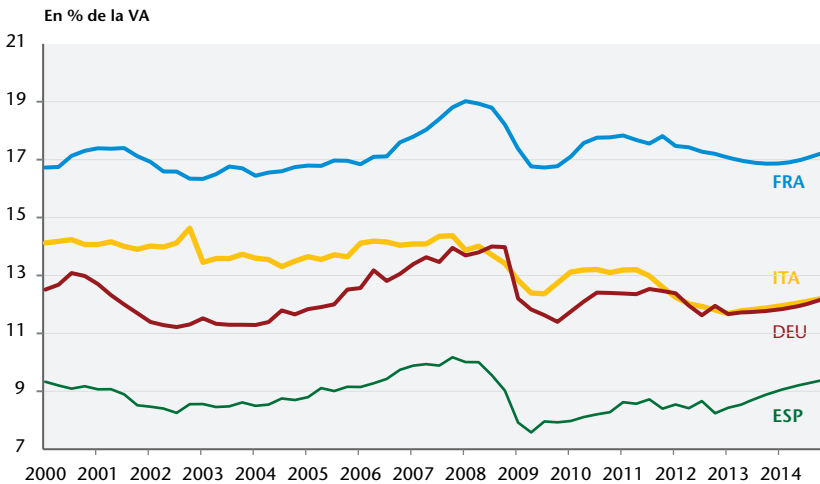
Graphique 9. Enquête BCE sur l'évolution des conditions d'offre et de demande de crédits



Note : Les données sont basées sur une enquête trimestrielle. Le pourcentage net obtenu pour la courbe d'offre (resp. de demande) s'obtient en faisant la différence entre le pourcentage d'entreprises pour lesquelles les conditions se durcissent (resp. s'améliorent) et le pourcentage d'entreprises pour lesquelles elles s'assouplissent (resp. se dégradent). Un déplacement vers le haut de la courbe d'offre montre un durcissement des conditions de crédit, un déplacement vers le bas de la courbe de demande une dégradation des conditions de crédit.

Source : BCE (Bank Lending Survey).

Graphique 10. Taux d'investissement des sociétés non financières



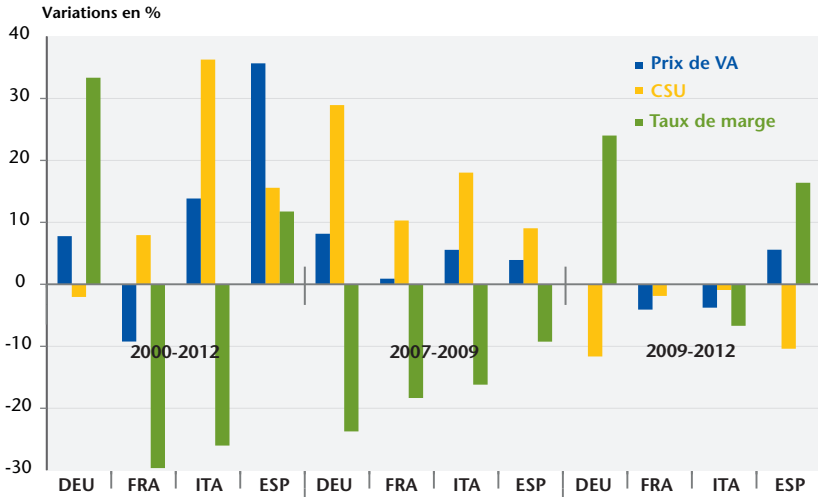
Note : Pour l'Espagne, on exclut le secteur de la construction du périmètre du secteur productif.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Depuis 2000, la modération des coûts salariaux unitaires en Espagne et en Allemagne s'est traduite par une amélioration des taux de marge (graphique 11), au contraire de la France et de l'Italie qui ont connu une forte érosion des profits des entreprises. En Italie, les coûts salariaux unitaires ont progressé plus vite que la valeur ajoutée et seule la baisse des marges des entreprises a permis de contenir l'inflation. Depuis le déclenchement de la crise de 2007, on peut distinguer deux phases : entre 2007 et 2009, l'essentiel de l'ajustement a pesé sur les entreprises, *via* la baisse des taux de marge, alors que les coûts salariaux unitaires ont progressé. Depuis 2009 en revanche, ce sont les ménages qui supportent l'essentiel de l'ajustement budgétaire en Allemagne et en Espagne : les entreprises ont reconstitué leurs marges et les coûts salariaux ont fortement baissé sur 2009-2012. En Espagne, l'inflation a également fortement ralenti sous l'effet de la déflation salariale et malgré les mesures fiscales pesant à la hausse sur les prix (augmentation de la TVA de 3 points). En France et en Italie, l'effort est partagé. La baisse de la valeur ajoutée s'est accompagnée de la poursuite de la dégradation des taux de marge, alors que les coûts salariaux connaissent une baisse modérée.

Ces différents éléments expliquent les décalages du mouvement de reprise de l'investissement entre les grands pays de la zone euro. Ainsi, alors que la reprise serait principalement liée à un effet d'accélérateur en Espagne et en Allemagne, en France et en Italie elle dépendrait principalement des taux de marge et du renouvellement des capacités de production. En Espagne, c'est le dynamisme des exportations et les perspectives de gains de parts de marché qui vont motiver la hausse des capacités de production des entreprises, qui ont déjà largement restauré leurs marges. L'effet demande étrangère jouerait moins en Allemagne mais la croissance de la consommation des ménages serait plus dynamique : 1,3 % en 2014 en Allemagne contre 0,9 % en France et seulement 0,1 % en Espagne. Du côté de la France et de l'Italie, la reprise de l'investissement s'appuierait sur un moteur différent. Les taux de marge se sont en effet encore dégradés et les taux d'utilisation des capacités de production restent faibles. Le redémarrage serait décalé en France et motivé par le désir des entreprises de compenser l'obsolescence du capital productif.

Graphique 11. Coûts salariaux unitaires nominaux, taux de marge et prix de VA dans le secteur manufacturier



Note : Pour la France, la période considérée s'arrête à 2011.

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

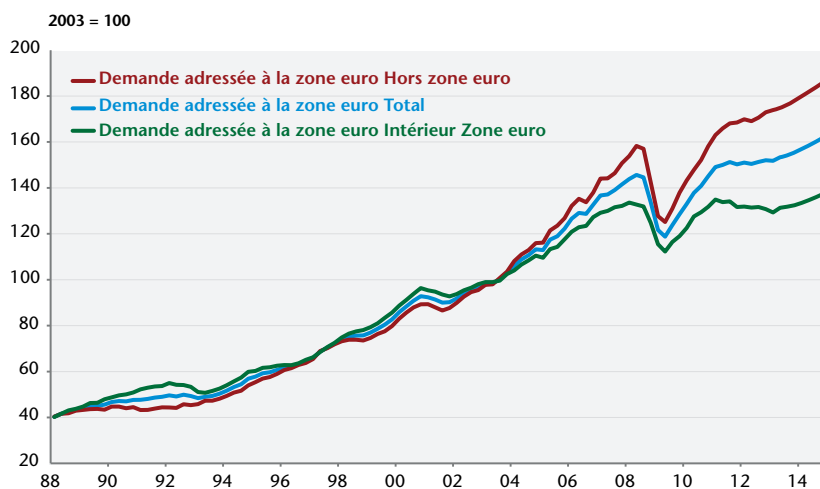
Le commerce ne profitera pas à tous

Si le commerce mondial avait repris de la vigueur après le grand creux de 2009, la vague s'essouffle depuis 2011 (graphique 12). La demande adressée à la zone euro est restée quasi-stable depuis le premier trimestre 2011 (hausse moyenne de 0,3 % par trimestre), contre un rythme de 3,3 % par trimestre pendant la période de rattrapage (T2 2009-T1 2011). La demande en provenance des pays hors zone euro est la plus dynamique, avec une croissance moyenne de 0,8 % par trimestre depuis deux ans, tandis que la demande adressée intrazone baisse de 0,3 % en moyenne par trimestre sur la même période.

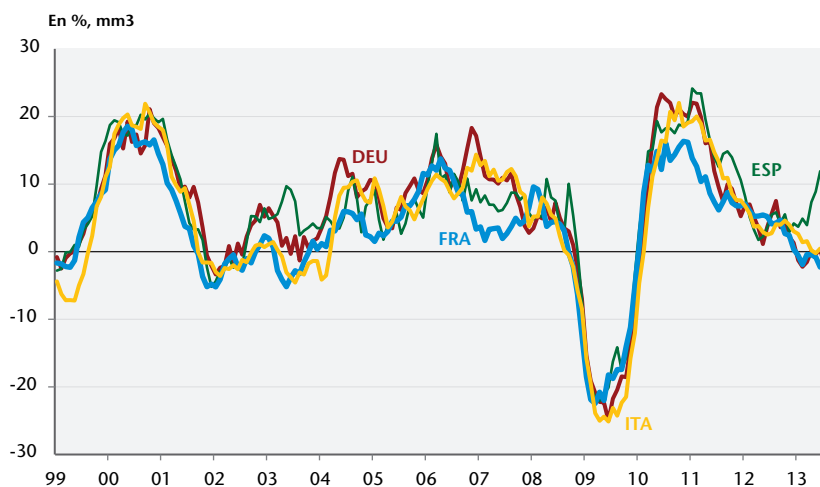
Conséquence de cette atonie de la demande, les exportations en valeur des grands pays de la zone euro stagnent ou baissent depuis le début de l'année 2013, sauf en Espagne où le dynamisme du commerce extérieur ne se dément pas (graphique 13). Les exportations espagnoles progressent de 12 % en glissement annuel en juin 2013 alors qu'elles diminuent de 2 % en Allemagne, en France et en Italie. Ainsi, depuis la fin 2012, l'Espagne a détrôné l'Allemagne en termes de contribution du commerce extérieur au PIB. Si la faiblesse de la demande intérieure explique en partie cette perfor-

mance, elle n'en n'est pas l'unique déterminant. La capacité à exporter, malgré un ralentissement notable de la demande adressée, entre aussi en jeu.

Graphique 12. Demande adressée à la zone euro



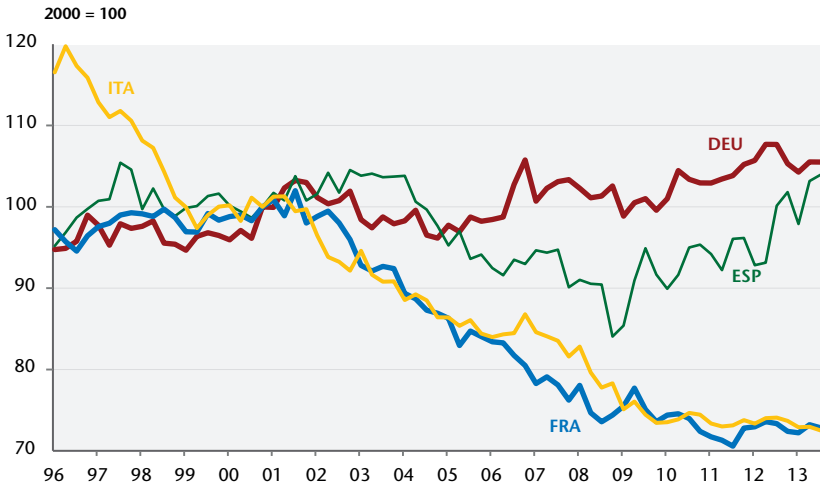
Graphique 13. Exportations en valeur des grands pays de la zone euro



La crise de 2009 a renforcé les divergences de performance à l'exportation entre grands pays de la zone euro. Depuis le début de l'année 2009, l'Espagne a gagné 17 points de parts de marché à

l'exportation et l'Allemagne 7 points, tandis que la France et l'Italie en ont perdu 2 (graphique 14). Globalement, les petits pays du Nord perdent des parts de marché (Pays-Bas, Autriche, Belgique et surtout Finlande) tandis que les pays du Sud en gagnent (Grèce et Portugal). L'Irlande se démarque des autres pays en crise euro, car ses parts de marché sont en baisse depuis 2011.

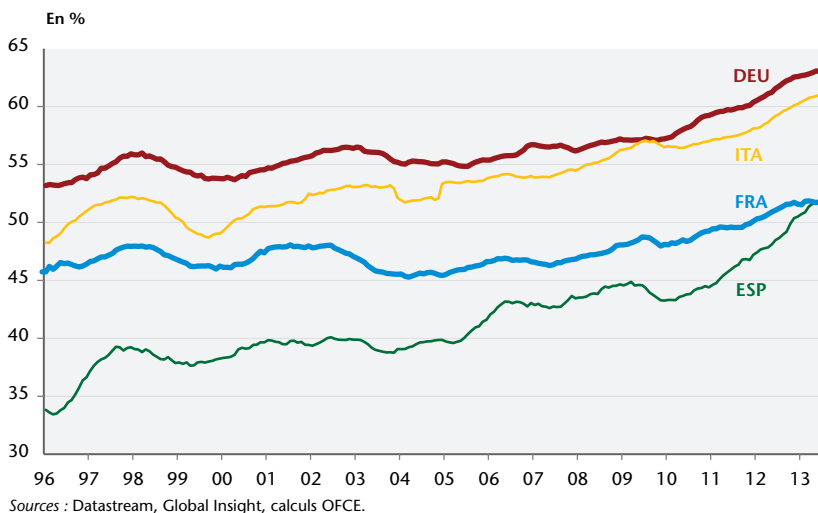
Graphique 14. Parts de marché à l'exportation



Sources : FMI, données nationales, prévision OFCE octobre 2013.

Un premier élément d'explication de ces divergences se trouve dans les stratégies de diversification géographique des exportations. L'Allemagne est depuis longtemps le pays le plus ouvert en termes de commerce avec les pays extérieurs à la zone euro (graphique 15). L'orientation des exportations allemandes vers des zones à forte croissance (pays de l'Est, Asie) est un facteur indéniable de son succès. Mais l'Italie, qui a également diversifié ses exportations à l'extérieur de la zone, ne connaît pas le même succès. Par contre, on note que l'Espagne est le pays pour lequel la part des exportations vers les pays hors zone euro a le plus augmenté : près de 10 points en seulement 3 ans. Les exportations espagnoles vers les pays de l'OPEC et d'Amérique latine sont particulièrement dynamiques depuis 3 ans (près de 20 % de hausse par an). La France, pour sa part, peine à se positionner sur des marchés à forte croissance et la surpondération de l'Afrique dans ses débouchés ne joue pas en sa faveur.

Graphique 15. Part de l'extra-zone dans les exportations de chaque pays



Mais les stratégies de positionnement des firmes sur des marchés plus ou moins porteurs ne suffisent pas à expliquer les divergences de parts de marché entre pays de la zone. Les autres éléments d'explication sont à chercher au niveau de la compétitivité-coût à chacun des pays. Les coûts salariaux unitaires sont les meilleurs indicateurs pour mesurer les écarts de coûts de production entre pays. Ils synthétisent d'une part les évolutions de la productivité et d'autre part celles des salaires.

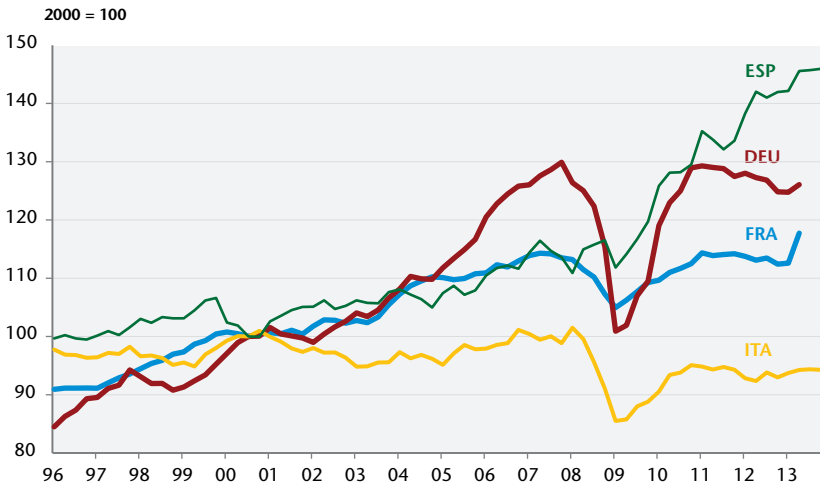
Tout d'abord, l'évolution de la productivité permet d'identifier le net avantage de l'Espagne depuis le déclenchement de la crise. Tous les pays de la zone à l'exception de l'Espagne ont connu un ajustement du PIB plus rapide que celui de l'emploi en 2008, conduisant à une chute de la productivité (graphique 16).

Du point de vue des salaires nominaux par tête (graphique 17), on constate le net avantage pris par l'Allemagne dans les années 2000. Entre 2000 et 2009, les salaires allemands n'ont progressé que de 9 %, contre 22 % en Italie, 28 % en France et 32 % en Espagne. La modération salariale allemande est la principale explication de la bonne tenue des parts de marché de l'Allemagne depuis 2000¹³. Mais les évolutions récentes du salaire par tête

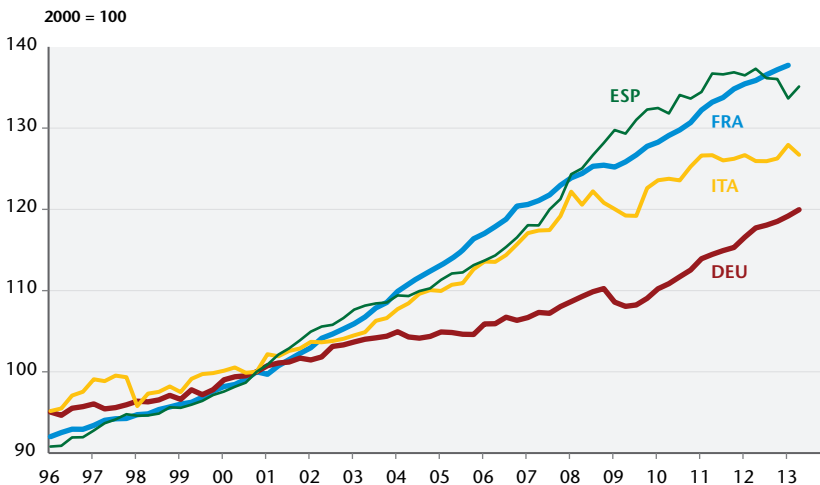
13. Voir Blot et Cochard, 2010.

indiquent un dynamisme des salaires allemands et français, par opposition à une stagnation, voire une baisse, des salaires italiens et espagnols. L'Espagne conjugue donc une forte hausse de la productivité à une baisse des salaires nominaux. Cette forte baisse des coûts salariaux permet aux entreprises espagnoles de baisser leurs prix pour gagner en compétitivité tout en conservant des marges généreuses. En Italie, le ralentissement des salaires depuis 2008 compense en partie l'atonie de la productivité.

Graphique 16. Productivité dans l'industrie



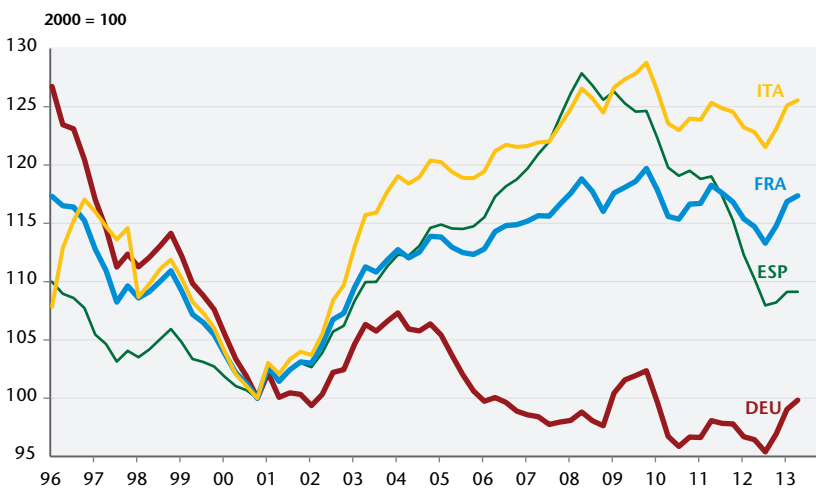
Graphique 17. Salaires par tête dans le secteur marchand



Le graphique 18 présente un indicateur de taux de change effectif réel calculé sur la base des coûts salariaux unitaires relatifs, qui synthétise les évolutions des salaires et de la productivité. On constate que l'Espagne se démarque nettement de ses partenaires par une inversion de tendance en 2007. Entre 2008 et 2012, elle a récupéré les deux tiers de la compétitivité perdue entre 2001 et 2007. L'Espagne est aussi le seul pays à avoir enregistré une nette amélioration de sa compétitivité-coût depuis 2008, quand les autres pays ont vu leur situation au mieux se stabiliser.

La rupture de tendance de l'Espagne se retrouve dans l'évolution de ses parts de marché. Malgré l'amélioration de la compétitivité espagnole, l'Allemagne conserve un avantage en termes de coûts salariaux depuis 2000, ce qui justifie la très bonne tenue de ses parts de marché. Enfin, la France et l'Italie connaissent une évolution similaire de leurs coûts salariaux unitaires, avec un avantage pour la France.

Graphique 18. Taux de change effectifs réels sur la base des coûts salariaux unitaires (ensemble de l'économie)



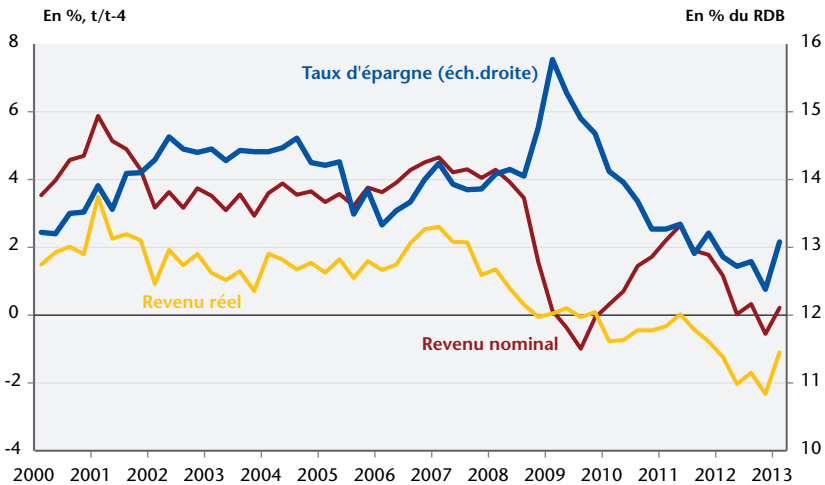
Source : Commission européenne.

La consommation privée restera à la peine dans la plupart des pays

À 0,2 % au deuxième trimestre 2013, la croissance de la consommation des ménages a affiché pour la première fois une progression depuis la fin de l'année 2011. En 2012, la consommation avait ainsi reculé de 1,4 %, la baisse du taux d'épargne n'ayant

pas suffi à compenser la baisse du revenu réel des ménages de 1,8 % (graphique 19). C'est la plus forte contraction du revenu réel depuis le début de la crise. Le revenu nominal s'est en effet stabilisé, sous le coup du ralentissement de la masse salariale et de l'accélération des impôts. Ce ralentissement est imputable au retournement de l'emploi qui a reculé de 0,7 %, alors que les salaires nominaux par tête ont progressé de près de 2 %, compensant presque l'inflation. Un léger mieux se dessine néanmoins pour la fin de l'année 2013, avec une situation sur le marché du travail un peu mieux orientée. De ce fait, la consommation privée ne reculerait que de 0,6 % en 2013, avant de croître à nouveau en 2014 (0,6 %).

Graphique 19. Croissance du revenu et taux d'épargne dans la zone euro



Sources : Eurostat, Datastream.

À la mi-2013, la consommation a retrouvé, voire dépassé, son niveau d'avant-crise dans certains pays de la zone euro (France, Allemagne, Belgique, Autriche et Finlande), tandis que dans d'autres pays elle est inférieure de 10 % en moyenne au niveau de 2007 (Italie, Pays-Bas, Irlande, Portugal et Espagne), voire plus basse encore (cas de la Grèce). Cette divergence s'amplifierait à l'horizon de la prévision puisque les pays dont la consommation a le plus chuté continueraient de pâtir d'un faible revenu, sans guère de marge du côté du taux d'épargne, tandis que les autres pays connaîtraient une croissance de la consommation modérée. La

consommation de la zone euro resterait donc globalement à la peine et ne participerait guère au rebond que nous prévoyons à partir de 2014.

Une consommation durablement atteinte dans les pays « en crise »

Après le recul qui a suivi la crise financière (entre mi-2008 et mi-2009), la consommation des ménages avait renoué avec la croissance jusqu'à la mi-2010. Puis les mesures budgétaires, combinées à l'incertitude autour des dettes souveraines de la zone euro, ont interrompu ce mouvement, conduisant à une nouvelle chute de la consommation des ménages. Au final, la consommation privée était, mi-2013, largement inférieure à son niveau d'avant-crise au Portugal (qui avait bien résisté jusqu'à la crise des dettes souveraines de 2010), en Espagne, en Grèce, en Italie et en Irlande (où la chute a débuté plus tôt du fait de la crise plus précoce du secteur immobilier). La restriction budgétaire a en effet particulièrement touché les ménages et le taux de chômage est remonté de façon marquée. Dans la plupart de ces pays, la crise financière avait initialement entraîné une augmentation du taux d'épargne, en raison de l'incertitude sur le marché du travail et de l'enclenchement d'un processus de désendettement. Depuis lors, la baisse du revenu a été d'une telle ampleur que les ménages ont dû puiser dans leur épargne, ce qui a permis d'amortir le choc sur la consommation. Entre 2010 et 2012, le taux d'épargne a été réduit d'environ 7 points de revenu en Espagne et en Grèce, de 4 points en Irlande, de 2 points en Italie et au Portugal. Dans le même temps, le revenu réel baissait entre 5 et 20 % selon les pays. Aux Pays-Bas, où la baisse du revenu a été moindre, le taux d'épargne a peu baissé et donc peu apporté de soutien à la consommation. Dans tous ces pays, la consommation reculerait moins à l'horizon de la prévision : le revenu réel cesserait de se contracter en raison de perspectives d'emploi moins dégradées et de moindres mesures de restriction budgétaire, mais les salaires ne progresseraient guère. De plus, le taux d'épargne remonterait dans plusieurs pays, notamment en Italie et en Espagne. De même, le marché immobilier – la chute des prix a atteint 30 % en Espagne et en Grèce, 15 % en Italie et aux Pays-Bas et près de 50 % en Irlande – resterait sinistré. À la mi-2003, l'investissement en logement était inférieur de moitié en Espagne et de 25 % en Italie par rapport à son niveau d'avant-crise.

À l'horizon de la prévision, l'investissement en logement continuerait de reculer en Espagne, mais à un rythme moindre, et il se stabiliserait tout juste en Italie.

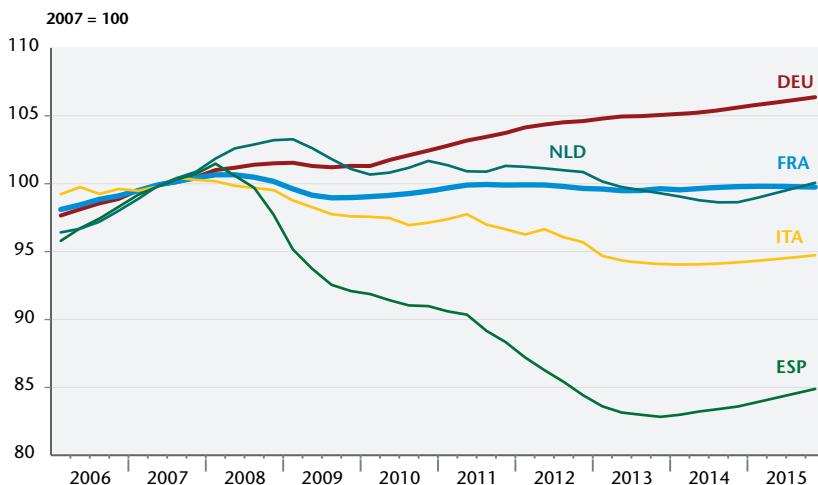
Dans les autres pays de la zone euro, la progression de la consommation a été quasi-nulle en 2012, dans un contexte de stagnation du revenu réel, et seule la baisse du taux d'épargne a soutenu la consommation (à l'exception de la France). Dans ces pays, l'emploi a continué de croître ou s'est stabilisé, limitant l'ajustement du revenu. Il y aurait une légère accélération de la consommation en 2013 puis en 2014. Des augmentations salariales supérieures à 2 % permettraient au revenu réel de croître modérément en France et en Allemagne (de l'ordre de 1 % en 2014) et le taux d'épargne baisserait en Allemagne et se stabiliserait en France. De ce fait, la consommation croîtrait de 1,3 % en Allemagne et de 0,9 % en France. Quoiqu'il en soit, aucun pays ne bénéficierait réellement d'une bonne dynamique et la consommation resterait globalement atone.

L'emploi à la traîne

Quelles que soient les sources de la croissance, le redémarrage de l'activité pourrait enfin permettre une décreue du chômage. Celle-ci a d'ailleurs déjà commencé en Espagne depuis le début de l'année 2013 et en Irlande où un pic de chômage à 15 % a été enregistré au troisième trimestre 2012. Toutefois, la baisse dans ces deux pays ne doit pas occulter l'évolution du taux chômage observée dans la plupart des autres pays de la zone euro. En France et en Italie, la hausse se poursuit. Aux Pays-Bas, la récession qui frappe le pays depuis quatre trimestres s'est traduite par une forte augmentation du taux de chômage qui s'établit désormais à 6,6 % contre 5 % en début d'année 2012. Enfin, l'Allemagne se démarque à nouveau dans la mesure où le niveau du chômage baisse continuellement depuis l'été 2009. Ainsi, pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage se stabilise à un niveau record de 12,1 %. Cette stabilité du taux de chômage va néanmoins de pair avec des destructions d'emplois. Sur l'ensemble de la zone euro, l'emploi total a baissé de 0,4 % au premier trimestre 2013 et encore de 0,1 % au deuxième trimestre, ce qui s'est traduit par 45 000 pertes d'emplois en France, 370 900 en Italie et 264 200 en Espagne

(graphique 20). À l'inverse, l'économie allemande a créé 120 000 emplois au cours du premier semestre 2013.

Graphique 20. Emploi total



Sources : Données nationales, prévision OFCE octobre 2013.

Dans ces conditions, la baisse constatée du taux de chômage, notamment en Espagne, correspond principalement à un ajustement de la population active. Celle-ci baisse de 0,9 % sur les deux premiers trimestres 2013. De fait, depuis le début de la crise, les variations de population active contribuent à amortir l'impact des destructions d'emplois sur le taux de chômage. D'une part, *via* un effet de flexion, les taux d'activité (population active/population en âge de travailler) ont tendance à baisser en période de mauvaise conjoncture, du fait des chômeurs découragés qui se retirent du marché du travail. Ceci limite donc la hausse du taux de chômage mais se répercute sur le taux d'emploi (emploi/population en âge de travailler). Ce mouvement a été limité récemment par les réformes des retraites qui ont eu lieu dans plusieurs pays¹⁴ et ont incité les seniors à rester plus tardivement en activité. D'autre part, selon les estimations réalisées par les instituts statistiques nationaux et par l'OCDE, la crise aurait entraîné une augmentation de

14. Depuis le début de la crise, plusieurs pays ont en effet adopté des réformes reculant l'âge légal de départ à la retraite : la France (2010), la Grèce (2010), l'Espagne (2011), les Pays-Bas (2012)... L'Allemagne l'avait, dès 2007, également reporté à 67 ans à partir de 2029.

l'émigration et une baisse de l'immigration dans les pays en crise, du fait de moindres opportunités d'emplois dans ces pays, tandis que les pays de la zone euro moins touchés par la crise ont plutôt connu une vague d'immigration. Enfin, dans la plupart des pays, la population en âge de travailler ralentit tendancielle du fait du vieillissement de la population.

Sans ces effets de population active, la hausse du taux de chômage aurait pu être plus importante encore (encadré 2). On peut laisser de côté le cas de l'Allemagne, où la baisse du taux de chômage a justement été limitée par la conjonction d'une hausse du taux d'activité et d'une accélération de l'immigration depuis 2010 (même si celle-ci reste modérée au regard des mouvements migratoires tendanciel des autres pays), en provenance des pays d'Europe de l'Est (du fait de l'ouverture en mai 2011 des frontières aux travailleurs polonais et hongrois notamment) et dans une moindre mesure des pays en crise de la zone euro (Düll, 2013).

Dans la plupart des pays, on observe une moindre hausse du taux d'activité (tableau 5), voire une baisse entre 2008 et 2012 (cas de l'Irlande, de la Belgique et du Portugal), et ceci malgré la hausse tendancielle du taux d'activité des femmes et des seniors. Seuls quelques pays échappent à cette augmentation du taux d'activité des seniors (Irlande, Grèce et Portugal) : il peut s'agir de retraits anticipés du marché du travail dans un contexte très dégradé. Au contraire, la hausse du taux d'activité des 55-64 ans dans les autres pays varie entre 2,5 et près de 8 points, l'effet étant particulièrement fort en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Allemagne. Dans tous les pays, la chute de l'emploi s'est traduite par une baisse du taux d'activité des 15-24 ans dont certains ont choisi de poursuivre leurs études, ce qui a limité l'évolution de la population active. Sur la tranche d'âge 25-54 ans, le taux d'activité se réduit dans quelques pays (Belgique, Irlande, France, Italie et Pays-Bas) et augmente moins vite dans d'autres pays (sauf en Grèce). Il faut cependant préciser que deux mécanismes s'opposent : d'une part, tous les pays connaissent une baisse ou une stabilisation du taux d'activité des hommes de cette classe d'âge, tandis que le taux d'activité des femmes continue d'augmenter de façon nette dans la plupart des pays, y compris ceux en crise (sauf en Irlande). Au-delà du mouvement tendanciel de rattrapage du taux d'activité féminin, on peut aussi supposer que des femmes retournent sur le

marché du travail pour compenser les pertes de revenu au sein du ménage, les activités de services traditionnellement dévolues aux femmes étant moins touchées par la crise que l'industrie ou la construction où sont majoritairement employés des hommes. Au final, on peut en déduire que dans la plupart des pays est intervenu un effet de flexion (principalement chez les jeunes). Même s'il a été en partie ou totalement compensé par la poursuite du rattrapage du taux d'activité féminin et des seniors, il a tout de même limité l'augmentation du taux de chômage pendant la crise.

Un autre phénomène qui a contribué à atténuer la hausse du taux de chômage a été le ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler. Elle est due tant au vieillissement de la population qu'aux flux migratoires induits par la crise. Ainsi, les pays où la crise a été la plus violente ont connu un renversement de tendance en matière migratoire : alors qu'ils attiraient une population immigrée relativement nombreuse avant la crise (cas de l'Espagne et de l'Irlande principalement), ils sont devenus des pays d'émigration. En 2011, les estimations effectuées par les instituts statistiques nationaux montrent que le solde migratoire est négatif en Espagne, en Irlande, en Grèce et au Portugal. Il faut néanmoins souligner que la mesure précise des flux migratoires est soumise à une forte incertitude. Différentes sources statistiques sont parfois utilisées et les mouvements de sorties de population ne sont pas systématiquement enregistrés. Il reste que les sources nationales et l'OCDE s'accordent sur une nette réduction des flux migratoires dans les pays touchés par la crise et où le taux de chômage a fortement augmenté¹⁵. Dans les pays pour lesquels les données sont disponibles, on observe un creusement du solde migratoire en 2012, notamment en Espagne ou en Irlande. L'Italie apparaît comme un cas à part dans la mesure où elle conserve un solde migratoire important. Dans le même temps, l'Allemagne, ou encore la Belgique, ont connu une forte hausse de l'immigration et leur solde migratoire s'en est trouvé augmenté. Il faut cependant

15. Selon l'OCDE, la baisse de l'immigration est nette en Espagne, en Irlande et en Grèce dans les années récentes et la hausse de l'émigration est particulièrement sensible en Espagne. Le solde migratoire était négatif en Irlande en 2011 comme les sources nationales l'indiquent, mais il restait faiblement positif en Espagne contrairement aux estimations de l'INE. Les données d'émigration n'étant pas disponibles pour la Grèce et le Portugal dans la base de l'OCDE, aucun calcul de solde migratoire n'est possible pour ces pays.

préciser que ces flux migratoires ne concernent pas que la zone euro : si au Portugal les émigrés sont essentiellement portugais, en Espagne, seuls 12 % des émigrés sont espagnols, les autres étant des étrangers qui quittent le pays soit pour retourner chez eux, soit pour s'installer dans un autre pays européen (Holland et Paluchowski, 2013). En Italie, en Grèce et en Irlande, la proportion d'émigrés nationaux est de l'ordre de 50 à 60 %. Ainsi, en 2012, les immigrés de nationalité portugaise, italienne, irlandaise, espagnole ou grecque n'expliquaient qu'un tiers de la hausse observée en Allemagne. Par ailleurs, ces mouvements migratoires restent globalement mineurs par rapport aux évolutions de population active. La variation du solde migratoire entre la période 2004-2007 et 2011 (ou 2012) représente ainsi environ +0,5 point de population active en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, -1,3 point au Portugal, -4 points en Espagne et -4,3 points en Irlande. L'inversion de tendance, tant du fait de l'émigration que d'une réorientation de l'immigration vers d'autres pays, a néanmoins permis de limiter la hausse du taux de chômage dans les pays en crise, à l'exception de l'Italie.

Encadré 2. Chômage et flux migratoires

Les travaux pionniers de Mundel (1961) sur l'optimalité d'une union monétaire mettent en avant le rôle de la mobilité du facteur travail pour faciliter l'ajustement. Ainsi, lorsqu'un pays ou un État de l'union subit un choc négatif sur l'emploi, une partie de sa population active devrait migrer vers les régions où la situation sur le marché du travail est moins dégradée. Les travaux portant sur l'Union monétaire européenne ont rapidement souligné la faiblesse du lien entre mobilité du travail et disparités de revenus en Europe, notamment au regard des États-Unis (voir par exemple Bentivogli et Pagano, 1999). De fait, la dispersion des taux de chômage est bien plus forte dans la zone euro. Pourtant, la libre circulation des personnes était un objectif européen consacré dès le Traité de Rome, signé en 1957, objectif formellement inscrit dans le traité instituant la Communauté européenne, art. 39 : « *La libre circulation des travailleurs est assurée à l'intérieur de la Communauté. Elle implique l'abolition de toute discrimination fondée sur la nationalité, entre les travailleurs des États membres, en ce qui concerne l'emploi, la rémunération et les autres conditions de travail...* ». Force est de constater que les barrières à la mobilité subsistent et qu'elles sont en grande partie structurelles. La barrière de la langue est en effet un puissant frein à la mobilité de même que l'hétérogénéité des modèles de protection sociale qui empêche le

transfert des droits sociaux d'un État à un autre. La crise récente a eu de fortes répercussions sur les migrations. Les pays en crise ont vu leur solde migratoire se réduire fortement, et même devenir négatif (Espagne, Irlande ou au Portugal). D'une part, le flux d'immigration s'est fortement tari ; les chances de trouver un emploi dans ces pays ont réduit l'incitation des travailleurs des pays de l'est de l'Europe ou du Maghreb à venir s'installer. D'autre part, l'émigration s'est aussi accentuée à la fois parce qu'une partie des immigrés sont repartis vers leur pays d'origine ou une autre destination mais aussi en raison de la fuite de nationaux vers d'autres pays européens et notamment l'Allemagne. Selon Holland et Paluchowski (2013), un tiers des arrivants en Allemagne sont grecs, espagnols, portugais ou italiens. Pour autant, le phénomène s'est accentué à tel point que Goodhart et Lee (2013) ont souligné que les différences entre la zone euro et les États-Unis en matière de mobilité du travail n'étaient pas aussi fortes qu'on aurait pu le penser. Il reste que les migrations sont loin de pouvoir jouer un rôle significatif pour faciliter les ajustements des taux de chômage, sauf peut-être en Irlande. En effet, dans le tableau 4, nous calculons un taux de chômage fictif sous l'hypothèse que les flux migratoires observés depuis 2008 sont identiques à la moyenne calculée sur la période 2005-2007.

Tableau 4. Migrations et taux de chômage ajusté

En milliers

	Solde migratoire observé	Solde migratoire 2005-2007	Population active recalculée	Taux de chômage recalculé (en %)	Taux de chômage observé (en %)
Espagne					
2009	175,3	693,7	23 555,8	19,8	18,0
2010	62,2	693,7	23 720,4	22,2	20,1
2011	-50,1	693,7	23 847,3	24,1	21,6
2012	-183,5	693,7	23 928,2	27,8	25,0
Portugal					
2009	15,4	28,0	5 622,9	10,8	10,6
2010	3,8	28,0	5 637,5	12,4	12,1
2011	-24,3	28,0	5 636,6	13,8	13,0
2012	-37,4	28,0	5 601,0	16,9	15,9
Irlande					
2009	2,0	77,7	2 304,6	14,9	12,0
2010	-27	77,7	2 289,6	17,8	13,9
2011	-28	77,7	2 271,5	18,6	14,6
2012	-34	77,7	2 265,5	18,9	14,7

Note : Le taux de chômage recalculé correspond à un taux de chômage fictif où la population active est augmentée de l'écart entre le solde migratoire observé et le solde migratoire moyen de la période 2005-2007.

Sources : Eurostat, données nationales, calculs OFCE.

Les écarts entre les flux d'immigration et d'émigration observés et fictifs sont ré-imputés à la population active, ce qui permet de déduire un taux de chômage à solde migratoire identique. Ce faisant, le résultat obtenu représente le taux de chômage maximum qui aurait été observé puisqu'il suppose, d'une part que la moyenne observée sur la période 2005-2007 correspond à un équilibre alors qu'il pourrait s'agir d'un pic de migrations, et d'autre part que l'ensemble des migrants étaient en situation d'activité. Or, par exemple, en croisant la structure par âge des migrants portugais et les taux d'activité par classe d'âge, il faudrait considérer que seuls 70 % des migrants étaient en situation d'activité en 2012. Ce pourcentage était même de 56 % en 2011. Sans tenir compte de cet impact, l'effet des migrations atténue la hausse du taux de chômage de 1 point au Portugal en 2012. En fin d'année 2012, l'effet serait au maximum de 2,8 points en Espagne. La chute du solde migratoire revient à imputer 877 200 personnes supplémentaires à la population active. Le partage entre immigration et émigration est assez équilibré en Espagne puisque comparativement à la moyenne observée sur la période 2005-2007, en 2012 il y a eu 462 800 immigrés en moins et 414 400 émigrés en plus. Enfin, dans le cas de l'Irlande, selon les hypothèses retenues, l'effet des migrations aurait permis d'amortir la hausse du taux de chômage au plus de 4,1 points en 2012. L'Irlande aurait en effet compté 111 000 chômeurs supplémentaires.

Si les flux migratoires devaient se poursuivre, ils ne seraient cependant pas l'élément principal du scénario à l'horizon de notre prévision. Il reste que la reprise de la croissance n'ira pas forcément de pair avec une franche amélioration de la situation sur le marché du travail. Les phases de ralentissement ou de récession s'accompagnent en effet d'un ralentissement de la productivité qui permet dans un premier temps d'atténuer les destructions d'emploi. Ainsi, en moyenne depuis 2009, la productivité totale a progressé de 0,1 %, contre une moyenne observée de 1 % sur la période 1996-2007. Cette baisse de la productivité explique en partie l'ajustement du taux de marge dans certains pays. Dès lors, l'enclenchement de la reprise peut se faire sans emplois ou avec des créations d'emplois limitées, ce qui permet aux entreprises de restaurer leurs marges. De plus, la reprise de l'emploi ne se fera pas d'ici à la fin de l'année 2013 (tableau 6).

Tableau 5. Variation du taux de chômage et des composantes de la population active

En points

	Variation du taux de chômage 2008-2012	Évolution du taux d'activité				dont : Hommes	Femmes	Évolution du taux d'activité des 55-64 ans 2008-2012	Évolution de la population en âge de travailler 2008-2012	Évolution de la population en âge de travailler 2004-2008
		2004-2008	2008-2012	des 15-24 ans 2008-2012	des 25-54 ans 2008-2012					
BEL	0,6	1,8	-0,2	-1,9	-0,7	-1,6	0,1	5,3	2,4	3,7
DEU	-2,1	3,8	1,2	-1,5	0,7	-0,5	1,7	6,7	-0,3	-0,8
IRL	8,8	3,3	-2,8	-12,0	-1,2	-2,0	-0,1	-0,4	0,0	10,6
GRC	16,7	0,6	0,8	-1,0	1,9	-0,8	4,5	-2,0	-0,1	1,5
ESP	13,8	4,1	1,5	-8,9	2,9	0,1	5,9	4,3	-1,1	7,1
FRA	2,5	0,2	1,0	-0,6	-0,1	-0,8	0,3	7,9	0,7	3,0
ITA	4,0	0,3	0,7	-2,2	-0,2	-1,6	1,2	7,1	1,1	2,4
NLD	2,6	2,7	0,0	-3,3	-0,8	-1,6	-0,1	6,8	0,2	0,1
AUT	0,5	4,8	0,9	-0,9	1,4	0,1	2,8	2,5	1,6	2,3
PRT	8,4	1,4	-0,3	-3,7	0,6	-1,2	2,2	-1,0	-1,5	1,0

Source : Eurostat.

Parmi les cinq grands pays de la zone euro, seule l'Allemagne créerait des emplois alors que des pertes seront encore enregistrées en France (-0,4 %), en Italie (-1,9 %), en Espagne (-3,2 %) et aux Pays-Bas (-1,4 %). La situation pourrait commencer à s'inverser progressivement à partir de 2014, avec une hausse de l'emploi de 0,3 % pour l'ensemble de la zone euro. Les écarts entre les pays dépendront principalement de la vitesse à laquelle les cycles de productivité seront refermés. En Allemagne, l'ajustement nécessaire est quasi-nul ou de faible ampleur. La productivité progresserait de 1,2 %, proche de la tendance de long terme estimée par Cochard, Heyer et Cornilleau (2010). En France, en Italie ou aux Pays-Bas, le cycle de productivité se refermerait progressivement entre 2013 et 2015. La croissance de la productivité serait supérieure à sa tendance, ce qui provoquera d'abord de nouvelles destructions d'emploi. Le chômage entamerait cependant sa décrue en Italie du fait du recul de la population active. En France et aux Pays-Bas, il faudra attendre 2015 pour voir le chômage baisser. Enfin, l'Espagne se trouve dans une situation atypique dans la mesure où le secteur de la construction a concentré une part importante des destructions d'emploi, si bien que la productivité s'est fortement redressée depuis 2009. Dès lors, la productivité stagnerait en 2014, de telle sorte que le contenu en emploi de la croissance sera bien plus élevé que dans les autres pays. Cet effet s'ajouterait à la poursuite du déclin de la population active et le taux de chômage baisserait de 1,1 point en 2015. Sur l'ensemble de la zone euro, le chômage passerait de 12,1 % au deuxième trimestre 2013 à 11,7 % en fin d'année 2014, puis à 11,2 % un an plus tard. En Allemagne, les gains de productivité seraient essentiellement redistribués sous forme de salaire et le taux de chômage ne baisserait que de 0,3 point d'ici à la fin 2015. La baisse du taux de chômage sera enclenchée plus tardivement en France, en Italie et aux Pays-Bas mais elle serait aussi sans doute assez rapide, de l'ordre de 0,6 à 0,8 point en 2015. Cette évolution plus favorable ne s'accompagnera pas forcément d'une réduction rapide de la pauvreté dans la mesure où le taux de chômage de longue durée devrait rester élevé puisque la reprise de l'emploi profitera en premier lieu à ceux qui n'auront pas perdu leur qualification en restant éloigné trop longtemps du marché du travail.

Tableau 6. Valeur ajoutée, productivité, emploi, population active et chômage

En %

		Croissance de la VA	Croissance de la productivité	Croissance de l'emploi	Croissance de la population active	Variation du taux de chômage
EUZ	2013	-0,3	0,6	-0,9	-0,1	0,7
	2014	1,1	0,8	0,3	0,1	-0,2
DEU	2013	1,5	1,2	0,3	0,5	0,1
	2014	1,7	1,2	0,6	0,4	-0,2
FRA	2013	0,1	0,5	-0,4	0,4	0,6
	2014	1,3	1,3	0,0	0,3	0,2
ITA	2013	-1,8	0,1	-1,9	-0,1	+0,4
	2014	0,5	0,7	-0,2	-0,4	-0,2
ESP	2013	-1,4	1,9	-3,2	-1,5	+1,1
	2014	0,7	-0,1	0,7	-0,8	-1,1
NLD	2013	-1,1	0,3	-1,4	0,7	1,9
	2014	1,1	2,0	-0,9	-0,3	0,6

Sources : Données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Finances publiques : objectifs en vue

Si la consolidation budgétaire se poursuit, son rythme devrait progressivement s'atténuer non seulement parce que de nouveaux pays respecteront la limite de 3 % de déficit budgétaire en fin d'année 2013 mais aussi parce que la Commission européenne a décidé d'octroyer des délais supplémentaires à certains pays¹⁶. Bien que des objectifs intermédiaires de déficit soient inscrits, la Commission précise par ailleurs qu'elle sera particulièrement attentive à l'effort consenti par les pays, c'est-à-dire à la réduction du déficit structurel. Cette inflexion du discours peut s'interpréter comme la possibilité offerte de ne pas prendre des mesures supplémentaires en cours d'année pour respecter les cibles de déficit si la Commission juge que les efforts réalisés *ex-ante* sont satisfaisants. On éviterait alors une situation telle que celle de 2012 où l'Espagne fut amenée à mettre en œuvre 3 plans de consolidation successifs. Le gouvernement de Mariano Rajoy tentait ainsi vainement d'atteindre des objectifs budgétaires¹⁷ devenus irréalisables en raison de la dégradation de la conjoncture qui s'expliquait par un

16. Voir [ici](#) les recommandations formulées pays par pays par la Commission européenne.

17. Voir Schweisguth, 2013, « Espagne : une stratégie perdant-perdant », *Blog de l'OFCE*.

effet multiplicateur plus important que celui qui était estimé par la Commission¹⁸ ou le gouvernement espagnol.

Tableau 7. Soldes budgétaires : cibles et réalisations

En %

	2013		2014		2015	
	Objectif	Prévision	Objectif	Prévision	Objectif	Prévision
DEU	-0,5	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0
FRA	-3,9	-4,1	-3,6	-3,5	-2,8	-3,0
ITA	-2,9	-2,9	-1,8	-2,5	-1,5	-1,5
ESP	-6,5	-6,8	-5,8	-6,2	-4,2	-5,3
NLD	-3,6	-4,0	-2,8	-3,0	-2,0	-1,9
BEL	-2,5	-3,4	-2,0	-2,9	-0,5	-1,5
IRL	-7,5	-6,6	-5,1	-5,2	-2,9	-3,0
PRT	-5,5	-5,1	-4,0	-3,7	-2,5	-2,4
GRC	-4,1	-7,8	-3,3	-3,3	-2,1	-2,1
AUT	-2,3	-2,0	-1,5	-1,3	-0,6	-0,5
FIN	-1,9	-1,8	-1,3	-1,2	-0,9	-0,5

Sources : Commission européenne, prévision OFCE octobre 2013.

En outre, indépendamment de l'assouplissement réel ou fictif des objectifs, les impulsions budgétaires seront de toute façon réduites. Il en résultera une reprise progressive de l'activité qui s'accompagnera parfois d'une réduction du déficit conjoncturel. Si l'effet multiplicateur restera important dans la mesure où les taux de chômage sont encore élevés, les risques d'un dérapage de la croissance et des déficits sont atténués. Dans ces conditions, les pays réussiraient globalement à tenir l'objectif de 3 % en 2014 ou 2015 (tableau 7). Aux Pays-Bas, le délai a été reporté à 2014. Le gouvernement a présenté à cette fin, en septembre 2013, un nouveau plan d'économies budgétaires. Pourtant, en avril 2013, le gouvernement de coalition emmené par Mark Rutte avait semé le doute sur les intentions néerlandaises puisqu'il avait annulé, sous la pression des syndicats, une série de mesures d'économies prévues pour 2014¹⁹. Ce faisant, les Pays-Bas semblaient donner la priorité au retour de la croissance. La remise

18. Voir les encadrés publiés par le FMI (2012) et la Commission européenne (2012) au sujet de la polémique sur les multiplicateurs budgétaires et les erreurs de prévision.

19. Voir Blot, 2013, « Aux Pays-Bas, le changement c'est maintenant », *Blog de l'OFCE*.

en cause du dogme budgétaire aura été de courte durée puisque la présentation du budget 2014 prévoit de nouvelles mesures d'économies de 6 milliards d'euros témoignant ainsi de la volonté du gouvernement de tenir les engagements budgétaires.

Même si les cibles précises de déficit ne sont pas systématiquement atteintes, nous anticipons que le délai accordé pour atteindre le seuil de 3 % sera globalement suffisant. Tous les pays concernés atteindront donc cet objectif, soit en 2014 pour les Pays-Bas et la Belgique, en 2015 pour la France, l'Irlande et le Portugal. Il ne faut cependant pas oublier que ces objectifs auront été atteints au prix d'efforts colossaux qui ont durablement pesé sur la croissance et le chômage dans la zone euro, alors qu'une autre stratégie aurait été possible (iAGS, 2012).

Références bibliographiques

- Bentivogli C. et P. Pagano, 1999 : « Regional disparities and Labour mobility : the Euro-11 versus the USA », *Labour* vol. 13 n° 3, p. 737-760.
- Blot C. et M. Cochard, 2010 : « Compétitivité des pays de la zone euro : le coût de la compétitivité à tout prix », *Lettre de l'OFCE* n° 322.
- Cochard M., E. Heyer et G. Cornilleau, 2010 : « Les marchés du travail dans la crise », *Economie et Statistique* n° 438-440 p. 181-204.
- Cochard M. et D. Schweisguth, 2013 : « Austérité en Europe : changement de cap ? », *Note de l'OFCE* n° 29.
- Commission Européenne, 2012 : « Forecasts errors and multiplier uncertainty », *European Economy Forecast*, Autumn.
- Düll N., 2013 : « Geographical labour mobility in the context of the crisis : Germany », *European Employment Observatory*.
- FMI, 2012 : « Global prospects and policies », *World Economic Outlook*, October.
- Goodhart C. et D. Lee, 2013 : « Adjustment mechanisms in a currency area », *Open Economies Review*, January.
- Heyer E., 2012 : « Le chômage augmente en France, la pauvreté en Allemagne », *Blog de l'OFCE*.
- Holland D. et P. Paluchowski, 2013 : « Geographical labour mobility in the context of the crisis », *European Employment Observatory*.
- Holton S., M. Lawless et F. McCann, 2013 : « SME Financing Conditions in Europe : Credit Crunch or Fundamentals ? », *National Institute Economic Review* n° 225.

- Mundell R., 1961 : « A theory of optimum currency area », *American Economic Review*, vol. 51, p. 657-665.
- OCDE, 2012 : « Medium and long-term scenarios for global growth and imbalances », *OECD Economic Outlook* vol. 2012/1, p. 191-224.
- OFCE, 2013a : « Zone euro : le calice l'austérité jusqu'à la lie », *Revue de l'OFCE Collection Analyse et Prévisions* n° 129, p. 59-99.
- OFCE, 2013b : « La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation », *Revue de l'OFCE Collection Analyse et Prévisions* n° 129, p. 253-297.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1	1,6
PIB par tête	-0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,9	-0,6	0,8	1,3
Consommation des ménages	-0,4	-0,6	-0,1	-0,5	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,4	-0,6	0,6	1,0
Consommation publique	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	0,3	0,5	0,6
FBCF totale dont	-1,1	-1,9	-0,4	-1,2	-2,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,8	1,0	1,1	-3,7	-3,5	2,2	3,8
Productive privée	-1,1	-1,6	-1,1	-1,5	-1,8	0,7	0,4	0,5	0,8	1,1	1,2	1,4	-3,3	-3,1	3,4	5,1
Logement	-0,7	-1,7	-0,3	-1,5	-1,5	-0,1	-0,3	-0,1	0,4	0,5	0,7	0,8	-3,7	-3,3	1,1	2,9
Publique	-1,5	-2,0	-0,6	-1,5	-1,8	-0,7	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	-4,8	-4,3	0,7	2,4
Exportations de biens et services	0,8	1,1	0,6	-0,5	-1,0	2,0	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	2,7	0,8	3,4	4,0
Importations de biens et services	0,0	-0,2	0,2	-0,9	-1,1	1,6	0,4	0,5	0,8	0,9	1,0	1,1	-1,0	-0,4	3,2	4,2
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,5	-0,7	-0,2	-0,5	-0,5	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,6	-0,9	0,9	1,4
Variations de stocks	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,4	0,5	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,5	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	2,7	2,5	2,5	2,3	1,9	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0	2,5	1,5	1,2	0,9
Taux de chômage, au sens du BIT	10,9	11,3	11,5	11,8	12,0	12,1	12,1	12,1	12,0	12,0	11,9	11,8	11,4	12,1	11,9	11,4
Solde courant, en points de PIB													1,3	2,0	2,0	2,0
Solde public, en points de PIB													-3,7	-2,9	-2,4	-2,0
Impulsion budgétaire													-1,8	-1,0	-0,4	-0,4
PIB États-Unis	0,9	0,3	0,7	0,0	0,3	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	2,8	1,5	2,4	2,3

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2013.

FRANCE : MOINS D'AUSTÉRITÉ, PLUS DE CROISSANCE

PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

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

En 2013, l'économie française devrait croître de 0,2 % en moyenne annuelle, ce qui lui permettrait de retrouver en fin d'année le niveau de production atteint six ans plus tôt, fin 2007. Cette performance médiocre est très éloignée du chemin qu'aurait dû normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Cinq ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important. Mais cette « reprise » a été freinée principalement par les plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. Pour la seule année 2013, cette stratégie budgétaire aura amputé de 2,4 points de PIB l'activité en France.

La prise de conscience de l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés a été tardive, une fois que l'expérience de l'austérité eût produit ses effets sur la croissance. En mai 2013, elle a poussé les autorités européennes à étaler l'effort en prolongeant le délai imparti pour la correction du déficit excessif de six pays de l'Union, dont la France. L'allègement des exigences de la Commission offre un ballon d'oxygène au gouvernement pour atténuer l'austérité en 2014. Selon le budget présenté à l'automne 2013, l'effet interne de l'austérité s'atténuerait de 0,5 point entre 2013 et 2014, et dans la mesure où nos partenaires relâcheraient également leur restriction, une amélioration de la demande adressée à la France est anticipée. Au total, c'est près d'un point de croissance qui serait regagné en 2014 par rapport à 2013 grâce à l'allègement de la rigueur.

Dans ces conditions, la croissance devrait être de 1,3 % en 2014 en moyenne annuelle, rythme trop faible pour envisager une amélioration du marché du travail. Le taux de chômage en France métropolitaine augmenterait légèrement pour s'établir à 10,9 % fin 2014. Il s'élèverait à 11,4 % pour la France entière.

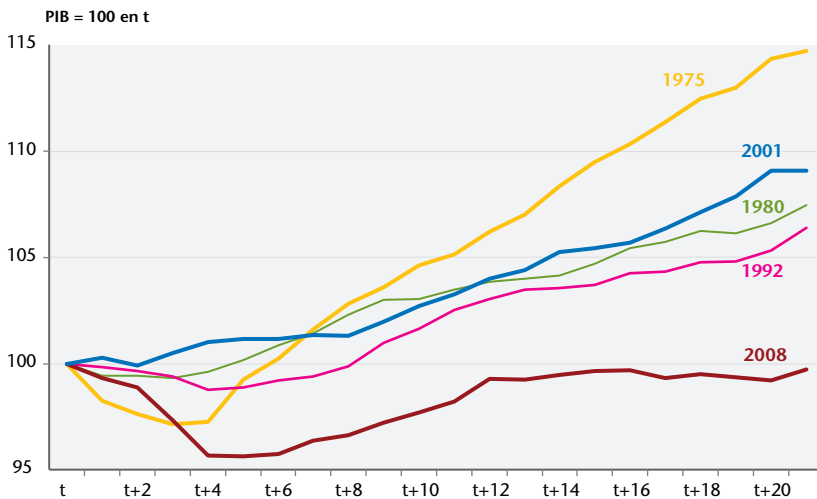
La contrepartie à l'allègement de la rigueur est un déficit public plus élevé que celui qui avait été initialement programmé. Il devrait s'établir à 3,5 % du PIB en 2014 après avoir atteint 4,1 % en 2013.

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 et Hervé Péléraux. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2013 et intègre les comptes nationaux trimestriels de septembre 2013, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au deuxième trimestre 2013 et les comptes d'agents jusqu'au premier trimestre 2013. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2000 et est estimé sur la période 1978-2010. Les données en volume de la prévision sont aux prix de l'année précédente chaînés.

1. Sous le sceau de la restriction budgétaire

Six années après le déclenchement de la crise financière à l'été 2007, qui avait provoqué une récession sans précédent depuis la crise de 1929 dans les pays industrialisés, l'économie française est toujours enfermée dans un cercle vicieux : absence de croissance, hausse du chômage et persistance d'un déficit et d'un endettement publics élevés. Le PIB en volume reste à un niveau inférieur à son point haut du premier trimestre 2008, configuration inédite et jamais observée sur les quarante dernières années. En effet, les reprises consécutives aux diverses crises qui ont affecté la trajectoire de l'économie française ont toujours, en cinq ans, ramené l'activité au moins à 5 % au-dessus de son pic d'avant-crise (graphique 1). La récession de 2008-2009 a certes entraîné un recul de la production bien plus ample qu'en 1975 ou en 1993. Mais le retard actuel de l'activité tient aussi, et surtout, à l'étouffement de la reprise qui s'était amorcée dans le courant de l'année 2009, par les politiques de rigueur mises en place en France et en Europe dès 2011.

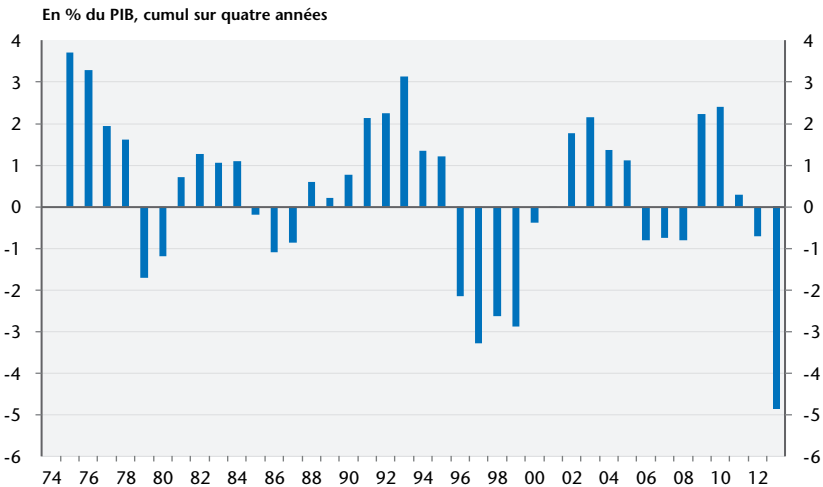
Graphique 1. Évolution du PIB durant les cinq années suivant le pic d'activité d'avant-crise



La récession de 2008-2009 avait fortement creusé les déficits publics par le jeu des stabilisateurs automatiques, l'engagement public dans le sauvetage des établissements financiers et les plans de relance destinés à enrayer la mécanique récessive. En France, le déficit public s'est creusé de 4,2 points entre 2008 et 2009 pour atteindre 7,5 % du PIB, et il s'élevait encore à 4,8 % en 2012, engendrant un gonflement de la dette publique de 22 points entre 2008 et 2012, à 90,2 % du PIB.

Sous l'effet conjugué de la crise des dettes souveraines en zone euro et des injonctions de la Commission européenne, l'année 2010 a marqué un tournant dans l'orientation des politiques économiques en Europe et en France. Alors que des plans de sauvetage avaient été mis en place au bénéfice des pays de la zone euro en situation virtuelle de défaut de paiement – la Grèce et l'Irlande en 2010, le Portugal en 2011 –, et que les difficultés menaçaient de s'étendre aux poids lourds de la zone – l'Italie et l'Espagne –, le souci de préserver la notation des dettes souveraines est devenu le fil conducteur de la politique économique.

Graphique 2. Impulsion budgétaire cumulée en France



Il a conduit les gouvernements à mettre en place des politiques drastiques d'assainissement des finances publiques. En France, la politique budgétaire est devenue restrictive dès 2010, quand les

plans de relance ont fait place à un resserrement (tableau 1). La restriction budgétaire s'est ensuite accentuée, jusqu'à porter l'impulsion négative à -1,8 point de PIB en 2011, à -1,2 point en 2012 et à -1,4 point en 2013. Au total, durant les quatre dernières années, la restriction a atteint un niveau inégalé sur les quarante dernières années, soit près de 5 points de PIB de cumul d'IB entre 2010 et 2013, contre 3 points lors de l'assainissement budgétaire imposé par le Traité de Maastricht dans la seconde moitié des années 1990 (graphique 2).

Ces tours de vis budgétaires à partir de 2010 ont exercé des effets d'autant plus récessifs qu'ils ont été appliqués alors que les économies étaient loin d'avoir récupéré de la récession et que les écarts de production², toujours fortement négatifs, témoignaient de la persistance d'une situation de bas de cycle dans laquelle les multiplicateurs sont toujours élevés. En outre, la course à l'assainissement budgétaire n'a pas été propre à la France. Outre les États-Unis et le Royaume-Uni, les États membres de la zone euro, y compris l'Allemagne, ont mis en place des politiques de rigueur (tableau 1). À l'effet restrictif interne de l'impulsion négative nationale, s'est ainsi ajouté un second effet récessif venu de l'extérieur et résultant du freinage de la demande adressée par les principaux partenaires commerciaux de la France menant la même politique.

Tableau 1. Impulsion budgétaire dans les grands pays développés

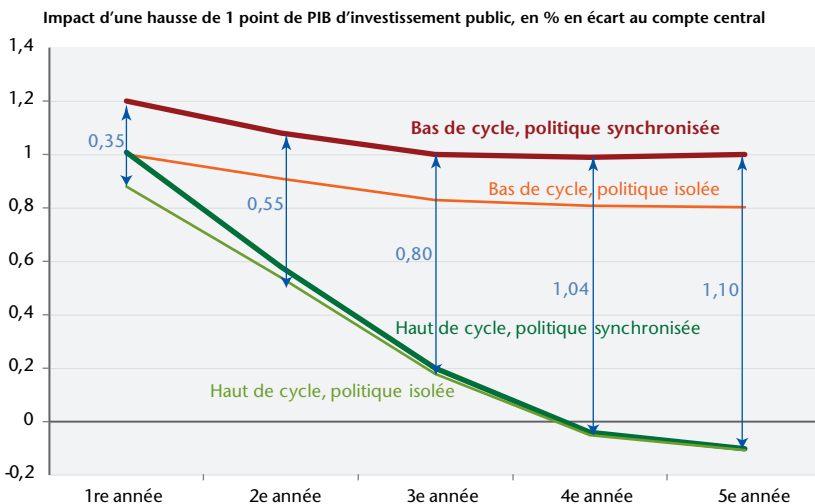
En points de PIB							
	2008-2009	2010	2011	2012	2013	2010-2013	2008-2013
DEU	0,7	1,3	-1,1	-1,2	0,2	-0,8	-0,1
FRA	2,6	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-4,9	-2,3
ITA	0,4	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-5,6	-5,2
ESP	4,4	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-7,7	-3,3
GBR	3,4	-2,7	-3,2	-0,5	-1,0	-7,4	-4,0
USA	6,8	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-5,0	1,8
JPN	3,9	0,5	0,5	0,5	1,9	3,4	7,3

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

2. L'écart de production représente la déviation du PIB effectif par rapport au PIB potentiel. Le PIB potentiel est le niveau de production réalisable par l'économie, sans tensions excessives qui généreraient une accélération de l'inflation non soutenable à moyen long terme. La différence entre la production effective et la production potentielle est l'écart de production qui mesure la sous-utilisation des facteurs résorbable sans tensions inflationnistes.

Ces politiques ont donc eu des effets multiplicateurs d'autant plus restrictifs qu'elles ont été menées de concert en Europe et à un moment inapproprié. Les simulations réalisées avec le modèle *emod.fr* illustrent ce mécanisme, avec la mise en évidence de multiplicateurs plus élevés et plus persistants quand la situation conjoncturelle est dégradée et que la même politique est menée simultanément par les partenaires³ (graphique 3).

Graphique 3. Multiplicateurs en économie ouverte



Source : Heyer Eric (2013) : « Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », Document de travail de l'OFCE, à paraître.

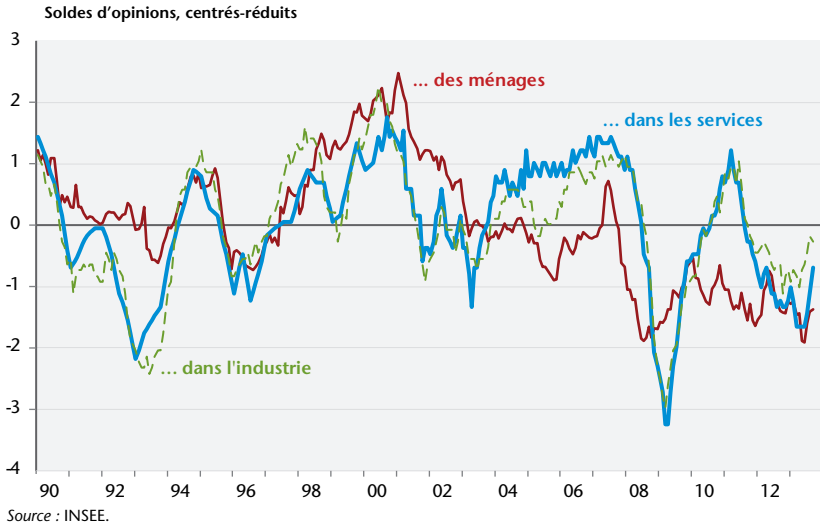
La croissance était possible

La mise en œuvre de politiques budgétaires restrictives a donc clairement interrompu la dynamique de reprise qui s'était enclenchée après la récession. Comme lors des précédentes sorties de crise – 1993, 1997 et 2003 –, le climat de confiance en France s'était nettement redressé après son point bas atteint en 2009 au cœur de la récession, et avait même retrouvé des niveaux qui témoignaient du retour à une trajectoire de croissance soutenue. Cette amélioration du climat conjoncturel, mesurée par les enquêtes de conjoncture, s'était traduite quantitativement par une hausse du PIB qui avait culminé à +2,8 % en glissement annuel au premier trimestre 2011 et

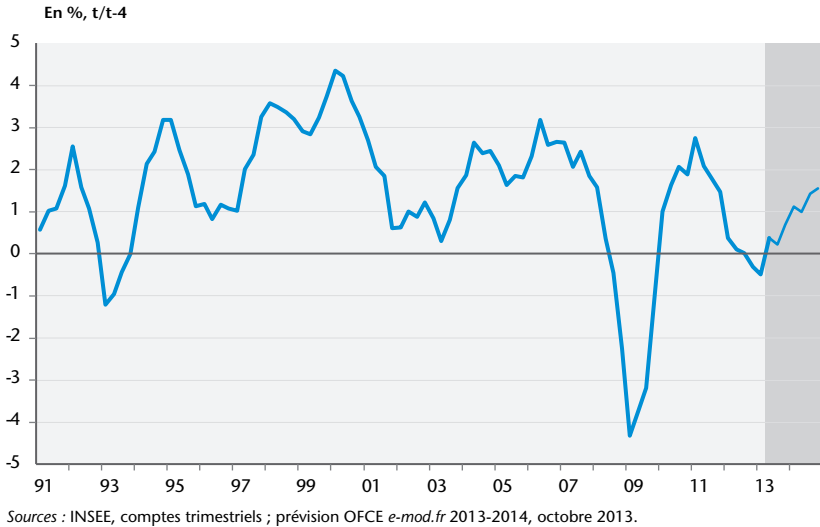
3. Sur le même sujet, voir le rapport IAGS de novembre 2012.

témoignait d'une capacité de croissance de l'économie française voisine de celle d'avant-crise (graphiques 4 et 5).

Graphique 4. Évolution de la confiance...



Graphique 5. Croissance du PIB

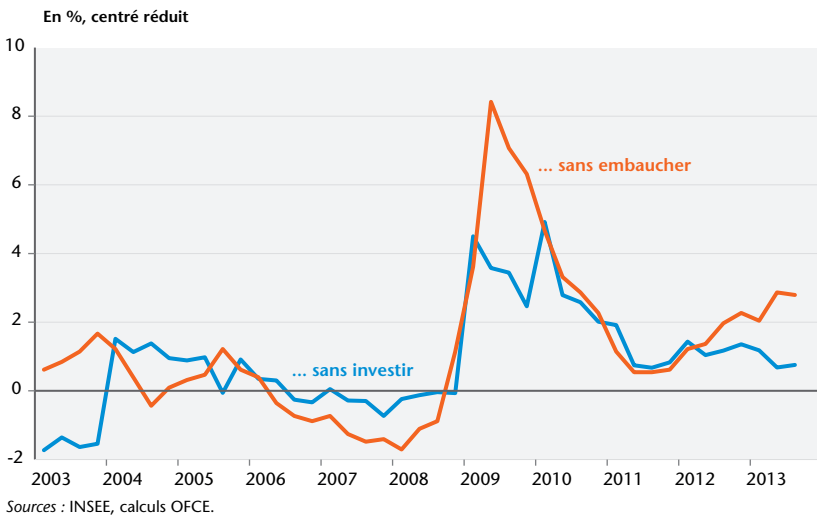


Un cercle vertueux aurait alors pu se mettre en place qui aurait débouché sur une normalisation de la situation des entreprises, profondément dégradée au sortir de la récession. Face à la baisse de

l'activité, d'importantes surcapacités s'étaient formées en 2008/09, comme en témoigne l'évolution des marges de capacité de production sans embaucher et sans investir, qui sont respectivement une mesure des effectifs et des équipements excédentaires au sein des entreprises. Confrontées à des à-coups de l'activité, les entreprises n'ajustent pas instantanément le volume de leurs ressources en facteurs de production pour éviter des coûts d'ajustement injustifiés si la production devait redémarrer à brève échéance. Dans l'intervalle, elles relâchent plutôt l'intensité avec laquelle les ressources sont utilisées, par la réduction de la durée du travail, le recours au chômage partiel, le ralentissement des chaînes de production, voire l'arrêt complet d'unités de production.

Ce comportement de rétention de facteurs de production inutilisés durant les phases de crise est temporaire, car les phases de reprise permettent d'enclencher la résorption des surcapacités par la remise en service des ressources disponibles au sein des entreprises. C'est bien ce qui s'est produit après la récession, avec la baisse conjointe des marges de production sans embaucher et sans investir (graphique 6).

Graphique 6. Marges de capacité de production dans l'industrie...

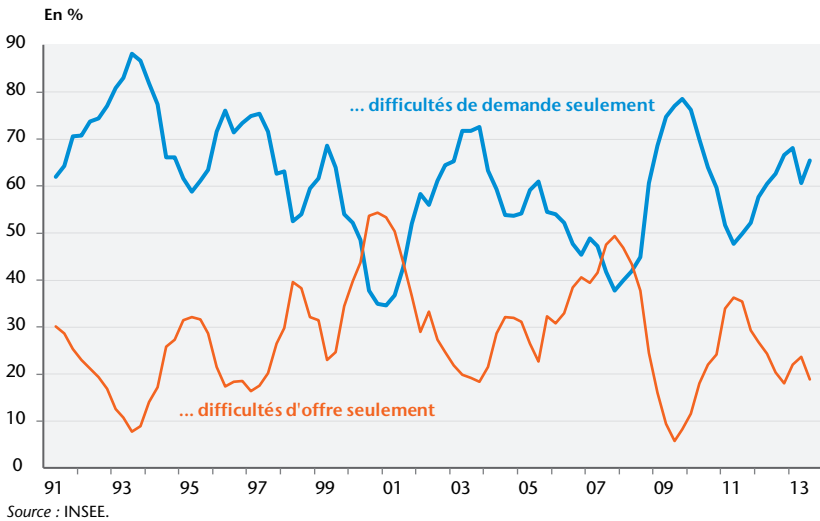


Mais la rechute conjoncturelle de la mi-2011 a interrompu ce processus : les marges de capacité, sans rejoindre les niveaux exceptionnels de 2009, ont stoppé leur résorption et se sont à nouveau

étendues, notamment les marges sans embauche. Ce mouvement a été plus modéré pour les marges sans investir, ce qui témoigne probablement d'une raréfaction des ressources en capital après deux années de baisse quasi continue de l'investissement.

Ce constat de l'existence de surcapacités de production est cohérent avec les déclarations des entreprises qui, à l'enquête trimestrielle dans l'industrie, déclarent pour les deux tiers d'entre elles éprouver uniquement des difficultés de demande pour développer leur production comme elles le souhaiteraient (graphique 7). La contraction des marchés durant la récession avait naturellement fait pencher la balance vers les entreprises éprouvant des difficultés de demande, la part de celles déclarant des difficultés d'offre devenant marginale. La réanimation de l'activité dans le courant de 2009 avait, par symétrie, amorcé un rééquilibrage des freins à la production. Ce rééquilibrage s'est interrompu en 2011 sous l'effet de la rechute conjoncturelle liée à la conduite de politiques de rigueur en France et en Europe.

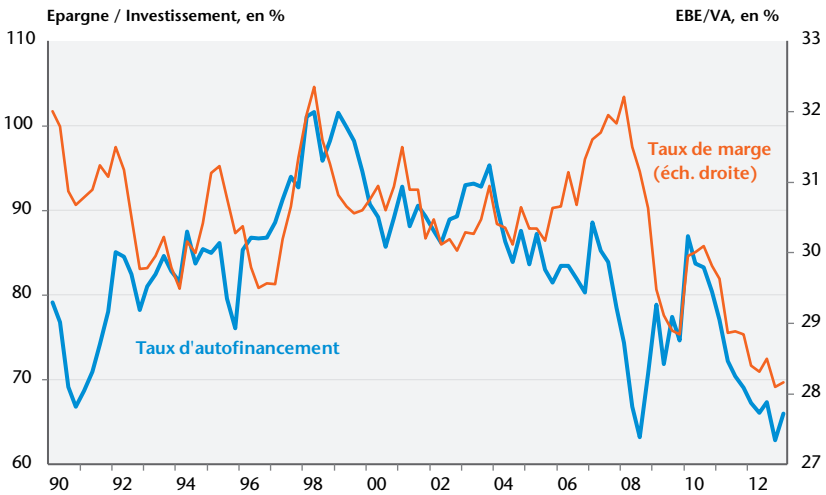
Graphique 7. Proportion d'entreprises ne pouvant produire davantage en raison de...



L'existence de capacités de production inemployées retentit sur la situation financière des entreprises. La persistance de sureffectifs se traduit par un alourdissement des coûts salariaux des entreprises et explique une grande partie de la dégradation du taux de marge

qui, depuis 5 ans, est passé largement sous ses plus bas des vingt dernières années (graphique 8). Le rebond de 2009/10 avait favorisé un redressement du taux de marge, sous l'effet de la résorption des effectifs excédentaires. Le répit a toutefois été bref et le taux de marge a subi un nouvel à-coup baissier en 2011, avec le retournement de l'activité qui a interrompu cette normalisation.

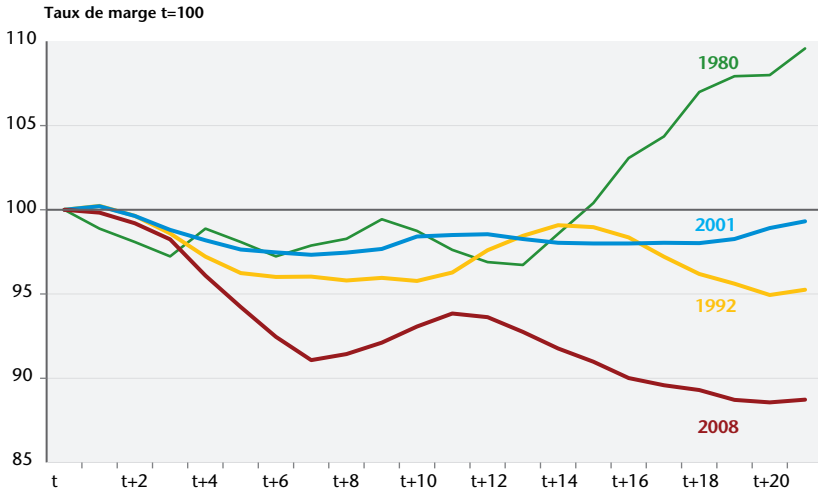
Graphique 8. Taux de marge et taux d'autofinancement des sociétés non financières



Source : INSEE, comptes trimestriels.

Si le niveau du taux de marge est fortement dégradé aujourd'hui, son évolution au cours des dernières années est similaire à celle observée au cours de la crise du début des années 1990 (graphique 9). Au cours de ces deux épisodes conjoncturels, des politiques de rigueur ont succédé à des politiques de relance : après avoir chuté au cours des années 1992-93, le taux de marge s'est redressé au cours des deux années suivantes pour replonger à partir de 1996, à la suite du tournant de la rigueur instauré par le gouvernement Juppé. Le taux de marge des entreprises semble être particulièrement sensible aux politiques de « stop and go » du gouvernement : le redressement des marges ne pouvant se réaliser que dans un contexte de croissance et d'impulsion budgétaire et fiscale neutre ou positive.

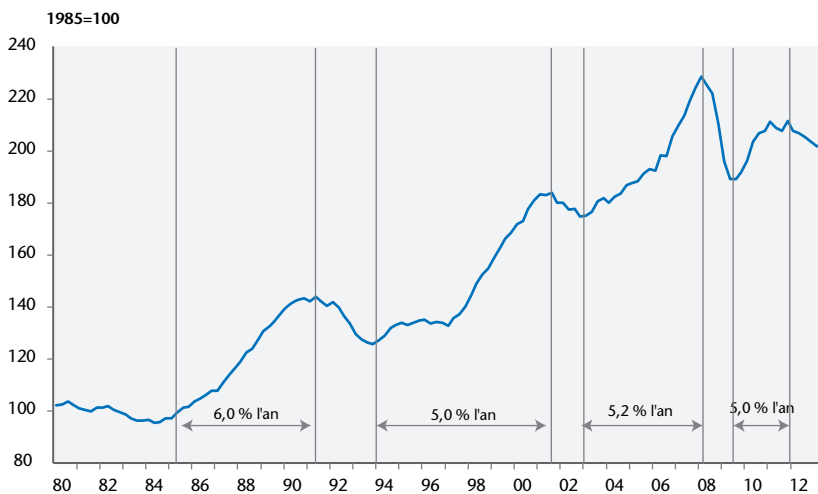
Graphique 9. Évolution du taux de marge des SNF durant les cinq années suivant le pic d'activité



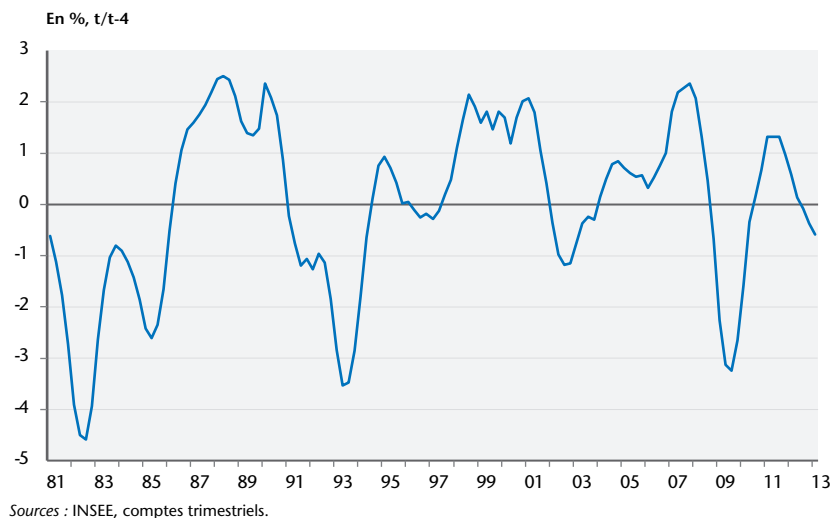
La contraction des débouchés, la dégradation des ratios d'exploitation des entreprises et le durcissement de l'accès aux sources de financement externe ont mis à mal les dépenses d'investissement depuis 2008. Elles se sont effondrées durant la récession, puis redressées à la faveur du rebond conjoncturel de 2009/10 à un rythme équivalent à celui enregistré lors des grandes phases d'accumulation de ces trente dernières années (graphique 10). Cet élan a toutefois été stoppé net par le retournement en baisse de 2011. Les dépenses se sont à nouveau contractées en 2012 et jusque dans la première moitié de 2013, bridées par la politique de rigueur, la persistance de surcapacités, la dégradation des taux de marge et d'autofinancement ainsi que par des conditions difficiles d'accès au crédit.

À l'exemple des années 2010 et 2011, la situation du marché du travail et des ménages rend également compte de ce que la croissance était possible si les politiques de rigueur ne l'avaient pas tuée dans l'œuf. Le rebond du volume horaire dans les secteurs marchands jusqu'en 2012 n'était pas qu'anecdotique et a contribué au redressement du revenu disponible brut réel (graphiques 11 et 12).

Graphique 10. Investissement des entreprises en volume

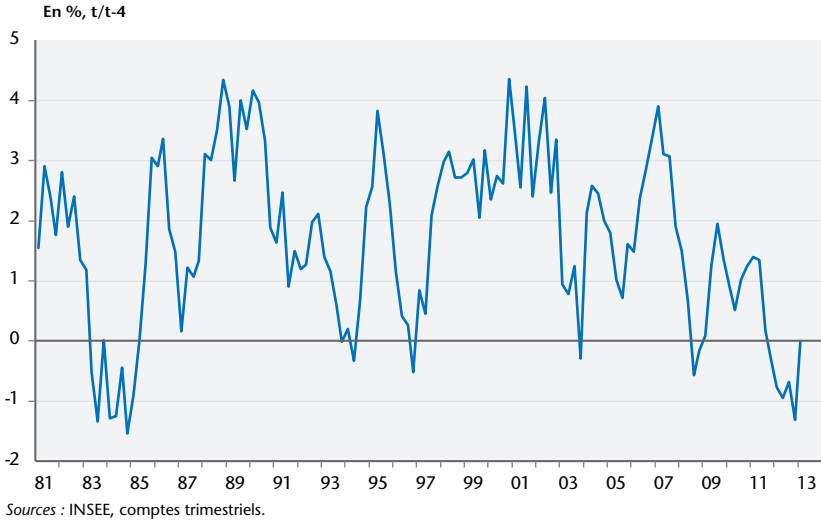


Graphique 11. Volume horaire dans les secteurs marchands non agricoles



Avec le changement de cap de la politique budgétaire, l'embellie a tourné court. Le volume horaire travaillé, sous l'effet du retournement de la production, a renoué avec la baisse, entamant la croissance de la masse salariale. Outre le tassement de sa composante salariale, le revenu disponible brut réel (RDB) des ménages a subi en sus l'augmentation des prélèvements fiscaux institués par les plans successifs de redressement des comptes publics depuis 2010.

Graphique 12. Le pouvoir d'achat du RDB réel



La croissance est possible

Le rebond de l'activité après la récession de 2008/09, +1,6 % en 2010 et +2 % en 2011 en moyenne annuelle, montre que la croissance n'était pas hors de portée en 2012 et en 2013, mais que des facteurs négatifs, dont certains relevaient de décisions volontaristes, l'ont étouffée (tableau 2). Le facteur majeur de l'interruption de la reprise au cours de l'année 2011 est la politique d'austérité mise en place en France dès 2010, puis accentuée en 2011, en 2012 et en 2013 (tableau 2). S'ajoutent à l'effet négatif de la restriction interne les effets restrictifs résultant du freinage de la demande adressée par les partenaires européens menant la même politique.

Selon nos estimations, la politique de rigueur serait à l'origine d'un freinage de la croissance de -0,7 point dès 2010, freinage qui s'est renforcé en 2011 et en 2012 (respectivement -1,5 et -2,0 points) du fait de l'intensification de la rigueur et de multiplicateurs budgétaires élevés. Au frein budgétaire s'est ajouté un frein financier (de 0,3 à 0,4 point de croissance annuelle sur la période) : la mise en place d'une politique monétaire franchement expansionniste, illustrée notamment par la baisse des taux d'intérêt directs s'est heurtée au durcissement des conditions d'octroi de crédit de la part des banques ainsi qu'à la préférence des investis-

seurs pour les placements sans risque illustrée par l'élargissement du *spread* entre les taux sur les placements publics et les taux sur les investissements privés. Au total, en prenant aussi en compte l'effet de la remontée du prix du pétrole après la récession, la croissance spontanée de l'économie française aurait pu s'établir entre 2,4 et 3,5 % au cours des trois dernières années.

Tableau 2. Les freins à la croissance en France, 2010 à 2012

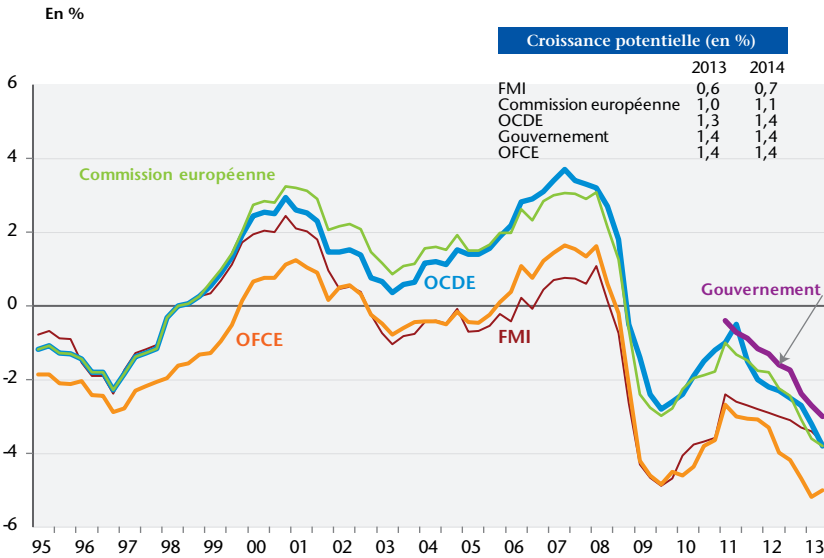
En point de % de PIB

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

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; calculs e-mod.fr.

Cette croissance, si elle avait été réalisée, aurait permis la résorption de l'écart de production fortement négatif que la récession de 2008-2009 avait laissé béant. L'existence de marges de rebond de l'économie française ne fait guère de doute. Certes, la divergence des évaluations à la mi-2013 témoigne de la difficulté à établir un diagnostic précis de la position de l'économie française, notamment de l'effet de la récession de 2008-2009 sur le niveau du PIB potentiel d'un côté et de sa croissance de l'autre. Mais ces divergences sont de second ordre : le diagnostic d'une capacité de rebond reste partagé par la plupart des grandes institutions internationales (graphique 13). Il peut s'appuyer également sur l'observation de l'existence de marges de capacités de production inemployées (graphique 6) et sur les contraintes de demande déclarées par la majorité des entreprises (graphique 7).

Graphique 13. Différentes évaluations de l'écart de production*



Mobiliser l'intégralité de cette capacité de rebond spontané supposerait de neutraliser les chocs qui l'empêchent d'émerger, tout au moins les chocs maîtrisables relevant de décisions de politique économique. La trajectoire de l'économie française en 2014 restera prédéterminée par les impulsions de la politique budgétaire, comme elle l'a été ces trois dernières années.

Moins de rigueur = plus de croissance

La prise de conscience de multiplicateurs budgétaires élevés a été tardive, une fois que l'expérience de l'austérité eût produit ses effets sur l'activité. Face à l'évidence empirique de la survenue d'une nouvelle récession en Europe en 2012 et en 2013, cette austérité n'est plus guère appelée à l'heure actuelle, tant par les observateurs que par les décideurs. À la fin mai 2013, elle a conduit les autorités européennes à alléger le fardeau de l'ajustement en prolongeant le délai imparti pour la correction du déficit excessif de six pays de l'Union, dont l'Espagne, la France, les Pays-Bas et le Portugal. Pour la France, le délai est prolongé de deux ans, fixant l'objectif d'un retour du déficit sous les 3 % du PIB au plus tard en

2015. Ce répit n'aura pas de conséquences pour la politique menée en 2013, le gouvernement ne revenant pas sur le budget initialement voté. Il en résulte un effet de l'impulsion budgétaire interne sur la croissance de 1,4 point de PIB, inchangé par rapport à nos évaluations du printemps (tableau 3).

En revanche, l'allègement des exigences de la Commission offre un ballon d'oxygène au gouvernement pour atténuer l'austérité en 2014. Selon le budget présenté à l'automne 2013, l'effet interne de l'austérité s'atténuerait de 0,5 point entre 2013 et 2014, et dans la mesure où nos partenaires relâcheraient également leur restriction, une amélioration de l'effet transitant par la demande adressée est également attendue. Au total, c'est près d'un point de croissance qui serait regagné en 2014 par rapport à 2013 grâce à l'allègement de la rigueur. La contrepartie en est l'anticipation d'un déficit public plus élevé. Alors que le scénario de mars était bâti sur la convergence vers la cible des 3 % en 2014, le déficit résultant de la présente prévision s'établirait à 3,5 % (encadré 1). La normalisation des conditions monétaires induite par l'atténuation de la crise des dettes souveraines en zone euro devrait desserrer l'accès au crédit pour les agents privés et générer un supplément de croissance de l'ordre de 0,3 point, notamment par la reprise de l'investissement des entreprises non financières.

Tableau 3. Les freins à la croissance en France en 2013 et 2014

En %

	2013	2014
Croissance du PIB	0,2	1,3
Impact sur le PIB dû...		
... aux évolutions du pétrole	-0,3	0,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,2	0,0
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	0,0
... aux politiques d'austérité	-2,2	-1,3
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-1,4	-0,9
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,8	-0,4
... aux conditions financières	0,0	0,3
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	0,0	0,2
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,1
Acquis	-0,1	0,3
Rythme de croissance spontanée hors chocs	2,6	2,6

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

Encadré 1. Des prévisions pour 2014 plus élevées

La révision à la hausse de nos prévisions de croissance pour 2014, de 0,6 % à 1,3 %, ne résulte nullement d'un plus grand « optimisme » de notre part. Elle est principalement le résultat de la prise en compte de la nouvelle donne budgétaire induite par le report du déficit dans la limite des 3 % du PIB à 2015. Selon le projet de budget présenté par le gouvernement en septembre, l'impulsion budgétaire serait de -0,7 % en 2014, contre -1,4 % selon nos estimations de mars 2013. Par rapport à nos prévisions de printemps, l'effet de l'impulsion interne sur la croissance, basée sur un multiplicateur plus fort induit par la réorientation de la rigueur vers les dépenses publiques plutôt que vers les prélèvements, serait ramené de -1,4 à -0,9 point de PIB (tableau 4). Dès lors qu'un grand nombre des partenaires commerciaux européens de la France profiteront aussi du répit offert par la Commission, la rigueur en provenance de l'extérieur devrait elle aussi modérer ses effets sur la croissance en 2014, de -0,6 à -0,4 point de PIB entre nos évaluations de mars et celles de septembre. L'effet négatif cumulé des restrictions internes et externes serait ainsi moindre de 0,7 point de PIB par rapport à notre précédente prévision, ce qui mécaniquement conduit à réviser en hausse de 0,7 point la croissance du PIB pour 2014.

Tableau 4. Nouvelles prévisions budgétaires pour 2014

En points de PIB		Mars 2013	Septembre 2013
PIB		0,6	1,3
Solde des APU		-3,0	-3,5
Impulsion budgétaire efficace	<i>Interne</i>	-1,4	-0,9
	<i>Externe</i>	-0,6	-0,4
	Totale	-2,0	-1,3

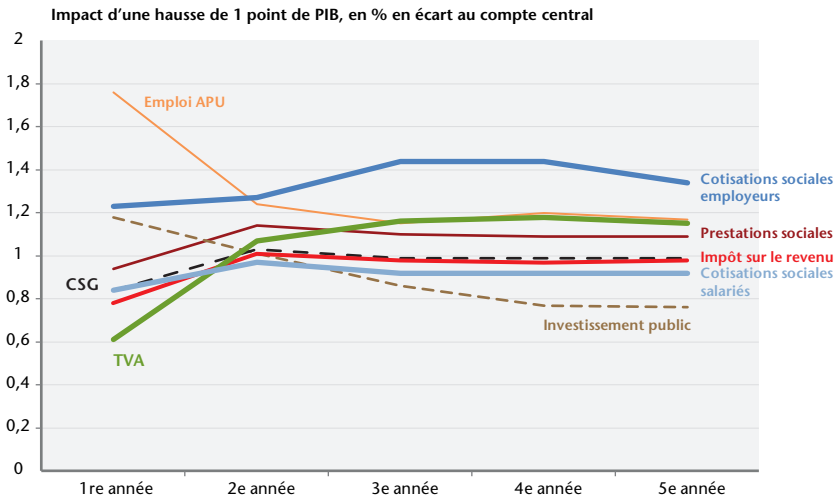
Source : Calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Un changement de structure de la politique budgétaire

Entre 2010 et 2013, la politique de rigueur s'est appuyée sur l'augmentation des prélèvements obligatoires (PO), tant sur les ménages que sur les entreprises. L'année 2014 devrait voir la charge globale de l'ajustement se réorienter vers les dépenses publiques plutôt que vers un nouvel accroissement des prélèvements. Au total, le taux de PO ne devrait plus enregistrer qu'une hausse marginale l'année prochaine, passant de 45,4 % du PIB en 2013 à 45,5 % en 2014, après une augmentation de 1,4 point en 2013.

Mais cette quasi-stabilité d'ensemble masque des évolutions très différenciées selon les agents. Les ménages subiront ainsi des prélèvements supplémentaires de 12 milliards d'euros par le biais de nouvelles augmentations d'impôts dont la principale est la hausse de la TVA au 1^{er} janvier. Les entreprises, quant à elles, verront leurs prélèvements s'alléger de 9 milliards en 2014 à la suite notamment de la mise en œuvre du CICE⁴.

Graphique 14. Multiplicateur selon l'instrument en basse conjoncture



Source : Heyer Eric (2013) : « Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Document de travail de l'OFCE*, à paraître.

Contrairement aux années précédentes, en 2014 l'effort budgétaire portera sur les dépenses, avec un recul programmé de 15 milliards qui représente un effort historique de réduction des dépenses⁵. Cette modification de la structure de l'austérité pourrait conduire à une hausse des multiplicateurs et entamer le bénéfice, en termes d'activité, de l'allègement de la restriction. En situation

4. Le Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi consiste à alléger les charges sociales dues par les entreprises à hauteur de 6 % de la masse salariale (hors cotisations patronales) sur les salaires de moins de 2,5 SMIC sous la forme d'un crédit d'impôt sur les bénéfices. Sa montée en charge sera progressive, avec un taux de 4 % en 2013. Les effets sur la trésorerie des entreprises se feront sentir avec une année de décalage, la baisse des charges en 2013 étant restituée sous forme de crédit d'impôt sur les bénéfices de 2013 au moment de l'exigibilité de cet impôt, c'est-à-dire en 2014. Pour plus de détails, se référer à M. Plane, « Évaluation de l'impact macroéconomique du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi », Dossier Coût du Travail et Emploi, in *Revue de l'OFCE/Débats et Politique*, 2012, 126, pp. 141-153.

5. Pour plus de détails, se référer à la partie Finances Publiques.

de bas de cycle, nos simulations montrent en effet que les multiplicateurs associés aux mesures budgétaires portant sur les dépenses sont, à court terme, plus élevés que les multiplicateurs associés aux prélèvements (graphique 14). C'est le cas pour l'emploi dans les administrations publiques, pour les prestations sociales et pour l'investissement public.

Feu de paille au deuxième trimestre

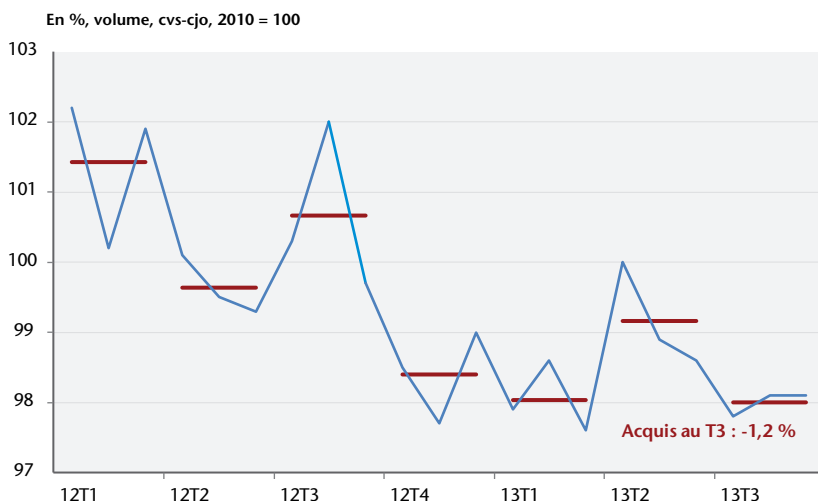
En cet automne 2013, le climat conjoncturel est moins déprimé qu'il ne l'a été depuis deux ans. Les enquêtes de conjoncture se sont redressées depuis quelques mois, et les comptes trimestriels affichent au deuxième trimestre 2013 la croissance du PIB la plus forte depuis le premier trimestre 2011. À l'heure actuelle, il est trop tôt pour voir dans cette performance le signal d'une reprise durable de l'économie française. Elle s'appuie d'abord sur un rebond de la consommation des ménages, stimulée par la mauvaise météo du printemps et par une contribution positive des variations de stocks. L'investissement des sociétés non financières est, quant à lui, resté stable et le commerce extérieur a enregistré une contribution nulle à la croissance.

Une telle performance semble ne pas pouvoir être reconduite dans la deuxième moitié de l'année, d'abord parce qu'il serait prématuré de parler de reprise au seul vu de la croissance du deuxième trimestre, ensuite parce que les données conjoncturelles disponibles pour le troisième trimestre font état d'une rechute de l'activité. Le fort rebond de l'indice de production manufacturière au deuxième trimestre, +1,4 %, s'est concentré sur le seul mois d'avril avec une hausse de 2,5 %, suivie de trois mois consécutifs de recul qui, en août, ont ramené l'indice à son point de départ du premier trimestre (graphique 15). L'acquis de croissance pour le troisième trimestre est ainsi négatif, à -1,2 %. De même la consommation des ménages en biens, qui avait rebondi de 0,3 % au deuxième trimestre, affiche un acquis de croissance négatif pour le troisième trimestre, à -0,2 %.

Pour la fin de l'année 2013, la consommation pourrait toutefois retrouver des couleurs sous l'effet d'achats d'anticipation avant la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2014, de la fin de la période de déblocage de l'épargne salariale qui pourrait accélérer les retraits avant

l'échéance de la mesure au 31 décembre 2013, et enfin du durcissement annoncé du malus écologique automobile au 1^{er} janvier 2014, susceptible de déclencher une vague d'achats d'automobiles avant l'instauration de conditions moins avantageuses.

Graphique 15. Indice de production manufacturière



Sources : INSEE, calculs OFCE données mensuelles, dernier point août 2013.

Du côté de l'investissement, il est peu probable que les dépenses redémarrent d'ici à la fin de l'année. Selon l'enquête sur les investissements dans l'industrie, les industriels anticipaient en juillet un recul de 6 % de leur formation brute de capital fixe pour 2013. L'étalonnage de cet indicateur sur un agrégat plus large, l'investissement de l'ensemble des entreprises non financières mesuré par les comptes trimestriels montre que la donnée issue de l'enquête ne laisse plus attendre de fort recul dans la seconde moitié de 2013 : la baisse induite des dépenses serait de l'ordre de 3 % pour 2013, déjà comprise pour l'essentiel dans l'acquis de croissance de -2 % issu des comptes nationaux du deuxième trimestre.

La croissance par la reprise de l'investissement

En 2014, la croissance devrait s'établir sur des bases plus stables qu'au second semestre 2013, moins du fait d'une reprise de la consommation ou des exportations que d'un plus grand dynamisme de l'investissement.

Hormis un rebond probable de la consommation au quatrième trimestre impulsé par des achats d'opportunité, la dépense des ménages ne pourra pas soutenir la reprise en 2014. Le revenu disponible brut réel accélérera un peu par rapport à 2013, mais sa croissance réelle sera rognée par le regain d'inflation lié à la hausse de la TVA (tableau 5). Selon nos estimations et en supposant que les entreprises ne répercutent pas en baisse des prix les allègements d'impôts, le CICE sera à l'origine d'un supplément d'inflation de 0,4 point qui amputera la croissance réelle du RDB et de ses composantes. Ainsi, la masse salariale nette ralentirait en termes réels, de 0,8 à 0,3 % entre 2013 et 2014, alors qu'en termes nominaux elle accélérerait, faiblement, de 1,4 à 1,6 % grâce aux créations d'emplois dans les secteurs non marchands et à la moindre hausse du chômage qui favorisera l'accélération des salaires individuels. Mais la croissance des salaires restera bridée par la faiblesse de l'emploi dans les secteurs marchands malgré les politiques d'abaissement du coût du travail qui limiteront les pertes, le rebond de la production s'appuyant sur les gains de productivité et non pas sur l'embauche, compte tenu de l'écart de productivité à combler et du redressement attendu du taux de marge⁶.

Tableau 5. Croissance du revenu réel des ménages

Moyenne annuelle, en %

	2012	2013	2014	1990-2009
Revenu disponible brut	-0,9	0,7	0,8	1,9
<i>dont :</i>				
Masse Salariale brute	0,0	0,8	0,3	1,9
Cotisations sociales	2,0	1,7	2,1	0,9
Prestations sociales	2,1	2,3	1,7	2,5
EBE ménages purs + EBE des EI*	-0,3	1,3	1,8	1,4
Dividendes et intérêts nets	-1,3	-0,4	1,6	2,0
Impôts (y.c. CSG et ISF)	8,2	3,7	1,8	4,0
Déflateur de la consommation	1,9	0,8	1,6	1,5
Consommation (volume)	-0,4	0,3	0,8	1,7
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,6	16,0	16,0	15,1

* Entrepreneurs individuels.

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

6. Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à la partie « Marché du travail ».

Encadré 2. Le CICE

En écho à ce qui est considéré comme un succès de la stratégie économique de l'Allemagne engagée dans les années 2000, l'instauration d'un dispositif de TVA sociale avait été décidée par le gouvernement Fillon pour améliorer la compétitivité-prix des entreprises françaises à l'exportation. Le nouveau gouvernement a abrogé ce texte pour finalement, à la suite du rapport Gallois, en proposer une nouvelle mouture fondée sur la même logique. Son principe consiste à diminuer les prélèvements obligatoires sur les entreprises, qui peuvent ainsi baisser leurs prix de vente, et à financer le manque à gagner pour les finances publiques à hauteur de 60 % par une augmentation de la TVA, à priori neutre pour le consommateur : la hausse des prix liée à l'alourdissement de la TVA est sensée être compensée par la baisse des prix hors-taxa des produits nationaux. Par contre, la baisse des prix subsiste pour les produits exportés, et c'est là que réside l'avantage d'une telle mesure pour l'économie. Une partie de la mesure est quand même supportée par le consommateur qui subit la hausse des prix des produits importés si les producteurs étrangers ne répondent pas à l'augmentation du prix TTC de leurs produits sur le marché national où ils sont écoulés. Mais, à plus long terme, ce renchérissement peut aussi avoir des effets concurrentiels favorables en incitant les consommateurs à reporter leurs achats sur les biens nationaux et les producteurs français à développer la production sur le territoire.

Dans les circonstances actuelles où les taux de marge et d'autofinancement des entreprises sont très dégradés, nous avons supposé que la hausse de la TVA dans le cadre du CICE se répercuterait intégralement sur l'indice des prix, les entreprises profitant du crédit d'impôts pour améliorer leurs ratios financiers, se désendetter et embaucher plutôt que pour baisser leurs prix sur le marché intérieur. En outre, la mesure étant financée à 40 % par des économies sur les dépenses publiques, l'impulsion budgétaire négative qui en résultera aura un effet négatif sur l'activité. Les bénéfices pour l'exportation de l'amélioration de la compétitivité-prix, dont on peut penser par ailleurs qu'ils ne seront pas immédiats, seraient ainsi neutralisés par l'effet négatif généré par son financement. Le CICE pourra toutefois favoriser la reprise de l'investissement en desserrant la contrainte de financement des entreprises. Mais à plus long terme, l'effet sur l'investissement est incertain car le CICE, qui abaisse le coût du travail, favorisera la substitution du travail au capital.

En 2012, face à un recul du RDB réel de -0,9 %, la consommation n'a baissé que de 0,4 %, l'épargne s'interposant comme amortisseur de l'effet des fluctuations du revenu sur la consomma-

tion. Le taux d'épargne s'est ainsi replié de -1,1 point entre la fin 2011 et la fin 2012. Mais cette baisse revêtait une autre signification que celle qui s'était opérée entre 2002 et 2008, quand la forte hausse de l'immobilier stimulait les dépenses des ménages au-delà de la croissance de leur revenu (tableau 6).

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

En point	2002-2008	2009-2011	2012	2013*	2014*
Variations réalisées/estimées	-0,7	0,5	-0,4	0,4	0,0
Écart critique ($g - r$)**	0,1	0,5	0,1	0,1	0,0
Effet richesse immobilière	-1,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Variation du chômage	0,0	0,4	0,2	0,2	0,0
Ralentissement du revenu	-0,2	-0,2	-0,6	0,1	-0,1
Mesures Sarkozy ¹	-0,1	-	-	-	-
Réforme fiscale	0,5	-	-	-	-

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

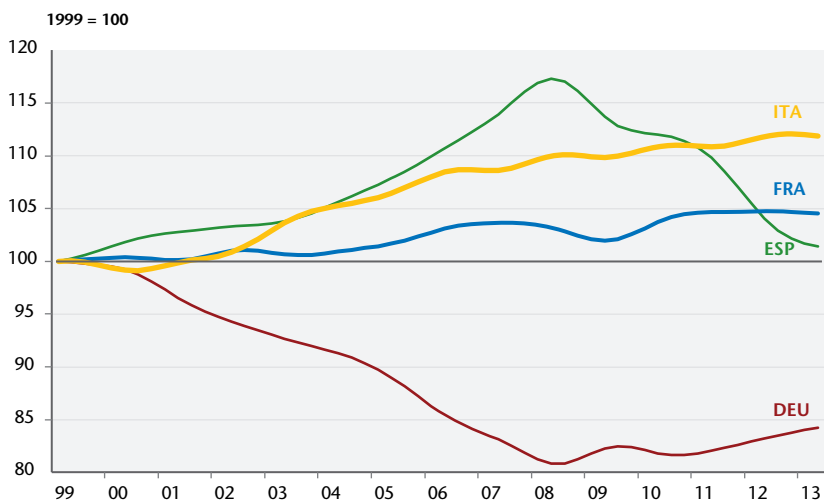
**L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages (g) et le taux d'intérêt à long terme (r). Cet écart illustre la capacité des ménages à emprunter.

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

Elle traduisait la dégradation de la situation des ménages avec l'accentuation de la contrainte budgétaire et la nécessité, pour maintenir la consommation face à la baisse du revenu, de réduire les flux d'épargne. La meilleure tenue du RDB en 2013 et 2014, ainsi que l'interruption de la hausse du taux de chômage, joueront dans le sens de la stabilisation du taux d'épargne. Il remonterait ainsi en 2013 pour se stabiliser en 2014.

Le commerce extérieur n'apparaît pas davantage à même de pouvoir soutenir une reprise de l'activité. Certes, la réanimation de l'activité en zone euro dopera la demande adressée aux exportateurs nationaux, mais les parts de marché françaises devraient souffrir de la concurrence accrue de l'Espagne, même si la position concurrentielle de la France s'améliore un peu vis-à-vis de l'Allemagne (graphique 16).

Graphique 16. Coûts salariaux unitaires dans les principaux pays européens

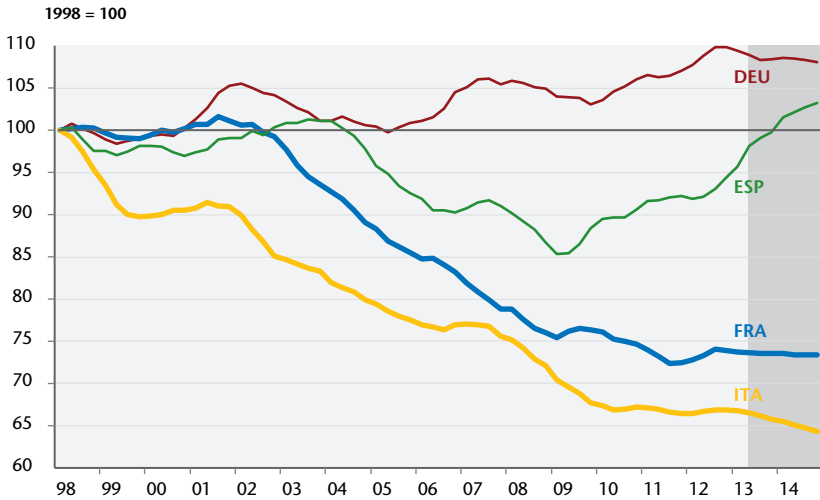


Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'Espagne, où le chômage a atteint des niveaux record, a basculé dans la déflation salariale et bénéficie en retour d'une amélioration de sa compétitivité propre à doper ses parts de marché au détriment des pays comme la France où le chômage est moindre et où les coûts salariaux sont de ce fait plus résistants à la baisse. En revanche, le commerce extérieur amputerait la croissance en Allemagne : d'une part, les importations seront tirées par une demande interne plus dynamique que celle des partenaires commerciaux de l'Allemagne, ce qui profitera aux exportateurs français, d'autre part l'Allemagne perdrait un peu de parts de marché dans un contexte de progression salariale soutenue et de remontée des coûts salariaux unitaires. Au final, les parts de marché françaises seraient quasiment stables à l'horizon de la prévision (graphique 17).

Le seul élément susceptible d'asseoir la croissance de l'activité est l'investissement des entreprises après 7 trimestres de repli sur les 9 derniers trimestres. Le constat est plus négatif encore à l'examen du taux d'investissement, puisqu'au deuxième trimestre 2013, ce dernier n'est pas plus élevé qu'en 2006. Comme on l'a vu plus haut, les informations conjoncturelles disponibles sur l'investissement ne laissent pas attendre de hausse des dépenses dans la seconde moitié de 2013, et même encore un recul.

Graphique 17. Parts de marché à l'exportation des principaux pays européens



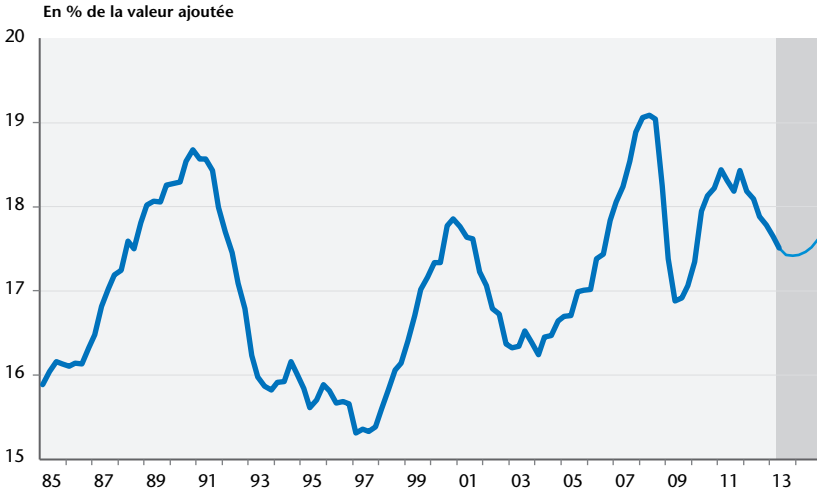
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les conditions paraissent toutefois réunies pour envisager un redémarrage des dépenses en 2014. La baisse de l'investissement a en effet probablement entamé les capacités de production, tant en volume qu'en qualité. C'est en tout cas ce que suggère l'évolution récente des marges de capacité de production sans investir qui, à la différence des marges sans embauche, se sont tendues en 2012 et en 2013 (graphique 6). Si le modeste rebond de la croissance en 2014 ne justifie pas une reprise soutenue de l'investissement d'extension des capacités, les dépenses pourraient davantage répondre à la nécessité de renouveler et de moderniser le stock de capital, les décisions en ce sens ayant été différées par la dégradation du taux d'autofinancement et les difficultés d'accéder aux financements externes. Ce diagnostic n'est d'ailleurs pas propre à la France mais s'applique aussi aux autres pays de la zone euro. Il induit, une fois ces contraintes surmontées, l'enclenchement d'une phase de rattrapage à même de générer un nouveau cycle d'investissement à l'échelle européenne, cycle dont la France ne restera pas absente.

Les blocages précédents pourraient se lever progressivement en 2014, grâce au CICE qui majorera directement les ressources internes des entreprises, à la normalisation des conditions monétaires et à la meilleure tenue des marchés boursiers qui faciliteront

le recours aux financements externes. La reprise de la formation de capital reposerait donc prioritairement sur l'investissement de renouvellement-modernisation. Le taux d'investissement se stabiliserait dans la seconde moitié de 2013 avant de se redresser en 2014. Ce retournement resterait toutefois modeste et très en-deçà des reprises précédentes.

Graphique 18. Taux d'investissement des SNFEI



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

L'existence d'importantes marges de production sans embauche au sein des entreprises s'oppose à l'enclenchement d'une dynamique de croissance par l'emploi, la baisse du chômage et la distribution de revenus salariaux. En effet, pour répondre au supplément de production anticipé en 2014, les entreprises vont d'abord puiser dans leurs réserves de productivité. La contrepartie de cette inertie de l'emploi marchand sera un redressement du taux de marge des entreprises, mis à mal par les soubresauts conjoncturels de ces cinq dernières années. L'emploi marchand serait donc quasi stable l'année prochaine (tableau 7). Après 120 000 pertes en 2013, cette relative amélioration est notable, mais elle devra beaucoup à la réactivation de la politique de l'emploi.

En effet, sans le CICE, qui constitue une mesure d'abaissement du coût du travail et devrait créer 46 000 emplois en 2014 selon nos estimations, et sans le contrat de génération dont on peut

attendre 20 000 emplois supplémentaires, l'emploi marchand aurait continué à reculer significativement de 78 000 postes en 2014. La politique de l'emploi mobilisera aussi le traitement social du chômage, *via* les contrats aidés dans le secteur non marchand. En perte de vitesse en 2012, ces formules ont été relancées en 2013 pour atténuer la hausse du chômage et seront étendues en 2014 par la hausse du stock de contrats d'avenir et par la montée en charge des contrats uniques d'insertion et des contrats d'accompagnement dans l'emploi (CUI-CAE). Au total, on peut attendre une hausse de l'emploi non marchand de 96 000 postes en 2014⁷.

Tableau 7. Évolution du marché du travail en France

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

	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Population active observée	210	45	178	200	83	116
Emploi total	-321	128	130	-66	-91	41
- <i>Emplois marchands</i>	-347	65	104	-64	-121	-12
- <i>Emplois aidés non marchands</i>	38	44	-74	6	82	96
- <i>Autres emplois</i>	-12	19	100	-8	-52	-44
Chômage au sens du BIT	531	-83	48	266	174	75
Taux de chômage	9,6	9,2	9,3	10,1	10,6	10,9

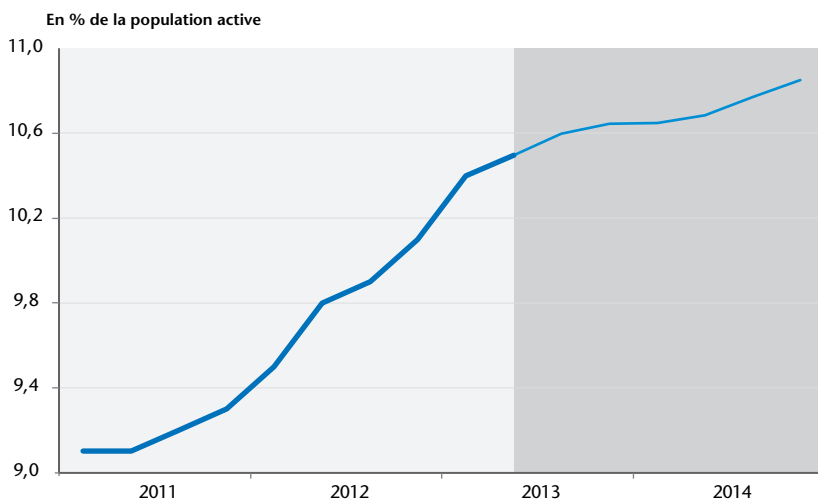
* Prévision OFCE, octobre 2013.

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

Cette carte jouée par le gouvernement ne devrait toutefois pas lui permettre de remporter son pari d'inverser la courbe du chômage l'année prochaine, même si sa stabilisation attendue au tournant de 2013 et de 2014 offrira un répit. Il ne sera que la résultante de la montée en charge des dispositifs de traitement social, concentrée sur la fin 2013 et le début 2014. Dès le deuxième trimestre 2014, le marché du travail ne pourra à nouveau plus absorber les flux d'arrivée de population active, et le nombre de chômeurs repartira à la hausse. Le chômage au sens du Bureau international du travail s'élèverait ainsi encore de 75 000 personnes en 2014 et le taux de chômage gagnerait encore 0,3 point pour s'établir à 10,9 % de la population active à la fin 2014 (graphique 19).

7. Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à la partie « Marché du travail ».

Graphique 19. Taux de chômage au sens du BIT



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

Synthèse

Une conjoncture exécrable et une situation de quasi-récession auront été le prix fort à payer pour réduire de 4,0 points de PIB le déficit public sur cinq ans. Ce dernier passerait ainsi de 7,5 % du PIB en 2009 à 3,5 % en 2014. Cet assainissement budgétaire aura été obtenu grâce un effort structurel de 5,6 points de PIB sur la période 2010-14, dont 5,1 points sur la seule période 2011-14.

Au total, l'économie française devrait connaître une quasi-stabilité de son activité à l'horizon 2014 : en moyenne annuelle, la croissance du PIB français serait de 0,2 % en 2013 et de 1,3 % en 2014. En s'établissant à un rythme très éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail⁸ (tableaux 7 et 8). Le taux de chômage devrait ainsi continuer d'augmenter régulièrement pour atteindre 10,9 % de la population active fin 2014.

8. Pour plus de détails, se référer à la partie « Marché du travail »

Par ailleurs, le déficit des administrations publiques devrait s'établir à 4,1 % du PIB en 2013 et 3,5 % en 2014, après 4,8 % en 2012, portant la dette publique à 93,3 % du PIB en 2013 et à 94,9 % en 2014, contre 90,2 % en 2012⁹ (tableau 8).

Tableau 8. Résumé de la prévision pour 2013 et 2014

En %, moyenne annuelle

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

* Prévision OFCE octobre 2013.

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

9. Pour plus de détails se référer à la partie « Finances Publiques ».

2. Marché du travail

66 000 emplois ont été détruits en 2012. La stabilisation des emplois aidés dans le secteur non marchand (+6 000 emplois – cf. tableau 9) n'a ainsi pas permis de compenser les destructions d'emplois dans le secteur marchand (-64 000 emplois). Au premier semestre 2013, la dégradation du marché du travail s'est poursuivie, les destructions d'emplois dans le secteur marchand continuant au même rythme que celui observé au deuxième semestre 2012 (-28 000 emplois en moyenne chaque trimestre). Le nombre de chômeurs a donc poursuivi sa progression (+113 000 personnes), portant le taux de chômage en France métropolitaine à 10,5% de la population active au deuxième trimestre 2013, contre 9,8% un an auparavant. Sur l'ensemble de l'année, la dégradation de l'emploi total sera toutefois freinée par une forte augmentation des emplois aidés dans le secteur non marchand (+82 000 emplois), soutenue notamment par la montée en charge des emplois d'avenir au second semestre.

Tableau 9. Emploi et chômage

Variations annuelles, en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Population active observée	210	45	178	200	83	116
Emploi total	-321	128	130	-66	-91	41
- Emplois marchands	-347	65	104	-64	-121	-12
- Emplois aidés non marchands	38	44	-74	6	82	96
- Autres emplois	-12	19	100	-8	-52	-44
Chômage	531	-83	48	266	174	75
Taux de chômage au T4 (en %)	9,6	9,2	9,3	10,1	10,6	10,9

* Prévision OFCE octobre 2013.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE.

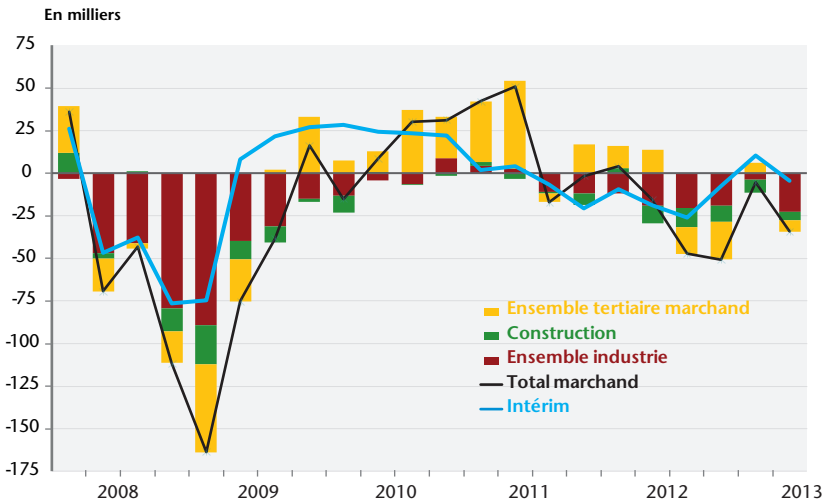
À l'horizon 2014, le redressement progressif du cycle de productivité en phase de retour à la croissance pèsera encore sur l'emploi marchand. La politique de l'emploi compensera les destructions, notamment par la création d'emplois aidés dans le secteur non-marchand – emplois d'avenir, contrats d'accompagnement dans l'emploi. Ces dispositifs ne parviendront pourtant pas à inverser la courbe du chômage, et le taux de chômage poursuivra sa hausse en 2014 du fait de la croissance de la population active.

Emploi marchand : la dégradation se poursuit dans l'industrie

La rechute de la croissance économique mi-2011 s'est accompagnée d'une accélération des destructions d'emplois de trimestre en trimestre. Les destructions d'emplois dans l'industrie ont de nouveau accéléré au deuxième trimestre, particulièrement dans l'industrie, tandis qu'elles ralentissent dans la construction. Début 2013, l'emploi dans l'intérim a néanmoins enregistré une hausse pour la première fois depuis deux ans, avant de rechuter au deuxième trimestre.

Le graphique 20 montre la décomposition de l'évolution de l'emploi entre les différents secteurs, après réaffectation de l'emploi intérimaire aux secteurs utilisateurs. Il apparaît que l'industrie demeure le secteur le plus sinistré (-0,7 % au deuxième trimestre 2013). Le secteur des services, stable au premier semestre 2013, résiste mieux à la dégradation de la conjoncture. Les indicateurs les plus récents – offres d'emplois collectées par Pole emploi, indicateurs d'intentions d'embauches... – indiquent un marché du travail à l'arrêt jusqu'à l'été 2013, malgré le rebond de croissance au deuxième trimestre.

Graphique 20. Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim



Source : DARES

Les sureffectifs annoncent une croissance sans emploi

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur le cycle de productivité (encadré 3) : 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, ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation de la productivité. Ce n'est que dans un second temps qu'elles procèdent à des suppressions de postes. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par celui de la productivité, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement passé le creux d'activité.

Encadré 3. Une modélisation de l'emploi par secteur

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. Le cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé ces équations pour les secteurs de l'industrie, des services marchands et pour l'ensemble du secteur marchand. Elles sont estimées sur la période 1980-2010, avec une fréquence trimestrielle. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance linéaire – qui comporte une rupture au quatrième trimestre 1992, ainsi qu'une rupture au premier trimestre 2002 –, 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.

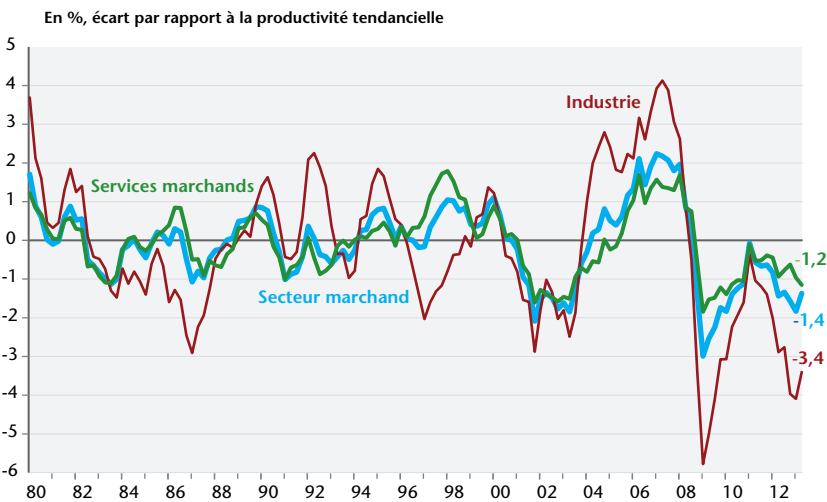
$$\begin{aligned}
 & d \log L_{s,t} \\
 &= \alpha_{s,1} \times d \log Q_{s,t} + \alpha_{s,2} \times d \log Q_{s,t-1} - \alpha_{s,3} \times d \log HL_{s,t-1} \\
 & - \lambda \left(\log \left(\frac{L_{s,t-1}}{Q_{s,t-1}} \right) - \beta_{s,1} \log \left(\frac{W_{s,t-1}}{P_{s,t-1}} \right) - \beta_{s,2} \log HL_{s,t-1} - \beta_{s,3} \times t - \beta_{s,4} \times t_{92} - \beta_{s,5} \times t_{02} \right) \\
 & \qquad \qquad \qquad \text{relation de long terme} \\
 & + \varepsilon_{s,t}
 \end{aligned}$$

- avec s représentant le secteur (industrie, service, secteur marchand)
 L représentant l'emploi salarié du secteur marchand
 Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand
 HL représentant la durée du travail du secteur marchand
 W représentant le salaire par tête dans le secteur marchand
 P représentant l'indice des prix à la consommation

Dans les trois équations, les variables ont toutes des coefficients significativement différents de 0, et avec le signe attendu. Les statistiques de *student* associées aux coefficients des relations de long terme valident l'hypothèse de relations de cointégration entre ces variables. Ces équations estiment les tendances de productivité de long terme à 2,4 % par an jusqu'en 1992 pour l'ensemble du secteur marchand (1,2 % pour les services et 3,3 % pour l'industrie), et 0,9 % après 2002 (0,7 % pour les services et 1,1 % pour l'industrie). Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Nous avons estimé des équations d'emploi sectorielles et présentons sur le graphique 21 les cycles de productivité dans les secteurs de l'industrie, des services marchands, et pour l'ensemble du secteur marchand. Il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et fin 2010, la rechute de l'activité a à nouveau tiré la productivité à la baisse à partir du premier trimestre 2011. Le cycle a donc repris sa chute, se rapprochant début 2013 – après un premier trimestre de baisse de l'activité de -0,1 % du PIB – des plus bas historiques enregistrés en 2009, avant de débiter son redressement au deuxième trimestre 2013. C'est dans l'industrie que la productivité demeure la plus dégradée, avec un cycle à -3,4 % de la tendance, contre -1,2 % dans

Graphique 21. Cycles de productivité par tête

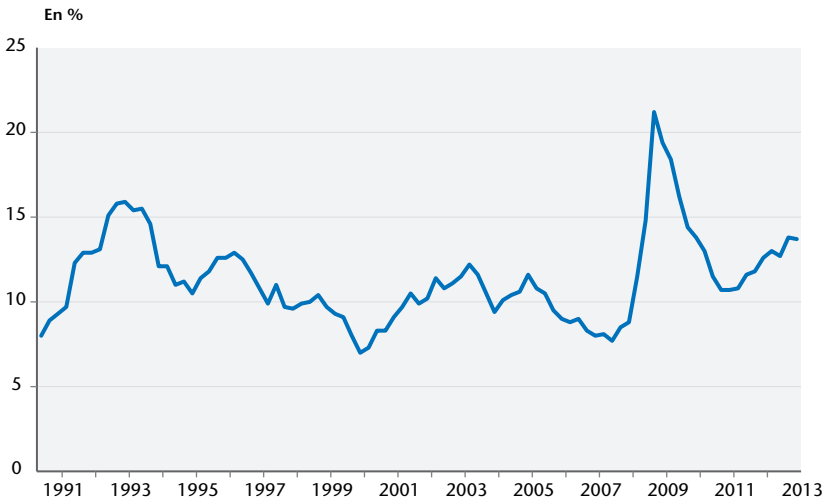


les services marchands, et -1,4 % dans l'ensemble du secteur marchand. Un tel niveau du cycle de productivité implique qu'il subsiste au sein des entreprises des sureffectifs abondants, représentant 250 000 emplois dans le secteur marchand.

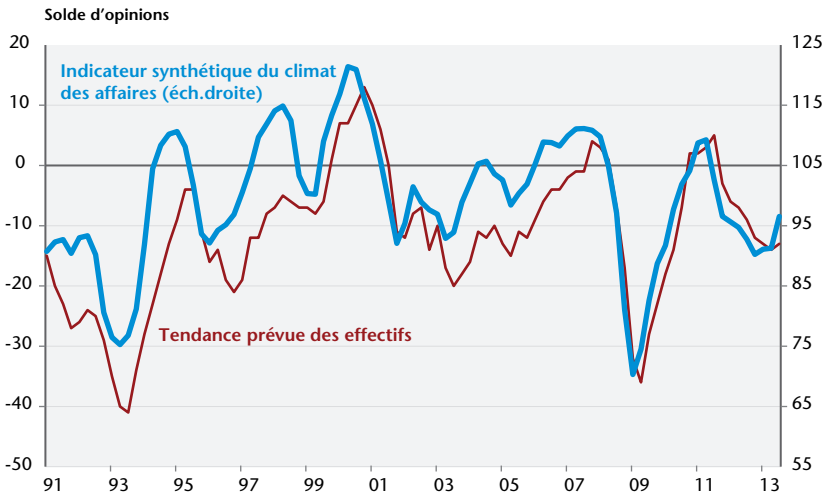
Il existe néanmoins une incertitude importante concernant la tendance de productivité de sortie de crise. Au vu de la reprise de l'emploi d'une intensité surprenante lors du rebond de croissance de 2010, il est possible que le chemin de productivité soit désormais moins dynamique et que le cycle de productivité s'avère par conséquent moins dégradé que nous ne l'envisagions. Pour autant, un ensemble d'éléments convergent dans le sens de cycles de productivité encore dégradés.

Les enquêtes de conjoncture montrent ainsi que les entreprises s'estiment toujours en surcapacité de production. Les marges de production sans embauche dans l'industrie manufacturière demeurent à un niveau élevé, supérieures de 2,4 points à leur moyenne de longue période (graphique 22). Le solde d'opinion sur la tendance prévue des effectifs dans l'industrie manufacturière reste aussi largement négatif alors que le climat des affaires s'améliore dans le même temps, ce qui atteste de la présence de sureffectifs dans un certain nombre d'entreprises (graphique 23).

Graphique 22. Marges de production sans embauches supplémentaires



Graphique 23. Tendence prévue des effectifs et indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie manufacturière

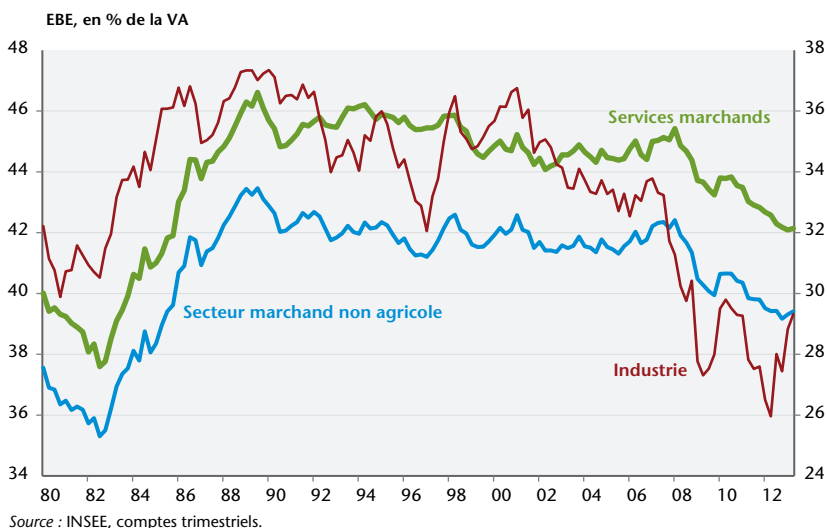


Sources : INSEE, Enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie ; Opinion des industriels - enquête mensuelle.

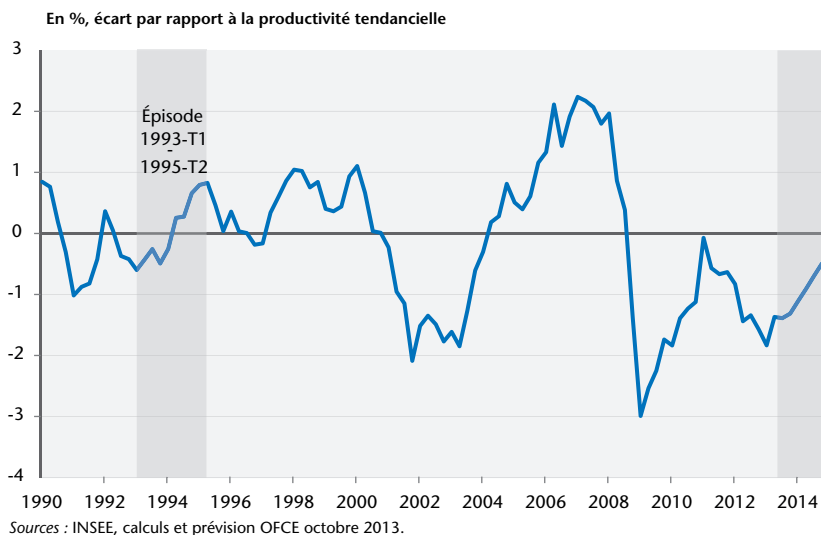
Les taux de marge des entreprises demeurent aussi extrêmement bas. Le graphique 24 détaille l'évolution des taux de marge dans les secteurs des services marchands et dans l'ensemble du secteur marchand. Dans tous les secteurs, les taux de marges des entreprises demeurent bien en deçà de leur moyenne de long terme. L'industrie est particulièrement touchée, conséquence des fortes surcapacités de production en présence dans le secteur.

Compte tenu de la présence de sureffectifs dans les entreprises et de l'accélération de la croissance à partir du dernier trimestre 2013, nous avons fait l'hypothèse d'une augmentation progressive de la productivité par rapport à sa tendance. Elle augmenterait de 0,2 point supplémentaire par trimestre par rapport à sa tendance estimée en 2014, ce qui implique une fermeture du cycle de productivité en 2015, au-delà de notre horizon de prévision. Ce rythme est similaire au rythme de fermeture du cycle de productivité observé entre 1993 et 1995. Il implique un redémarrage de la croissance sans créations d'emplois dans le secteur marchand à l'horizon 2014, ce qui bridera la hausse des salaires.

Graphique 24. Taux de marge sectoriel



Graphique 25. Cycle de productivité par tête – Secteur marchand



Quel impact de la politique de l'emploi ?

Face à cette perspective de croissance sans emploi, le gouvernement a pris un certain nombre de mesures qui viendront atténuer l'impact du redressement spontané du cycle de productivité sur

l'emploi marchand. *Via* la baisse du coût du travail sur les bas salaires, le CICE et le contrat de génération permettront en effet de ralentir les destructions d'emplois marchand, et les emplois d'avenir de compenser en partie ces destructions par des créations d'emplois dans le secteur non-marchand.

CICE

À la suite de la remise du rapport Gallois, le gouvernement a annoncé l'instauration du Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi (CICE), visant à restaurer la compétitivité des entreprises françaises. Ouvert à toutes les entreprises, le CICE sera égal à 6 % de la masse salariale, hors cotisations patronales, correspondant aux salaires de moins de 2,5 SMIC. Selon l'évaluation réalisée par Mathieu Plane (2012) à l'aide du modèle *e-mod.fr*, le CICE diminuerait en moyenne de 2,6 % le coût du travail du secteur marchand : l'impact sectoriel le plus fort sur le coût du travail serait dans la construction (-3,0 %), l'industrie (-2,8 %) et les services marchands (-2,4 %). En abaissant le coût du travail pour les bas salaires, le CICE créerait donc de l'emploi, à la fois en favorisant la substitution du travail au capital, et grâce aux gains de compétitivité.

Selon nous, le CICE créerait en 2018, soit cinq ans après sa mise en place, 152 000 emplois permettant une baisse du taux de chômage de 0,6 point. À l'horizon de notre prévision, il créerait 46 000 emplois, soit deux fois moins que la prévision du gouvernement (91 000).

Contrat de génération

Cette mesure vise à la fois le chômage des jeunes (moins de 26 ans) et celui des seniors (plus de 57 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 il est détaillé dans la *Note de l'OFCE* de juillet 2012 sur « l'Évaluation du projet économique du quinquennat 2012-2017 », 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 même en l'absence de la mesure. Les modalités de mise en œuvre devraient limiter ce risque : les aides liées à la mise en place du contrat de génération seront ainsi 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. Par ailleurs, le montant forfaitaire de 2 000 euros correspond à une exonération totale des charges patronales au niveau du SMIC, et dégressive en proportion du salaire au-delà. Cela permet donc de limiter l'effet d'aubaine, dans la mesure où l'élasticité de l'emploi au coût du travail est plus élevée pour les bas salaires.

L'évaluation des effets de la mesure effectivement décidée correspondrait donc à l'hypothèse la plus favorable que nous avons retenue, à savoir 99 000 créations d'emplois dans le secteur marchand pour la signature de 500 000 contrats de génération. La mise en place de ces contrats est étalée sur l'ensemble du quinquennat. En septembre 2013, 10 000 contrats de génération avaient déjà été signés. Sous l'hypothèse d'une montée en charge progressive d'ici la fin 2013 (20 000 contrats signés), et de 100 000 contrats signés en 2014, cela correspondrait à une création nette de près de 4 000 emplois en 2013 et d'environ 20 000 emplois en 2014.

Au final, les créations d'emplois marchands associées à ces deux dispositifs atténueront le rebond du cycle de productivité et limiteront les destructions d'emploi marchand à -12 000 en 2014, contre -78 000 emplois détruits obtenus dans nos simulations sans tenir compte de la politique de l'emploi.

Emploi non marchand : augmentation du stock d'emplois aidés

En 2012, face à la dégradation du marché du travail, 410 000 contrats aidés ont été signés, stabilisant le nombre d'emplois aidés fin 2012 à 217 000 contre 210 000 fin 2011 (tableau 10). La montée en charge des emplois d'avenir et l'effort porté sur les CUI-CAE en 2013-2014 se traduiront par une hausse sensible de ce type d'emploi dans le secteur non marchand (graphique 26). Cette hausse viendra amortir l'impact négatif des destructions d'emploi

dans le secteur marchand et celui de la hausse de la population active sur le chômage.

Tableau 10. Contrats aidés dans le secteur non marchand

En fin d'année (T4)

		CAE	CA	CUI-CAE	EAV	TOTAL
Entrées (en milliers)	2007	248,0	113,2	0,0	0,0	361,2
	2008	169,0	106,3	0,0	0,0	275,3
	2009	260,3	98,0	0,0	0,0	358,3
	2010	0,0	0,0	377,0	0,0	377,0
	2011	0,0	0,0	356,6	0,0	356,6
	2012	0,0	0,0	400,6	0,0	400,6
	2013	0,0	0,0	395,0	68,8	463,8
	2014	0,0	0,0	311,0	72,5	383,5
Effectifs (en milliers)	2007	165,6	88,4	0,0	0,0	254,0
	2008	103,3	81,4	0,0	0,0	184,7
	2009	156,4	70,1	0,0	0,0	226,5
	2010	19,7	7,6	244,7	0,0	272,0
	2011	1,0	0,6	196,3	0,0	197,9
	2012	0,0	0,0	204,0	0,0	204,0
	2013	0,0	0,0	229,3	56,9	286,2
	2014	0,0	0,0	249,4	132,6	382,0

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

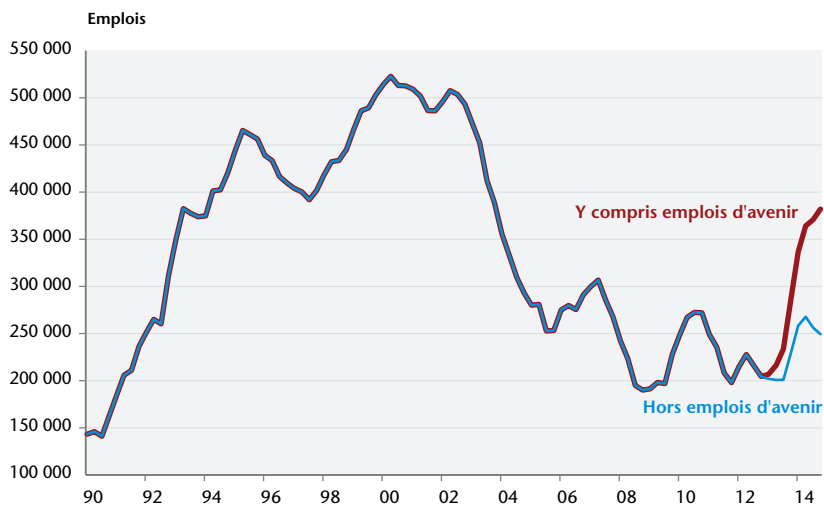
Champ : France métropolitaine

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévision OFCE octobre 2013.

Concernant les contrats uniques d'insertion (CUI-CAE), le nombre de contrats budgétés en début d'année 2013 était le même qu'un an auparavant (340 000 pour la France entière dont 310 000 pour la France métropolitaine, auxquels s'ajoutaient 50 000 emplois dans le secteur marchand), dont 50 % sur le premier semestre. Les entrées dans le dispositif ont cependant été plus nombreuses que prévu (170 000 en France métropolitaine contre 155 000 prévues au premier semestre). Afin d'éviter un effondrement au second semestre et viser une inversion de la courbe du chômage en fin d'année, le gouvernement Ayrault a donc annoncé en juin 2013 une rallonge de 92 000 contrats dans le secteur non-marchand. Cela porte à 262 000 le nombre de signatures de contrats au second semestre, et 432 000 sur l'année. Pour 2014, le gouvernement prévoit une enveloppe de 390 000 contrats, mais

gonfle l'enveloppe budgétaire de près de 20%, ce qui permettrait de financer une hausse du stock de CUI-CAE (encadré 4). Celui-ci augmenterait jusqu'au premier semestre 2014, pour ensuite diminuer progressivement et atteindre 250 000 fin 2014. Le gouvernement réactive ainsi le traitement social du chômage par le recours accru aux emplois aidés de courte durée (7 à 12 mois), mais à un niveau comparable à celui atteint en 2007 et en 2010 (graphique 26).

Graphique 26. Emplois aidés dans le secteur non marchand



Champ : France métropolitaine

Sources : DARES, prévision OFCE octobre 2013.

L'introduction progressive des emplois d'avenir s'est traduite par 28 000 embauches entre janvier et juillet 2013 en France métropolitaine. Leur nombre devrait atteindre 70 000 en fin d'année et 140 000 fin 2014 en France métropolitaine. Il existe cependant un effet d'aubaine de l'ordre de 20 % pour ce type de dispositif : 20 % des emplois créés dans le cadre des emplois d'avenir l'auraient été, même en l'absence de la subvention. L'impact net est donc de 56 000 créations d'emploi en 2013 et en 2014. L'impact de ces créations d'emploi sera d'autant plus important qu'il s'agit de contrats longs (1 à 3 ans), à la différence des CUI-CAE (7 mois en moyenne fin 2012). Les personnes recrutées en 2013 seront encore en emploi en 2014, et les créations d'emplois d'avenir de 2014 seront bien des créations nettes

d'emplois, et non des remplacements de contrats expirés. Au total, les effectifs totaux des salariés en emploi aidé dans le secteur non marchand devraient atteindre 286 200 personnes fin 2013, et 382 000 fin 2014, soit une augmentation de 82 000 personnes en 2013 et 96 000 personnes en 2014 (tableau 10).

Encadré 4. Les contrats uniques d'insertion dans le secteur public (CUI-CAE)

Parallèlement à la montée en charge des emplois d'avenir en 2013-2014, le gouvernement s'appuie sur des contrats de courte durée dans le secteur non marchand, les CUI-CAE (contrats uniques d'insertion – contrats d'accompagnement dans l'emploi), pour essayer d'atteindre son objectif de baisse du chômage en fin d'année 2013.

En 2011 et 2012, le stock de CUI-CAE s'est établi en moyenne autour de 215 000 emplois. Le gouvernement a pris un ensemble de mesures dès le début de l'année 2013 afin de l'augmenter. Il dispose de deux leviers principaux : le nombre de contrats signés et la durée moyenne de ces contrats. Pour un même nombre de contrats signés, une hausse de la durée moyenne se traduit mécaniquement par une hausse du stock d'emplois puisque les individus restent plus longtemps dans le dispositif.

L'objectif initial de durée des contrats signés en 2013 était initialement fixé à 8,5 mois¹⁰, contre une durée moyenne de 7 mois au dernier trimestre 2012. Cet objectif est rapidement passé à 12 mois pour les contrats initiaux (les personnes entrant dans le dispositif, soit environ 50% des contrats signés), et est resté identique pour les renouvellements¹¹. Une montée en charge rapide des durées moyennes sur les contrats signés paraît toutefois difficile à atteindre, l'objectif d'un relèvement de la durée en 2012 n'ayant déjà pas été atteint l'année passée.

340 000 CUI-CAE étaient initialement programmés pour 2013 pour la France entière. Une enveloppe complémentaire de 92 000 contrats est intervenue en juin 2013 pour « permettre l'inversion de la courbe du chômage »¹². Cette enveloppe compense aussi un premier semestre plus dynamique que prévu (170 000 entrées constatées contre 154 000 prévues pour le premier semestre en France métropolitaine). Sans cette enveloppe complémentaire, ce dynamisme se serait traduit par une baisse du stock de CAE en fin d'année du fait de la durée courte des contrats et d'un flux de contrats qui aurait été plus faible au second semestre.

10. Cf. circulaire DGEFP n° 2013-01 du 16 janvier 2013.

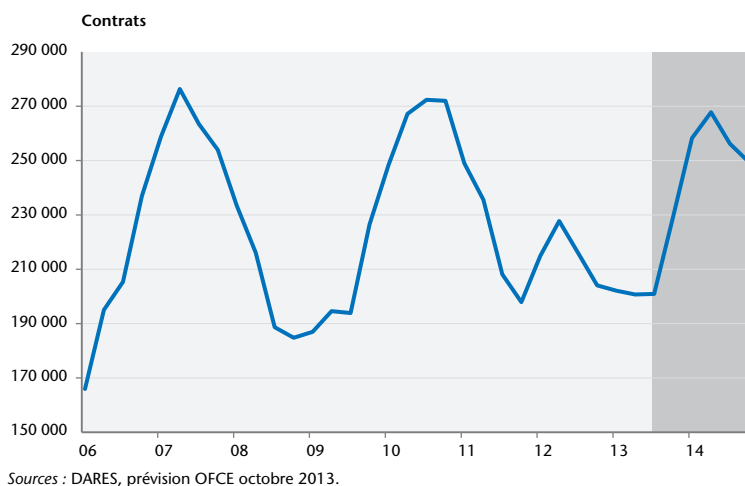
11. Cf. circulaire DGEFP n° 2013-02 du 22 février 2013.

12. Cf. circulaire DGEFP n° 2013-09 du 5 juin 2013.

Pour 2014, le Projet de Loi de Finance reconduit les 340 000 contrats initialement prévus pour 2013, mais prévoit une enveloppe budgétaire en hausse de 18 % pour faire face à la hausse du stock de CAE. Cette enveloppe supplémentaire permettrait de financer environ 250 000 CAE en moyenne sur l'année 2014.

Compte tenu de ces éléments, nous prévoyons une hausse du stock de CAE fin 2013 et en 2014 (voir graphique 26). Nous avons retenu les objectifs du gouvernement en termes de nombre de contrats signés, mais une montée en charge de la durée moyenne progressive. Cette dernière atteindrait 8,5 mois en moyenne au second semestre pour les renouvellements et 12 mois en moyenne pour les contrats initiaux en fin d'année. Si l'objectif de durée moyenne n'est pas atteint en 2014¹³, il serait très probablement compensé par une enveloppe complémentaire, compte tenu de l'effort budgétaire de 330 millions d'euros prévu pour 2014.

Graphique 27. CAE – France métropolitaine



Chômage

Le chômage a à nouveau bondi en 2012 (+266 000 chômeurs en glissement annuel), du fait des 66 000 destructions d'emplois, et du dynamisme de la population active (+200 000 personnes).

13. L'allongement de la durée moyenne des CAE rapproche ces contrats des caractéristiques des emplois d'avenir. Un arbitrage entre CAE et emplois d'avenir ne peut donc être exclu. Cet arbitrage pourrait donc freiner la hausse de la durée moyenne des CAE.

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

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

Un seul élément pouvait pousser à la hausse de la population active : la forte hausse du taux d'activité des seniors, impulsée par l'arrêt des dispositifs de retraits d'activité anticipés et l'impact de la réforme des retraites de 2010. Toutefois, cet élément ne permet pas d'expliquer l'ampleur de l'augmentation de la population active. Le défaut de bouclage – c'est-à-dire l'écart entre les évolutions observée et théorique de la population active – est donc fortement positif pour l'année 2012 – +116 000 personnes. L'ampleur de ce défaut de bouclage n'est cependant pas exceptionnelle, notamment sur la période récente, et on observe qu'il est quasi-nul en moyenne sur l'ensemble des 10 dernières années.

À l'horizon de notre prévision, nous ne maintenons pas le défaut de bouclage et la population active devrait ralentir (+ 85 000 personnes en 2013 et +116 000 en 2014), tandis que les destructions d'emplois se poursuivraient en 2013 (-91 000 emplois). En 2014, l'emploi total recommencerait à augmenter (+41 000 emplois), sous l'effet des créations d'emplois aidés dans le secteur non marchand. Le chômage poursuivrait malgré tout sa hausse au cours de ces deux années (+174 000 personnes en 2013 et +75 000 en 2014 par rapport au trimestre de l'année précédente), du fait d'une population active toujours dynamique et d'une absence de créations d'emplois dans le secteur marchand. Compte tenu de la montée en charge des emplois aidés dans le secteur non marchand, le taux de chômage en France métropolitaine se stabiliserait à 10,6 % au

quatrième trimestre 2013, et atteindrait 10,9 % de la population active fin 2014. Il dépasserait d'ici la fin de l'année 2014 le pic historique atteint au premier semestre 1997 (soit 10,8 % de la population active), sans perspective d'inversion de la tendance à l'horizon de notre prévision. Néanmoins, hors effets de la politique de l'emploi, le taux de chômage aurait progressé nettement plus, pour atteindre 11,6 % fin 2014 (graphique 28). Nous estimons le coût *ex ante* de la politique de l'emploi à 7 milliards d'euros en 2014, dont 4 milliards provenant de la mise en place du CICE (encadré 5).

Tableau 11. Projections de population active

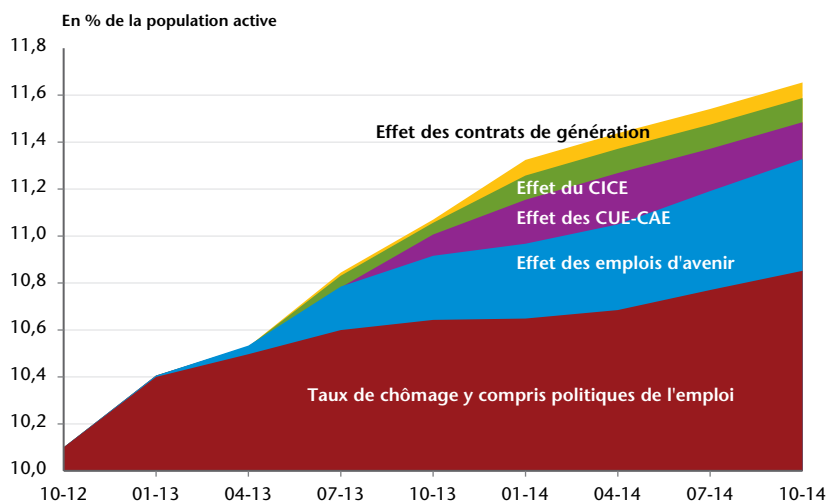
Glissement annuel, en milliers

	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*
Population active potentielle	162	64	137	166	84	85	116
- Projection tendancielle au sens du BIT	229	214	147	158	135	121	135
- Effet de flexion	-59	-96	-2	-9	-38	-20	-7
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	-8	-54	-7	17	-13	-16	-12
Population active observée	12	210	45	178	200	83	116
Défaut de bouclage	-150	146	-92	12	116	-2	0

* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévision OFCE octobre 2013.

Graphique 28. Effet des politiques de l'emploi sur le taux de chômage



Sources : INSEE, prévisions OFCE octobre 2013.

Encadré 5. Combien coûtera la politique de l'emploi en 2013-2014 ?

Les emplois additionnels financés dans le secteur non marchand coûteront à l'État 0,5 milliard d'euros en 2013 et 1,6 milliard d'euros en 2014 (tableau 12). Du côté du secteur marchand, les contrats de génération coûteront près de 0,5 milliard d'euro en 2014, tandis que le CICE est financé partiellement par une hausse de la TVA (6 milliards d'euros). L'impact de la politique de l'emploi sur le solde public sera de l'ordre de 0,26 point de PIB en 2014.

Tableau 12. Impact de la politique de l'emploi sur l'emploi total et le solde public

		Emplois d'avenir	CUI-CAE	Contrats de génération	CICE	Ensemble
Emplois (milliers)	2013	27,4	4,2	20	0	52
	2014	105,4	53,9	100	0	259
Créations nettes d'emplois (milliers)	2013	23,3	3,6	4	15	46
	2014	89,6	45,8	20	31	186
Coût annuel <i>ex ante</i> (Mds d'euros)	2013	0,48	0,05	0,08	0	0,62
	2014	1,90	0,72	0,48	4	7,09
Impact solde public <i>ex ante</i> (pts de PIB)	2013	0,02	0,00	0,00	0,00	0,03
	2014	0,09	0,04	0,02	0,20	0,35
Impact solde public <i>ex post</i> (pts de PIB)	2013	0,01	0,00	0,00	0,00	0,02
	2014	0,05	0,02	0,01	0,18	0,26

Note : Pour les emplois d'avenir, le coût total annuel par emploi retenu inclut une aide de 75 % du SMIC brut plus le coût des exonérations de charges patronales, pour un emploi à temps plein.

Pour les CUI-CAE, le coût total annuel par emploi retenu inclut une aide de 78,5 % du SMIC brut plus le coût des exonérations de charges patronales, pour un emploi d'une durée moyenne de 22 heures hebdomadaires. Seuls les emplois supplémentaires créés par rapport au stock d'emplois constaté au 4^{ème} trimestre 2012 sont comptabilisés.

L'aide des contrats de génération est fixée à 4 000 euros par an et par contrat.

Source : Calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

3. Finances publiques : réorientation de la rigueur

Depuis l'arrêt des plans de relance en 2010, la France a connu un ajustement sans précédent de ses finances publiques. Le projet de loi de finances (PLF) pour 2014 prolonge l'effort de consolidation budgétaire mais montre une réorientation de la politique budgétaire. D'abord, la restriction budgétaire sera moins massive en 2014 qu'en 2013, avec un effort budgétaire que nous évaluons à 15 milliards (et que le gouvernement évalue à 18 milliards), contre 36 milliards en 2013. Ensuite, si l'effort budgétaire a reposé depuis 2010 essentiellement sur les hausses de prélèvements (-3,8 points de PIB, contre -0,9 pour l'impulsion sur les dépenses), il sera principalement porté en 2014 par la maîtrise des dépenses des administrations publiques (avec 3 milliards de hausse de prélèvements obligatoires (PO) et 12 milliards de restrictions sur les dépenses).

En raison d'un multiplicateur supérieur à 1, l'effet de la politique budgétaire sur la croissance sera de -0,9 point de PIB. Cela pèsera donc sur la croissance française qui atteindrait, selon nos prévisions, 1,3 % en 2014, soit une hypothèse de croissance légèrement supérieure à celle sur laquelle repose le PLF 2014 (+0,9 %). Le déficit public poursuivrait sa baisse, et atteindrait 4,1 % en 2013 et 3,5 % en 2014 (après -4,8 % en 2012). Cette baisse résulte d'une amélioration considérable du solde structurel (+2,1 points de PIB sur les deux années 2013-2014), dont l'effet sera tempéré par le creusement du déficit conjoncturel (-0,7 point de PIB en 2013, 0 en 2014), à la suite du creusement de l'écart de production. Les charges d'intérêt, enfin, se stabiliseront en points de PIB malgré la hausse de la dette publique, bénéficiant de la baisse récente des taux d'intérêt. Cette trajectoire de déficit s'inscrit dans la stratégie d'assouplissement des objectifs de réduction des déficits fixés par la Commission européenne, qui a accordé deux années supplémentaires à la France pour ramener son déficit budgétaire en dessous de la barre des 3 %. Ce faisant, la politique budgétaire française va même au-delà des exigences de Bruxelles, dont la cible de déficit pour 2014 était de 3,6 % du PIB.

En conséquence, le déficit viendra encore gonfler la dette publique au sens de Maastricht. Le soutien financier à la zone euro (MES et FESF) s'élèvera par ailleurs à 0,3 point de PIB en 2014. En

définitive, la dette publique française atteindrait un pic de dette à 94,9 % du PIB en 2014 (tableau 13).

Tableau 13. Principaux agrégats des finances publiques

En % du PIB	2010	2011	2012	2013*	2014*
Solde public	-7,1	-5,3	-4,8	-4,1	-3,5
Dépenses publiques (DP)	56,6	55,9	56,6	57,0	56,5
Taux de croissance de la DP (en %, en euros constants)	1,4	0,8	1,4	0,8	0,4
Taux de prélèvements obligatoires	42,5	43,7	45,0	46,0	46,1
Dette publique au sens de Maastricht	82,4	85,8	90,2	93,3	94,9

* Préviation OFCE, octobre 2013.

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

2013 : un rétablissement des comptes décevant

Au vu des récentes annonces gouvernementales, le déficit public s'établirait à 4,1 % du PIB pour l'année 2013, soit 0,2 point au-dessus de notre dernière prévision. Cette révision s'explique par différents facteurs :

- Par une croissance supérieure à celle que nous inscrivions lors de notre précédente prévision : 0,1 au lieu de -0,2, ce qui améliore le solde conjoncturel de 0,15 point de PIB.
- Par l'évolution des recettes, qui a été largement moins dynamique qu'attendu, en raison d'élasticités apparentes inférieures à l'unité. Le taux de PO en 2013 serait donc inférieur de 0,4 point de PIB à ce nous prévoyions lors de notre dernière prévision, ce qui creusera le déficit d'autant.
- Des mesures ponctuelles (contentieux OPCVM et contrecoup de la recapitalisation de DEXIA en 2012), dont le bilan est positif en 2013 : +0,1 point de PIB.

Tableau 14. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

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

* Cela correspond à l'écart entre la croissance du PIB potentiel (1,4 % en moyenne sur la période 2010-2014) et celle du PIB effectif (c'est-à-dire la variation de l'écart de production à son potentiel), pondéré par la part des dépenses primaires dans le PIB, il reflète le fait que les dépenses primaires augmentent au rythme du PIB potentiel indépendamment de la croissance observée.

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

Sources : INSEE, MINEFI, calculs OFCE.

Prélèvements obligatoires : une pause fiscale... mais pas pour tous

Côté prélèvements, l'évolution globale du taux de PO se situera autour de 0,15 point de PIB, soit une hausse des prélèvements de 3 milliards d'euros. Mais derrière cette quasi-pause fiscale se cache des variations de prélèvements importantes, puisque les ménages verront leur fiscalité s'alourdir de 12,6 milliards d'euros, quand le CICE viendra alléger celle des entreprises de 10 milliards.

Les ménages, d'abord, verront leurs prélèvements s'alourdir de 12,6 milliards (tableau 15). Les principales mesures sont :

- la hausse de la TVA : le taux normal sera élevé de 19,6 % à 20 % et le taux intermédiaire de 7 à 10 %. Ces hausses rapporteraient 6 milliards d'euros de recettes fiscales supplémentaires que viendront alléger des baisses sur certains

produits (cinéma, travaux de rénovation thermique, construction et rénovation de logements sociaux).

- la hausse de l'impôt sur le revenu : 3,8 milliards. Malgré le dégel du barème de l'impôt sur le revenu, la revalorisation de 0,8 % devrait se situer bien en-deçà de l'inflation pour l'année 2014 (+1,6 %), ce qui apporterait 900 millions de recettes supplémentaires. S'y ajouteront 1,2 milliard au titre de la fiscalisation de la majoration de pension pour les parents de trois enfants, 1 milliard pour l'abaissement à 1 500 euros du plafond du quotient familial, 1 milliard pour la suppression de l'exonération fiscale sur les contrats de complémentaires-santé, et enfin 400 millions d'euros pour la suppression de la réduction d'impôt pour frais de scolarité.
- la hausse des cotisations retraites devrait apporter 1,05 milliard de recettes supplémentaires.

Tableau 15. Mesures de prélèvements obligatoires

Prélèvements	Mesures 2013 (en Mds)	Mesures 2013 <i>ex post</i>	Mesures 2014 (en Mds)
Entreprises	12,2	6,6	-9
Impôt sur le bénéfice des sociétés	8	3,6	-7,5
<i>dont : surtaxe</i>	–	–	2,5
<i>CICE</i>	–	–	-10
Cotisations sociales et prélèvements sociaux	2,3	1,5	0
Contrecoup mesures 2013	–	–	-4,5
Autres	1,9	1,5	3
Ménages	15,7	14,5	12,6
TVA	–	–	5,4
Impôt sur le revenu	6,4	7,1	3,8
Cotisations sociales et prélèvements sociaux	8,7	4,1	1,05
Droits de mutation	–	–	0,5
ISF	-1,3	-1,1	–
Droits de succession	1,1	0,8	–
Autres	0,8	0,5	1,8
Total	27,9	21,1	3,6
En point de PIB	1,4	1,0	0,17

Sources : Projets de lois de finances 2013 et 2014, calculs OFCE.

Enfin, on peut évaluer à 2,3 milliards d'euros l'impact des autres mesures (hausse des droits de mutation, lutte contre la fraude fiscale...).

Les entreprises verront, elles, leurs prélèvements allégés, d'abord par l'entrée en vigueur du CICE (10 milliards d'euros), et ensuite par le contrecoup de mesures antérieures temporaires (4,5 milliards d'euros). Ce contrecoup sera en partie compensé par la hausse de la surtaxe de l'IS (2,5 milliards d'euros), la création d'une taxe sur l'EBE ayant été annulée pour l'année 2014.

Dépenses publiques : décryptage des annonces gouvernementales

À la différence de l'année 2013, l'effort budgétaire portera, en 2014, essentiellement sur la dépense publique. Le gouvernement a ainsi annoncé une économie de 18 milliards d'euros pour l'année 2013, dont 15 milliards d'économie *via* les dépenses des administrations publiques. Ces économies sur la dépense publique se répartissent en une économie de 8,4 milliards sur les dépenses de l'État hors charges de la dette, 0,6 milliard sur la charge de la dette (grâce à la récente baisse des taux), et 6 milliards sur les dépenses de la sphère sociale.

Les dépenses de l'État, d'abord, devraient baisser de 1,5 milliard d'euros en 2014 ; soit 8,5 milliards d'économies par rapport à une hausse tendancielle des dépenses que le gouvernement estime à 7 milliards (soit 2,5 % de hausse tendancielle). Ces 8,5 milliards se décomposent en :

- 1,7 milliard d'économies sur la masse salariale, qui ne progresserait que de 0,2 % en 2014. Le gel du point de la fonction publique pour une année supplémentaire conjugué à une baisse nette des effectifs en 2014 explique cette évolution nettement en-deçà d'une tendance que le gouvernement estime autour de 2,3 % ;
- 3,3 milliards d'euros économisés sur le concours aux autres entités : les collectivités locales verront le concours financier de l'État diminué de 1,5 milliard en 2014, et les opérateurs de l'État de 4 % ;
- 0,9 milliard d'euros sur les dépenses de fonctionnement autres que la masse salariale ;
- 2,6 milliards sur les autres dépenses d'investissement et d'intervention.

Les dépenses sociales devraient être de 6 milliards inférieures à l'évolution tendancielle calculée par le gouvernement. Ces 6 milliards se décomposeront en :

- 2,9 milliards d'euros économisés grâce à la maîtrise des dépenses d'assurance maladie ;
- 1,9 milliard d'euros économisés sur les dépenses de retraite : 1 milliard résultant de l'accord interprofessionnel du 13 mars 2013 sur les retraites complémentaires, et près d'un milliard résultant du décalage de la revalorisation des retraites du 1^{er} avril au 1^{er} octobre ;
- 0,3 milliard d'économies sur la politique familiale résultant des mesures prises à la suite du rapport Fragonard ;
- 0,3 milliard d'euros anticipés sur la négociation de la convention d'assurance chômage pour la période 2014-2015, en vue d'un retour à l'équilibre du régime d'assurance chômage à l'horizon 2017 ;
- 0,5 milliard d'économies sur les frais de gestion de la sécurité sociale.

Cela correspond à une évolution des dépenses publiques de 1,7 % en valeur sur l'année 2014, et 0,4 % en volume compte tenu des prévisions d'inflation du gouvernement. Une telle évolution des dépenses publiques représenterait en effet un effort sans précédent, puisque l'évolution moyenne de la dépense des administrations publiques était de 4 % en valeur entre 2000 et 2007, et 2,5 % sur les trois dernières années. Pour autant, il faut rappeler que l'évaluation de l'effort (ou impulsion) réalisé dépend de la tendance de dépenses publiques retenue, l'effort budgétaire étant calculé comme l'écart entre la croissance effective des dépenses et leur croissance tendancielle. Le gouvernement, pour calculer une économie de 15 milliards d'euros sur les dépenses, se réfère donc à une évolution annuelle tendancielle de 1,9 %. Notre évaluation de l'impulsion budgétaire par les dépenses diffère légèrement de l'économie affichée par le gouvernement :

- D'abord par notre prévision de hausse du prix de la valeur ajoutée, légèrement supérieure à celle du gouvernement (+1,4 % en moyenne pour l'année 2014). Pour un même objectif en valeur, la hausse des dépenses en volume serait donc de 0,3 % ;

— Ensuite, le calcul de l'impulsion budgétaire se calcule en écart au potentiel de croissance, que nous estimons à 1,4 %.

L'impulsion budgétaire recalculée serait donc de 0,6 point de PIB, soit 11,5 milliards d'euros.

Multiplicateurs et impulsion efficace

Comme lors des précédentes prévisions, nous avons appliqué un multiplicateur spécifique à chaque mesure afin de mesurer l'impact global de la politique budgétaire sur le PIB en 2014. Ces multiplicateurs sont évalués à l'aide de variantes du modèle *emod.fr* pour les principaux prélèvements fiscaux et sociaux ainsi que les différentes composantes de la dépense publique au cours du cycle. Comme lors des précédentes prévisions, il s'agit ici de multiplicateurs internes, qui ne tiennent donc pas compte des politiques budgétaires pratiquées chez nos partenaires commerciaux. Ces multiplicateurs sont plus élevés en bas de cycle¹⁴ et décroissent à long terme.

Tableau 16. Calcul de l'impulsion budgétaire efficace

	Mesures 2014 (en Mds)	Multiplicateur budgétaire à court terme	Impact sur le PIB (en %)
Entreprises	-9	0,9	-0,4
Impôt sur le bénéfice des sociétés	-7,5	0,8	-0,3
Contrecoup mesures 2013	-4,5	0,9	-0,2
Autres	3	0,6	0,1
Ménages	12,6	0,8	0,5
TVA	5,4	0,7	0,2
Impôt sur le revenu	3,8	0,8	0,2
Droits de mutation	0,5	0,8	0,0
Cotisations sociales et prélèvements sociaux	1,05	0,9	0,0
Autres	1,8	0,7	0,1
Économie structurelle sur la dépense primaire	11,5	1,3	0,7
Total de l'impulsion budgétaire	15,1	1,1	0,9

Sources : Projets de lois de finances 2014, calculs OFCE *e-mod.fr*.

14. Voir par exemple Creel, Heyer et Plane (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier 2011.

À court terme, nous estimons pour l'année 2014 un multiplicateur budgétaire de 0,9 pour les prélèvements sur les entreprises, 0,8 pour les ménages, et 1,3 sur l'impulsion budgétaire réalisée sur la dépense primaire. Le multiplicateur budgétaire moyen s'élève donc à 1,1. Il est plus élevé que les années précédentes (0,9 en 2013), car le multiplicateur associé à la dépense publique est plus élevé que celui qui est associé aux prélèvements. Cette évaluation est confirmée par la littérature empirique¹⁵. Au total, l'impulsion budgétaire sera de 0,7 point de PIB en 2014, ce qui amputerait la croissance de 0,9 point de PIB.

15. Voir par exemple : Coenen G. *et alii*, 2012, « Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models », *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4 (1).

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %	2012	2013	2014
En % de variation aux prix chaînés :			
- PIB	0,0	0,2	1,3
- Importations	-0,9	0,7	3,1
- Dépenses de consommation des ménages	-0,4	0,3	0,6
FBCF totale, dont :	-1,2	-2,5	1,2
- Sociétés non financières	-1,9	-2,2	1,7
- Ménages	-0,4	-4,2	0,6
- Administrations publiques	-0,6	-1,3	0,2
Exportations	2,5	1,0	3,3
Contribution des stocks à la croissance, en %	-0,8	0,0	0,4
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,1	0,9
Compte des ménages, en termes réels, en %			
Salaires bruts	0,0	0,8	0,3
Salaires nets	-0,2	0,6	0,0
Prestations sociales	2,1	2,3	1,7
Prélèvements sociaux et fiscaux	5,5	2,9	1,9
Revenu disponible	-0,9	0,7	0,8
Taux d'épargne, en % du RDB	15,6	16,0	16,0
Déflateur de la consommation			
- en glissement, en %	1,3	1,3	1,1
- en moyenne, en %	1,9	0,8	1,6
Compte des sociétés non financières, en %			
Taux de marge	28,3	28,2	28,6
Taux d'épargne	12,8	12,1	12,9
Taux d'investissement (en volume)	17,3	16,9	17,0
Taux d'autofinancement (hors stock)	65,9	64,3	68,5
Compte du reste du monde et des administrations			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,0	44,0	45,4
Solde public au sens de Maastricht, en % du PIB	-4,6	-4,1	-3,5
Solde commercial, en milliards € (1)	-44,6	-38,1	-31,4
Emploi salarié, en glissement annuel, en %	-0,2	-0,4	0,0
Emploi total, en glissement annuel, en %	0,0	-0,3	0,0
Chômage BIT, en millions	2,822	3,083	3,155
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,8	10,5	10,7
Taux de change \$/€	1,29	1,32	1,35
Taux d'intérêt à court terme (2)	0,6	0,2	0,4
Taux d'intérêt à long terme (3)	2,5	2,2	2,6

(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, prévisions OFCE *e-mod.fr* 2013-2014, octobre 2013

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

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
		2012				2013				2014				2012	2013	2014
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	1801	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	0,5	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,0	0,2	1,3
Importations	515	0,8	0,2	0,0	-1,1	0,1	1,7	0,1	0,2	0,9	1,0	1,0	1,0	-0,9	0,7	3,1
Dépenses de consommation des ménages	989	0,2	-0,5	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,3	0,6
Dépenses de consommation des administrations	370	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	1,4	1,6	0,9
FBCF totale, dont :	368	-1,3	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-0,4	-0,5	-0,1	0,4	0,7	0,9	1,1	-1,2	-2,5	1,2
Sociétés non financières	192	-1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-1,0	0,0	-0,4	-0,1	0,5	0,9	1,1	1,3	-1,9	-2,2	1,7
Sociétés financières	14	-1,4	-1,6	-1,5	-0,2	0,2	0,2	-0,5	0,1	0,2	0,6	0,9	1,0	0,0	-1,2	1,2
Ménages	101	-0,8	0,0	-0,4	-0,9	-1,4	-1,7	-1,0	-0,5	0,5	0,8	0,9	1,2	-0,4	-4,2	0,6
Administrations publiques	57	-0,9	0,0	-0,4	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,6	-1,3	0,2
ISBLSM	3	0,4	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,1	0,8	1,0	0,7	0,7	1,7	0,2	2,1
Exportations	488	0,3	0,3	0,4	-0,5	-0,5	2,0	0,1	0,2	0,9	1,1	1,1	1,1	2,5	1,0	3,3
Contribution																
Demande intérieure hors stocks		0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,2	0,3	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,9
Variations de stocks		0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	0,0	0,4
Solde extérieur		-0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

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

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

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

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

IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Branches principalement marchandes															
Effectifs	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,3
Productivité par tête	0,0	-0,4	0,4	0,0	-0,1	0,7	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1	0,7	1,6

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

V. Éléments du compte des ménages

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

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

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

VI. Commerce extérieur et parts de marché

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

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2013-2014, octobre 2013.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

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

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2013-2014, octobre 2013

FICHE THÉMATIQUE FICHES PAYS

Pétrole : la poudrière syrienne	157
Céline Antonin	
États-Unis : une croissance plafonnée	165
Christine Riffart	
Asie : crise ou coup de frein à la croissance ?	173
Amel Falah	
Amérique latine : en quête d'un nouveau souffle	181
Christine Riffart	
Les PECO résistent	187
Marion Cochard	
Royaume-Uni : reprise fragile	191
Catherine Mathieu	
Allemagne : un long fleuve tranquille	199
Sabine Le Bayon	
Italie : une faible lueur au bout du tunnel	205
Céline Antonin	
Espagne : l'ajustement par la déflation	215
Danielle Schweisguth	

PÉTROLE : LA POUDRIÈRE SYRIENNE

Céline Antonin

Département analyse et prévision

Les craintes du début de l'année de voir les cours du Brent dépasser durablement la barre des 120 dollars ne se sont pas matérialisées et le premier semestre 2013 a été marqué par une baisse des cours du baril de Brent de 116 à 103 dollars entre janvier et juin 2013. Ce fléchissement s'explique par plusieurs facteurs : la faiblesse de la demande en provenance des pays industriels, la montée en puissance de nouveaux gisements non conventionnels en Amérique du Nord, et la présence de capacités de production inutilisées au sein des pays de l'OPEP. Depuis le début juillet 2013, en revanche, les prix sont repartis à la hausse, sous l'effet de ruptures d'approvisionnement du côté de l'offre (Libye, Nigéria) et d'un climat politique très tendu au Proche-Orient. Fin août, la perspective de frappes militaires occidentales en Syrie et le risque de débordement du conflit sur les pays avoisinants (Iran, Irak) a fait grimper le prix du Brent, et l'incertitude se maintient.

Dans notre scénario central, nous faisons l'hypothèse d'une solution politique pacifique au conflit syrien ; les prix du Brent devraient dans ce cas se maintenir aux environs de 116 dollars au quatrième trimestre 2013, puis baisser au premier semestre 2014 sous l'effet d'un apaisement des tensions et d'une reprise de la production de certains pays de l'OPEP (notamment la Libye). Au deuxième semestre 2014, les prix se maintiendraient autour de 105 dollars le baril, car le retour d'une croissance plus dynamique dans les pays développés devrait être compensé par une hausse de la production des pays non-membres de l'OPEP et par la présence de stocks abondants. La persistance de tensions politiques en Afrique et au Proche-Orient (Syrie, Irak, Iran), la demande toujours dyna-

mique en provenance des pays non OCDE et le coût d'extraction des nouveaux gisements non conventionnels devraient néanmoins empêcher les cours de descendre en dessous de la barre des 100 dollars.

Premier semestre 2013: détente des cours

Le premier semestre 2013 a été marqué par une détente des cours en raison de la contraction de la demande dans les pays de l'OCDE, combinée à une augmentation de l'offre de brut et à des niveaux de stocks élevés.

L'offre mondiale a ainsi progressé de 2 Mbj entre janvier et juin 2013 pour atteindre 90,8 Mbj. L'essentiel de cette hausse est le fait des producteurs non membres de l'OPEP (+ 1,6 Mbj entre janvier et juin 2013), et notamment le Brésil (+0,82 Mbj), l'Amérique du Nord (+0,4 Mbj aux États-Unis et +0,2 Mbj au Canada), la Russie (+0,32 Mbj) et le Soudan (+0,23 Mbj). Quant aux pays membres de l'OPEP, la production stagne depuis fin 2012. L'Arabie Saoudite a continué à jouer son rôle de régulateur en augmentant sa production de 700 000 bj entre janvier et juin 2013, ce qui a permis de compenser les pertes de production nigériane et libyenne.

En conséquence de l'embargo décidé par les États-Unis en 2012, seuls cinq pays auraient importé du brut iranien (Chine, Japon, Corée du Sud, Turquie, Emirats arabes unis) en juillet 2013, contre 16 pays en janvier 2012. En outre, les pays asiatiques ont diminué leurs importations en provenance d'Iran de 20 %, afin de ne pas tomber sous le coup des sanctions américaines empêchant leurs banques d'accéder au système financier américain. L'embargo s'intensifie : le 1^{er} août 2013, les États-Unis ont renforcé les sanctions contre l'Iran, avec l'approbation à la Chambre des Représentants d'un projet de loi visant à réduire les exportations pétrolières iraniennes d'un million supplémentaire de barils par jour sur une période d'un an, et prévoyant des pénalités lourdes pour les acheteurs de pétrole iranien. Les mesures de la mi-2012 avaient déjà entraîné la baisse de la production iranienne, passée de 3,5 Mbj en janvier 2012 à 2,8 Mbj en janvier 2013.

La production libyenne, quant à elle, a décliné de 200 000 bj au premier semestre, en raison de mouvements de grèves qui se traduisent par des interruptions d'approvisionnement et des

fermetures de sites, et par un conflit avec les milices armées (voir infra). Au Nigéria, la production a baissé de 200 000 bj entre janvier et juin 2013. La situation demeure fragile. Les vols de pétrole brut se poursuivent et des perturbations dues aux procédures de maintenance inadéquates et à des infrastructures vieillissantes aggravent les problèmes de production.

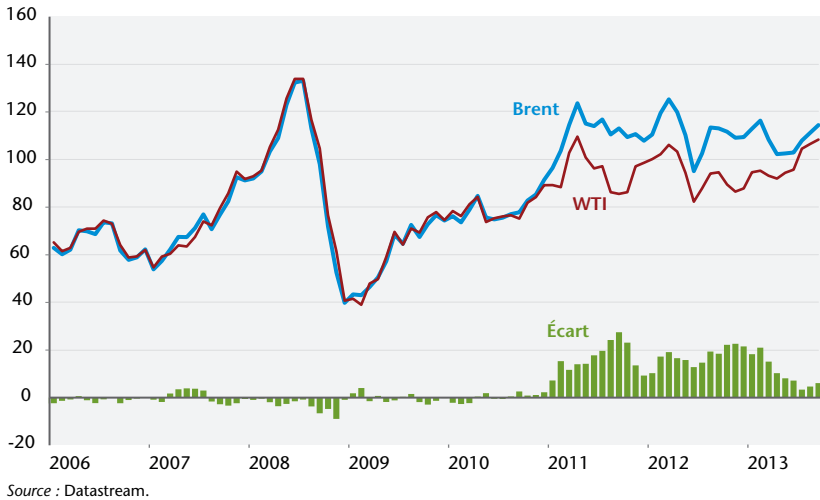
Du côté de la demande, la consommation des pays de l'OCDE a baissé de 0,2 % au deuxième trimestre 2013 (glissement annuel), notamment au Japon (-4 %). Elle a stagné en Europe et progressé au Canada et au Mexique. Dans le même temps, la consommation des pays non membres de l'OCDE a tiré la demande mondiale : au deuxième trimestre 2013, elle a progressé de 7,1 % en Thaïlande, de 5,7 % en Chine, de 4,2 % au Brésil et de 8,9 % en Afrique.

Fait notable, l'écart de prix entre l'Amérique du Nord et la zone Europe/Asie s'est réduit (graphique 1) : alors qu'en février 2013, le Brent s'échangeait 21 dollars au-dessus du Western Texas Intermediate, l'écart n'était plus que de 5 dollars/baril en août 2013. À l'origine de cette normalisation se trouve la mise en place de nouvelles infrastructures à Cushing, Oklahoma, qui a permis d'exporter plus facilement le WTI américain vers le Texas et le Dakota du Nord, réduisant le goulet d'étranglement. Citons également la hausse de la production de brut léger aux États-Unis, qui s'est substituée aux importations de Brent notamment sur la côte est américaine. Fin août 2013, les stocks ont atteint leur plus bas niveau depuis février 2012, à 34,8 millions de barils. Ce mouvement s'inscrit dans le contexte d'une baisse des importations de pétrole par les États-Unis dans le golfe du Mexique (baisse de production de 1,6 Mbj entre 2005 et 2012) et vers une zone nord-américaine alimentée de façon croissante par les nouvelles ressources non conventionnelles nord-américaines (hausse de la production de 0,2 Mbj dans le Midwest).

Début septembre 2013, le marché reste en contango¹, preuve que les marchés anticipent une offre supérieure à la demande et donc, sinon une baisse, au moins une stabilisation des cours.

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

Graphique 1. Écart de prix entre Brent et WTI, 2006-2013



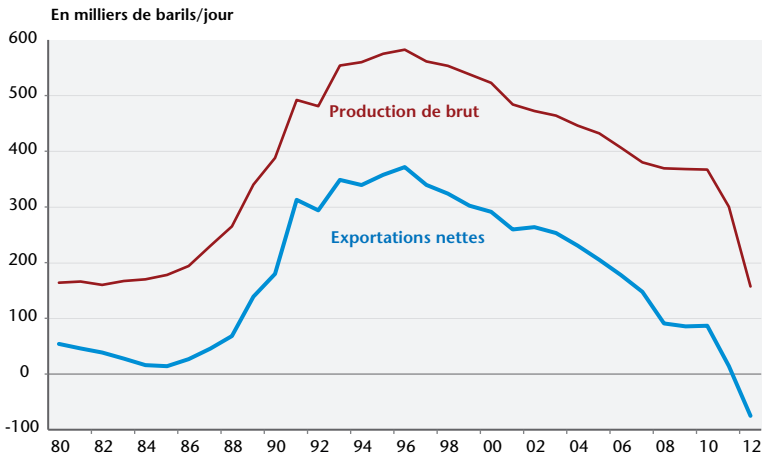
Tensions persistantes en 2013 avant une accalmie en 2014

Au quatrième trimestre 2013, dans notre scénario central (encadré) le baril de Brent devrait rester autour de 116 dollars en moyenne trimestrielle. En effet, les tensions politiques exacerbées dans la zone Afrique du Nord-Moyen Orient, surtout en Syrie et en Libye, contribuent à la nervosité des acteurs et maintiennent une prime de risque de 8-10 dollars par rapport aux fondamentaux. Début 2014, nous anticipons une détente graduelle des cours jusqu'à 105 dollars au deuxième trimestre, puis une stabilisation autour de 105 dollars lorsque les tensions politiques seront apaisées. Concernant l'équilibre offre/demande, dans notre scénario central, le marché devrait demeurer équilibré. L'affermissement de la croissance dans les pays développés, courant 2014, sera compensé par le dynamisme de l'offre en provenance des pays non OPEP (Amérique du Nord) et l'attitude coopérative de l'Arabie Saoudite, le tout dans un contexte de stocks élevés en Europe et aux États-Unis.

Encadré. La Syrie : le bras de fer se poursuit sans s'étendre

Au lendemain de l'attaque chimique du 21 août 2013, l'annonce par les États-Unis de frappes sélectives à l'encontre du régime de Bachar al Assad a entraîné une hausse du prix du Brent de 110 à 115 dollars, avec des pics à 118 dollars. Les rebondissements qui ont suivi, avec le refus du Parlement britannique d'un engagement militaire ou la proposition de la Russie de régler le problème sans action militaire ont rapidement entraîné un repli des cours autour de 112 dollars mi-septembre. La Syrie n'est pas un grand producteur (graphique): elle ne produit plus que 100 000 b/j en avril 2013, soit un quart de sa production d'avant-guerre. Elle n'est pas non plus un point de transit majeur pour les exportations de gaz et de pétrole, comme l'Égypte. Nous estimons donc la prime de risque associée à un conflit localisé à 6-10 dollars.

Graphique 2. Production et exportations de pétrole syrien (1980-2012)



Source : US Department of Energy.

Dans notre scénario central, nous faisons ainsi l'hypothèse d'un règlement pacifique du conflit sous l'égide de l'ONU sans frappes militaires. En raison des incertitudes persistantes, le Brent devrait se maintenir autour de 116 dollars le baril.

Dans un scénario plus pessimiste, le conflit pourrait s'étendre à d'autres pays de la région, importants producteurs, notamment l'Irak ou l'Iran. En effet, le conflit en Syrie a des résonances particulières dans les pays frontaliers. Le conflit sunnites/chiites existe également en Irak où la violence a repris : l'oléoduc qui transporte le brut de Kirkuk à Ceyhan a été attaqué de façon répétée dans les trois derniers mois et les exportations ont été réduites de 350 000 à 200 000 b/j. A l'est de la Syrie

se trouve l'Irak, qui est l'un des plus gros producteurs de l'OPEP (3 Mbj), où le gouvernement principalement chiite soutient Assad, alors que l'opposition irakienne sunnite soutient les rebelles et où des groupes extrémistes irakiens (affiliés à Al Qaida) sont actuellement concentrés dans le nord de la Syrie. Au nord de la Syrie se trouve la Turquie, par laquelle transite une grande quantité de pétrole irakien (via les pipelines BTC et Kirkuk-Ceyhan). Au nord de la Syrie se trouve également l'Iran, déjà déstabilisé, et le détroit d'Hormuz, par lequel transite plus de 17 Mbj (18 % de la consommation mondiale). Le conflit pourrait également impliquer le gendarme de l'OPEP qu'est l'Arabie Saoudite, majoritairement sunnite. Dans un tel scénario d'embrasement de la région, le baril pourrait atteindre 150 dollars.

Au niveau de l'offre, l'essentiel de la hausse de production viendrait des pays non-membres de l'OPEP : la production pétrolière issue des gisements schisteux devrait soutenir la hausse de production aux États-Unis (champs Bakken, Eagle Ford et Permian), au Canada (champs Kearl, Firebag, Christina Lake). De nouveaux gisements devraient être exploités au Brésil (champ Sapinhoa), en Chine (gisement Peng Lai) et en Russie. En revanche, nous anticipons une stagnation de l'offre OPEP début 2014, puis une hausse modérée de la production au cours de l'année 2014 (+500 000 bj) en faisant l'hypothèse d'une résolution des tensions en Libye et en Irak, et de l'absence d'embrasement du conflit en Syrie. Ce sont en effet essentiellement ces trois pays qui joueront un rôle stratégique en 2014. Depuis juillet 2013, la Libye fait face à un conflit autour de la gestion de la manne pétrolière et des groupes de miliciens armés contrôlent une partie du pays. Le manque de sécurité a entraîné des interruptions massives dans la production et l'action dans les ports libyens a empêché les exportations. Le pays n'exporte plus son pétrole qu'à 50 % de ses capacités : 800 000 barils/jour au maximum, soit 200 000 bj de moins que début 2013. La plupart des ports d'exportation sont fermés, y compris le principal terminal pétrolier du pays, dont la capacité atteint 350 000 bj. Nous anticipons une résolution du conflit fin 2013-début 2014 et la réouverture de certains sites. En Irak, outre la menace d'extension du conflit syrien, les attaques militaires persistantes visant l'oléoduc Kirkuk/Ceyhan et les conflits persistants au Kurdistan irakien sèment le doute sur la capacité de l'Irak à retrouver rapidement un niveau de production

élevé, alors même que la production stagne autour de 3 Mbj depuis plus d'un an.

Du côté des consommateurs, les pays industriels devraient connaître une croissance plus dynamique en 2014 (1,7 % en 2014 contre 0,8 % en 2013), mais avec la baisse de l'intensité énergétique, leur consommation de pétrole devrait légèrement baisser (de 0,2 % en 2014). La croissance des pays émergents restera dynamique, avec une croissance de la consommation de pétrole de 3 % en 2014. Au total, la demande mondiale passerait de 90,1 Mbj en 2013 à 91,3 Mbj en 2014.

Enfin, les stocks des pays de l'OCDE se maintiennent à des niveaux élevés : mi-2013, ils représentaient 96 jours de demande aux États-Unis et 92 jours en moyenne dans les pays de l'OCDE.

Même si l'incertitude géopolitique nous éloigne des fondamentaux, rappelons que le coût marginal d'exploitation des champs les plus difficiles d'accès se situe toujours autour de 100 dollars ; par conséquent, nous sommes actuellement bien au-dessus du prix d'équilibre. En outre, le prix des autres énergies fossiles (charbon, gaz), pour certaines, substituables au pétrole, est bas. Si les tensions géopolitiques s'apaisent, la baisse du prix du pétrole pourrait s'amorcer plus rapidement que prévu.

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	88,3	89,0	89,0	89,6	89,3	90,2	90,3	90,4	90,7	91,3	91,6	91,5	89,0	90,1	91,3
En taux de croissance ¹													0,5	1,2	1,4
PIB mondial ¹													2,8	2,6	3,2
Intensité pétrolière ¹													-2,3	-1,4	-1,8
Production mondiale	89,4	89,4	89,1	89,4	89,1	90,5	90,2	90,4	90,6	91,1	91,5	91,7	89,3	90,0	91,2
Dont : OPEP ²	36,8	36,9	36,7	36,1	35,8	36,2	36,4	36,5	36,5	36,8	37,0	37,0	36,6	36,2	36,8
Non OPEP	52,6	52,5	52,5	53,3	53,4	54,4	53,8	53,8	54,1	54,3	54,5	54,6	52,7	53,8	54,4
Variations de stocks	1,1	0,4	0,2	-0,2	-0,2	0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Dont OCDE	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1
Prix du pétrole Brent ³	118,4	108,4	109,7	110,1	112,5	102,6	112,0	116,0	110,0	105,0	105,0	105,0	111,7	110,8	106,3
Prix des matières premières industrielles ¹	2,5	-4,9	-6,9	2,7	5,6	-7,4	-0,4	2,0	2,2	3,3	4,2	4,0	-15,8	-2,8	7,4
Taux de change 1 € = ... \$	1,31	1,28	1,24	1,28	1,32	1,31	1,31	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,28	1,32	1,35

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

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

3. En dollars, moyenne sur la période.

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

ÉTATS-UNIS : UNE CROISSANCE PLAFONNÉE

Christine Riffart

Département analyse et prévision

Engagée depuis la fin de l'année 2009, la reprise se poursuit aux Etats-Unis à un rythme modéré. Après 1,8 % en 2011 et 2,8 % en 2012, la croissance a ralenti fin 2012. Frappée par les mesures d'ajustement budgétaire décidées en début d'année à la suite des négociations autour du *fiscal cliff*, elle est passée en rythme annuel à 1,6 % au deuxième trimestre 2013. Ce choc vient à nouveau interrompre une reprise encore fragile¹. De par son faible contenu en emploi, cette reprise s'avère insuffisante pour enclencher une véritable dynamique de la demande. Tant que cette situation durera, le marché du travail restera bloqué et la croissance américaine ne suffira pas à refermer un *output gap*, d'environ 3 % du PIB. D'autant que le changement de discours de la Réserve fédérale sur sa politique monétaire non conventionnelle s'est déjà traduit par la hausse des taux d'intérêt à long terme et que l'importance de la dette publique (16 738 milliards de dollars, soit 100,5 % du PIB à la fin du deuxième trimestre 2013) maintient la pression sur l'ajustement budgétaire. En 2013, l'impulsion budgétaire devrait rester élevée avant de s'alléger à -0,7 en 2014. La croissance, après 1,5 % en 2013 pourrait s'accélérer autour de 2,5 % en 2014 et 2015.

1. Cette prévision a été faite avant le *shutdown* du gouvernement fédéral au 1^{er} octobre 2013. A partir de cette date, le Congrès, à majorité républicaine, n'ayant pas voté le budget 2014, l'administration du gouvernement fédéral est dans l'incapacité de mener ses opérations à bien. Au 1^{er} octobre 2013, 800 000 salariés ont été sommés de rester chez eux et près d'1 million travaillent sans avoir la garantie d'être payés, et une partie des programmes sont bloqués. On évalue à 0,2 % du PIB par semaine le coût global pour l'économie américaine. Cette évaluation ne prend pas en compte le risque de défaut de paiement de la dette publique américaine qui se profile si le plafond de la dette n'est pas relevé avant le 17 octobre.

Une reprise en 2013 cassée par le choc budgétaire du début d'année

Après une croissance 2012 révisée à la hausse dans la dernière version des comptes nationaux (voir encadré) et meilleure que les performances des années précédentes, l'activité s'est sensiblement infléchie depuis trois trimestres. De 2,8 % en moyenne 2012, la croissance sur un an est passée à 1,5 % au premier semestre 2013. L'acquis en début d'année est faible : 0,4 point. Surtout, un coup rude a été porté par le choc fiscal au premier trimestre 2013, en conséquence de

- l'*American Taxpayer Relief Act* voté le 2 janvier - les hausses d'impôts supportées par les plus riches ont représenté 0,7 point du revenu avant impôt des ménages,
- du relèvement de 2 points des cotisations sociales payées par les salariés – qui atteignent désormais 15,7 % de la masse salariale,
- et des coupes dans les dépenses publiques effectives au 1^{er} mars – 85 milliards de dollars de coupes jusqu'en septembre 2013 dont la moitié affecte le Département de la défense, et dont 42 milliards sont effectives avant la fin de l'année fiscale 2013,

Dans ces conditions, la consommation des ménages n'a pu se raffermir. Sa contribution à la croissance reste faible, autour de 0,3 point par trimestre. Après le décrochage intervenu à la fin 2007, la consommation ne revient donc pas sur sa tendance de long terme. Deux raisons à cela : un revenu disponible qui progresse très modérément et une baisse du taux d'épargne contrainte jusqu'à l'année dernière par un taux d'endettement des ménages très élevé. Au premier trimestre 2013, grâce à l'amélioration de la situation patrimoniale des ménages, le choc fiscal, qui a affecté au premier chef le RDB des ménages (-2,1 % de baisse en termes réels par rapport au quatrième trimestre 2012) a pu être absorbé par la baisse du taux d'épargne d'1,5 point, ce qui a permis de lisser les dépenses de consommation. Au deuxième trimestre, la pression fiscale demeurant, les ménages ont maintenu leur taux d'épargne à 4,5 %.

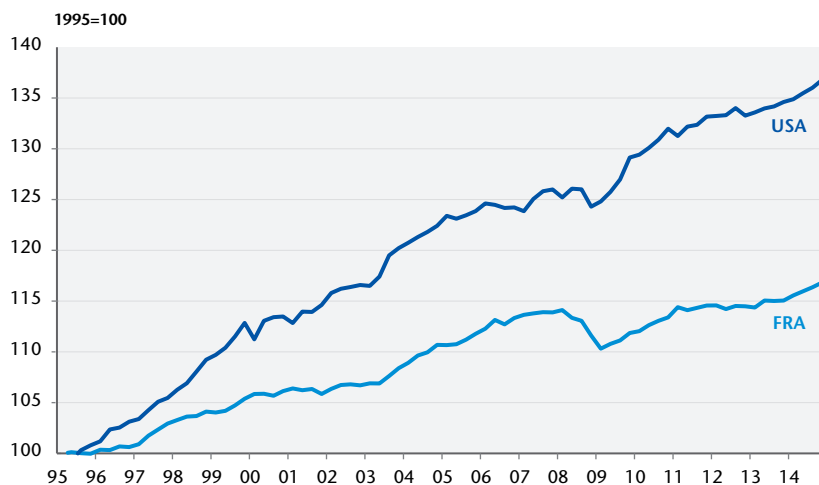
Le problème est que ce choc fiscal vient freiner une demande qui peine à se développer et alimenter les hésitations des entreprises à embaucher. Malgré la reprise économique, la situation sur le marché du travail ne s'améliore pas. L'emploi n'a pas retrouvé son

niveau d'avant-crise. Rapporté à la population en âge de travailler, il reste stable à un niveau plancher. En août, le taux d'emploi se situe à 58,6 % pour une moyenne depuis fin 2009 à 58,5 % et surtout un niveau d'avant-crise à 63 %. Faute de créations d'emplois suffisantes, la décrue du taux de chômage (de 8,1 % à 7,3 % en un an en août) tient au moins en partie par la baisse prolongée du taux d'activité. Or, depuis le début de la crise, cette baisse ne montre aucun signe d'inflexion, au contraire. Alors que la population en âge de travailler croît chaque mois au rythme moyen annualisé de 200 000, le nombre d'actifs a cessé d'augmenter depuis octobre 2012. Le taux d'activité qui avait déjà commencé à décliner en 2001 – après un point haut à 67 % – plonge depuis 2008, jusqu'à retrouver l'été dernier son niveau de 1978 (63,2 % en août 2013) ! Ainsi, depuis le début de l'année, la seule composante du taux de chômage qui baisse, c'est-à-dire celle du chômage de long terme (supérieur à 26 semaines) pourrait provenir de la sortie du marché du travail des chômeurs de plus de 55 ans en raison des coupes de prestations chômage dans les dépenses de l'État.

La détente du taux d'épargne au premier semestre est facilitée par l'amélioration de la situation patrimoniale des ménages. Déflaté des prix à la consommation, l'indice Case et Shiller des prix immobiliers a augmenté de 8,9 % sur un an. L'excès d'offre de logements se résorbe progressivement. Mais surtout la revalorisation des actifs immobiliers participe au sauvetage financier de nombreux ménages : au premier semestre, près de 3,5 millions de ménages ont ainsi vu la valeur de leur bien immobilier redevenir supérieure à l'encours de leur dette hypothécaire. À la fin du deuxième trimestre, il restait encore 14,5 % du nombre de crédits en negative equity. Cette amélioration a permis également la revalorisation du patrimoine immobilier des ménages. Rapportée au RDB des ménages, la richesse immobilière brute s'est accrue de 16,8 % de RDB depuis la mi-2012. Au printemps 2013, la dette brute immobilière représente 75,4 % de leur RDB, contre 100 % en 2008. Rapportée à la valeur du collatéral, elle est passée d'un maximum de 56 % à 45 % sur la période. Les ratios restent encore supérieurs à leur niveau de long terme mais plus de la moitié de l'effort d'ajustement a été réalisé, et ceci dans un contexte plus difficile (taux de chômage élevé, bas prix de l'immobilier, ...). Aussi, le solde entre les nouveaux crédits hypothécaires et les

remboursements des emprunts antérieurs est encore négatif, les ménages continuant à se désendetter, mais la hausse des prix se poursuit, notamment dans l'ancien, avec même une accélération au deuxième trimestre. Malgré cette amélioration globale, le marché du neuf reste à la traîne. Les transactions peinent à décoller et les mises en chantier stagnent, voire baissent depuis le début de l'année, avant même le resserrement des taux d'intérêt. L'investissement logement reste très dynamique (14,8 % sur un an au deuxième trimestre 2013) mais pourrait bien marquer une inflexion dans les prochains trimestres.

Graphique 1. Productivité du travail par tête en France et aux Etats-Unis dans l'ensemble de l'économie



Sources : INSEE, BEA, prévision OFCE octobre 2013.

À l'inverse, la situation reste favorable du côté des entreprises. L'ajustement à la faiblesse de la demande s'est fait par un contrôle strict des coûts de production, notamment du travail. À la différence d'autres pays tels que la France, les entreprises américaines ont réduit massivement l'emploi dès 2007 et n'ont pas enregistré un décrochage marqué de la productivité apparente du travail par rapport à la tendance passée depuis le début de la crise. Après un épuisement des gains commencé dès 2004, la productivité par tête s'est redressée en 2009 et 2010 au point de dépasser sa tendance passée, contrairement à ce qui se passe en France par exemple (graphique). La reprise est restée pauvre en emploi et s'est faite sur fonds de baisse des salaires réels : en 2011 et 2012, le salaire horaire

réel a baissé de respectivement 0,4 et 0,3 %. Dès lors, le taux de marge n'a jamais été aussi élevé que depuis 2010, à 35 %. Néanmoins, depuis la fin 2012, le ralentissement de la croissance se combine avec un ralentissement des gains de productivité et une reprise des hausses de salaires, en phase avec la reprise des créations nettes d'emplois. À la mi-2013, la productivité est revenue en dessous de sa moyenne de long terme alors que les coûts salariaux unitaires s'accroissent légèrement.

Des perspectives 2014 dépendantes de l'évolution du marché du travail

Dans ces conditions, les prévisions pour le deuxième semestre 2013 et l'année 2014 sont conditionnées à plusieurs hypothèses centrées sur la question budgétaire et le marché du travail.

La situation budgétaire américaine reste globalement préoccupante. La question de la soutenabilité de la dette à moyen terme se pose. Au premier trimestre 2013, la dette totale américaine atteint 104,9 % du PIB. Le plafond légal de dette au-delà duquel le gouvernement ne peut plus emprunter sur les marchés financiers est dépassé depuis le mois de mai – des mesures exceptionnelles devraient permettre de trouver des liquidités jusqu'à octobre. La difficulté désormais récurrente pour trouver un accord au Congrès de relèvement du plafond rend les négociations de plus en plus tendues. En 2012, le déficit public se situait à 8,3 % du PIB. En 2013 et 2014, en l'absence d'un accord parlementaire pour voter le budget, c'est le Budget Control Act de 2011 qui prévaut, avec la poursuite des coupes automatiques dans les dépenses de l'État fédéral. Or au premier trimestre 2013, la réduction plus forte que prévue du déficit budgétaire à 6,3 % du PIB relâche légèrement la pression sur les négociations. Cette bonne surprise s'explique en grande partie par des recettes fiscales meilleures, des dépenses en investissement publics plus faibles (-2,6 % en termes réels au premier trimestre 2013 par rapport au précédent, après -1 % et -1,4 % aux trimestres précédents), la baisse des charges d'intérêts et le versement accéléré de 95 milliards de dividendes des agences Freddie Mac et Fannie Mae au titre de la révision des clauses de tutelle à compter du début 2013. Elle peut donner des marges de manœuvre pour assouplir la pression sur l'économie en 2014. L'impulsion budgétaire resterait négative et pourrait être ramenée

à 0,7 en 2014, après 1,5 en 2013. Les principaux assouplissements porteraient sur la suppression partielle des coupes automatiques dans les dépenses de l'État. C'était l'option retenue dans le budget présenté par le Président le 10 avril dernier (et non le 4 février comme traditionnellement). Le solde budgétaire pourrait alors atteindre 5,1 % du PIB en 2014.

Sur le marché du travail, la question de l'emploi est liée à la dynamique de la croissance. En l'absence d'un raffermissement de la demande effective et de la demande anticipée, et même si des marges de manœuvre existent compte tenu de leur situation financière, les entreprises n'ont guère de raisons d'accroître le rythme des créations d'emplois ou des salaires. Après 1,8 % en 2012, l'emploi devrait progresser de 1,1 % en 2013 et 2014. Les salaires eux continueraient d'être affectés par les déséquilibres entre l'offre et la demande de travail. Aux chômeurs s'ajoute le sous-emploi – la population salariée contrainte à travailler à temps partiel pour raisons économiques – et la masse d'inactifs qui peut revenir sur le marché du travail en cas d'embellie conjoncturelle. Au total, 13,7 % de la population active est concernée. Or, la baisse du taux d'activité depuis la crise tient en partie à une mauvaise conjoncture (effet de flexion) : des jeunes qui restent plus longtemps à l'école, des femmes qui restent à leur domicile après avoir élevé leurs enfants, des chômeurs découragés de retrouver un emploi, des facteurs structurels expliquent également le déclin, notamment le vieillissement de la population. Alors que la population âgée de 25 à 54 ans a progressé de 1,5 % entre 2003 et 2011, celle âgée de 55 à 64 ans a progressé de 35 %, et celle de 65 à 74 de 18 %. Selon nos hypothèses, le taux d'activité pourrait continuer de baisser jusqu'en 2014, moins rapidement que par le passé cependant, et le taux de chômage reculerait jusqu'à 6,8 % à la mi-2014. Les salaires eux progresseraient au rythme de 2 % l'an, 0,6 % en termes réels. Dans ces conditions, la consommation des ménages pourrait s'accélérer à 2,1 % en 2014 après 1,8 % en 2013. Le taux d'épargne resterait bas. L'investissement logement continuerait à progresser car les conditions d'acquisition restent favorables et les prix sont bas. Mais les taux d'endettement sont encore trop élevés pour que les ménages réamorcent un nouveau cycle d'emprunts. Le rythme d'investissement restera inférieur à celui enregistré depuis fin 2011.

Dans cette perspective, l'annonce par la Réserve fédérale de la fin de sa politique d'injection des liquidités sur les marchés obligataires marque un nouveau tournant. Sans être effective, cette annonce s'est accompagnée d'un resserrement des taux longs de plus d'1 point en quelques mois. Ce mouvement haussier devrait s'atténuer une fois que le retournement des anticipations aura bien été intégré par les marchés. Mais le resserrement ne devrait pas être effectif avant 2014, d'autant que la politique budgétaire restera restrictive. En attendant, le dollar pourrait continuer de se déprécier vers 1,35 dollar pour 1 euro d'ici à la fin de l'année.

Encadré. La dernière révision complète des comptes nationaux

Le 31 juillet 2013, en même temps qu'il publiait la première version des comptes du deuxième trimestre 2013, le *Bureau of Economic Analysis* sortait la révision complète des comptes nationaux. Tous les 5 ans, le BEA met à jour les comptes sur la base notamment du recensement économique et des nouveaux tableaux d'entrée-sortie, et ajuste les concepts et méthodes utilisés.

Les principaux changements introduits sont les suivants :

les dépenses en Recherche et Développement qui jusqu'alors étaient traitées comme une consommation intermédiaire sont considérées comme un investissement fixe. La dépréciation de cet actif est ajoutée à la consommation de capital fixe.

De même, les productions de spectacles, et créations d'œuvres artistiques ou littéraires sont elles aussi considérées comme des dépenses d'investissement fixe.

La capitalisation couvre désormais le coût des transferts de propriété des actifs de l'immobilier résidentiel.

Le régime de retraite à prestations définies passe à une compatibilité d'exercice.

Le traitement des salaires et rémunérations est harmonisé et passe lui aussi à une compatibilité d'exercice.

C'est sur la période récente que l'impact est le plus marqué : entre 2007 et 2012, la croissance moyenne annuelle passe de 0,6 % à 0,8. La récession (2007t4-2009t2) a été moins violente : -2,9 % au lieu de -3,2 et la reprise (2009t2-2013t1) un peu plus soutenue : 2,2 % au lieu de 2,1 %. Le taux d'épargne des ménages est révisé en moyenne de 2 points. La croissance de 2012 est relevée de 0,6 point à 2,8 %. Les changements portent principalement sur la consommation privée (0,2 point), l'investissement (0,17 point) et les dépenses publiques (0,14 point).

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2012				2013				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,9	0,3	0,7	0,0	0,3	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	2,8	1,5	2,4	2,3
PIB par tête	0,7	0,1	0,5	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	2,0	0,7	1,6	1,5
Consommation des ménages	0,7	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	2,2	1,8	2,1	2,2
Dépenses publiques ¹	-0,3	0,1	0,9	-1,7	-1,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-1,0	-2,3	-0,7	0,7
FBCF privée dont	2,1	1,2	0,7	2,8	-0,4	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,3	8,3	4,8	6,5	4,7
Logement	5,3	1,4	3,4	4,6	3,0	3,1	2,5	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	12,9	13,3	9,2	8,1
Productive	1,4	1,1	0,1	2,4	-1,2	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,1	7,3	2,9	5,8	3,9
Exportations de biens et services	1,0	0,9	0,1	0,3	-0,3	2,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,5	2,5	4,3	4,1
Importations de biens et services	0,2	0,6	0,1	-0,8	0,2	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	2,2	1,7	3,6	3,8
Variations de stocks	89	57	77	7	42,2	62,6	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	57,6	56,2	60,0	60,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,5	0,6	0,4	0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	2,5	1,5	2,4	2,4
Variations de stocks	0,1	-0,2	0,1	-0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1
Prix à la consommation ²	2,8	1,9	1,7	1,9	1,7	1,4	1,5	1,5	1,6	1,8	1,4	1,2	2,1	1,5	1,5	1,4
Taux de chômage, en %	8,2	8,2	8,0	7,8	7,7	7,5	7,3	7,1	6,9	6,8	6,8	6,9	8,1	7,4	6,9	7,0
Solde courant, en points de PIB	-3,0	-2,7	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6	-2,3	-2,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,7	-2,4	-2,1	-2,0
Solde public, en points de PIB													-9,3	-6,1	-5,1	-4,2
Impulsion budgétaire													-1,4	-1,5	-0,7	-0,8
PIB zone euro	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1	1,6

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 2013.

ASIE : CRISE OU COUP DE FREIN À LA CROISSANCE ?

Amel Falah

Département analyse et prévision

En 2012, la croissance de l'activité en Asie a bien résisté, malgré une baisse de régime durant l'été. Son dynamisme toujours impressionnant contraste encore avec une conjoncture mondiale souvent incertaine. Malgré la faiblesse des économies avancées, l'Asie émergente a maintenu un rythme de croissance assez soutenu, même s'il a ralenti en 2012 (+5,8 % en net repli par rapport aux +7,5 % de 2011).

La demande intérieure a soutenu la croissance dans l'ensemble de la région, les gouvernements recourant à la fois aux politiques budgétaire et monétaire pour stimuler la consommation et l'investissement. Les marges de manœuvre monétaire et budgétaire sont confortables, même si les tensions inflationnistes en Inde et en Indonésie et la hausse des prix immobiliers en Chine incitent à la prudence.

La faiblesse de la demande extérieure a pesé sur la croissance en 2012 dans la plupart des économies de la région. De ce fait, les excédents des soldes courants se sont détériorés l'an dernier, mais les positions des réserves internationales sont demeurées fortes, reflétant des entrées considérables de capitaux. Malgré les politiques monétaires très expansionnistes des pays émergents, leurs monnaies se sont réappréciées vis-à-vis du dollar, particulièrement depuis fin 2012. Des mouvements violents vis-à-vis du yen ont été enregistrés fin 2012 avec l'arrivée au pouvoir du nouveau Premier ministre (Shinzo Abe).

La Chine reste la principale dynamo des pays de la région. Sa croissance se renforce en fin d'année 2012, soutenue par le redressement de l'investissement et des exportations. Ce rattrapage n'a toutefois pas permis de compenser le net ralentissement enregistré au premier trimestre. La croissance devrait atteindre 7,8 % en moyenne en 2012.

Autre locomotive de l'économie asiatique, **l'Inde** a vu sa croissance ralentir à 3,8 % en 2012-2013, soit son plus mauvais résultat depuis 10 ans. En 2011-12, le PIB avait progressé de 7,7 %, montrant déjà des signes d'essoufflement après plusieurs années de croissance proche des 9 %. Un manque de confiance des investisseurs (5 % des actifs détenus par les investisseurs ont été vendus), une forte inflation et une faible demande des pays occidentaux expliquent la dégradation de l'activité de la troisième puissance économique. L'Inde a été la plus affectée par les sorties de capitaux. Depuis fin août, sa monnaie s'est dépréciée de plus de 15 % face au dollar.

Pour 2013, 2014 et 2015, nous prévoyons une poursuite des tendances en cours. Nous tablons donc sur une croissance dans la zone Asie de 6,0 % par an.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Tableau 2. Zone Asie : résumé des prévisions de commerce

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012	2013	2014	2015
Importations	2,9	3,1	2,7	3,1
Exportations	1,6	3,5	2,0	3,0
Demande adressée	2,9	2,3	3,1	3,5

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2013.

Hétérogénéité entre les différents pays de la zone

La croissance **indienne** a atteint 2,5 % au second trimestre 2013. L'activité dans les services (en particulier dans les secteurs « commerce, hôtels, transports et télécommunication » et « banques et assurances ») a fortement ralenti. Dans le secteur minier, la production a même reculé. Il en est de même du secteur de la construction (-3,8 % au second trimestre 2013). Seule la production manufacturière a accéléré, mais son rebond s'est avéré trop faible pour compenser les évolutions des autres secteurs. La production industrielle a progressé en juillet 2013 de + 3,0 %, après les contre performances des deux mois précédents (-3,6 % en mai et -1,7 % en juin). Les exportations continuent de progresser, mais s'essouffent : après une hausse de +4,8 % au premier trimestre 2013, la progression s'est limitée à +0,7 % au second. Les importations continuent de baisser (-4,1 % au deuxième trimestre 2013) en lien avec la faiblesse de la demande intérieure (-1,3 % sur la même période). Au-delà du ralentissement de la croissance, l'Inde souffre de deux déficits importants : un déficit budgétaire (9,5 % du PIB), et un déficit de la balance des paiements courants (3,8 % du PIB bien au-delà du seuil des 2,5 % jugé tolérable par la Banque centrale indienne). La crainte des investisseurs de voir une crise apparaître et s'accroître à l'instar de celle de 1991 – le pays a dû faire face à un re-basculé significatif des flux de capitaux qui s'étaient massivement portés sur les marchés émergents en 2010-2011, vers les actifs en dollars. Les autorités monétaires ont décidé de réduire la liquidité au sein de l'économie sans pour autant augmenter leur principal taux directeur. Ces mesures n'ont pas permis de stopper les attaques contre la roupie, ni la correction sur la bourse indienne. La roupie a atteint son plus bas historique en août 2013, à 63 roupies pour un dollar.

Ces actions ont été pour l'instant suffisantes pour contenir les sorties de réserves de change (réserves de change qui avaient fait défaut en 1991). L'importance des déficits, la dépréciation de la roupie et les tensions inflationnistes (+11 % en août 2013) ont fini par dégrader la confiance des investisseurs.

En 2012, l'activité en **Corée du Sud** a enregistré une croissance de 2 % contre 3,7 % en 2011, soit sa plus faible performance depuis 2009, en raison du ralentissement des exportations et de l'investissement. Les exportations ont été victimes de la baisse de la demande des principaux clients chinois, américains, européens et japonais, dont les économies ont été impactées par la crise en 2012 : elles ont baissé de +12,6 % en 2011 à +6,6 % en 2012. La mise en place d'accords de libre-échange en a peut-être atténué la portée mais n'a pu empêcher la Corée d'être affectée par l'atonie de la demande mondiale. La Banque centrale, inquiète des perspectives de croissance des exportations et de la consommation des ménages, a mis en place une politique de soutien plus actif à la croissance, alors qu'elle avait fait de la lutte contre l'inflation sa priorité. Cet assouplissement a été rendu possible par le ralentissement continu de l'inflation (+0,6 % en août 2013). En 2013, la croissance du PIB s'est légèrement accélérée au deuxième trimestre (+ 2,3 %) grâce à un rebond de l'investissement productif de + 5,7 %, notamment dans les secteurs de l'électronique et de l'automobile, en raison du taux élevé d'utilisation des facteurs de production et du relâchement de la politique monétaire engagé en juillet 2012. La contribution des échanges extérieurs est redevenue positive depuis deux trimestres (+0,5 au premier trimestre 2013 et +0,3 au second). L'appréciation du won a permis la réduction de la facture énergétique du pays, tout en limitant l'inflation importée.

À **Singapour**, le PIB s'était accru au-delà de 7,5 % avant la crise, puis s'était fortement contracté en 2009 (-0,9 %), avant de rebondir pour atteindre une valeur exceptionnelle de 14,8 % en 2010, stimulé par la reprise régionale, la forte croissance des exportations et la vigueur retrouvée de la demande intérieure. Sous l'effet de la rupture d'approvisionnement causée par le séisme qui a touché le Japon, puis de la baisse de la demande mondiale et de la crise de la zone euro, la croissance de Singapour s'est à nouveau détériorée en 2012 : elle n'a atteint que 1,3 %, après 5,2 % en 2011. Au deuxième trimestre 2013, le PIB a rebondi (+3,7 %) après s'être contracté au

premier. Les exportations ont nettement marqué le pas (+6,1 % au deuxième trimestre 2013 contre -0,8 % au premier). L'investissement productif, quant à lui, a baissé depuis deux trimestres (-0,9 % au premier et -2,5 % au second). L'inflation est restée modérée à 2 % au mois d'août 2013, après avoir atteint un pic à 6 % à l'été 2012.

L'**Indonésie** a connu une croissance de +6,2 % en 2012, principalement tirée par la consommation des ménages (+5,3 %) grâce à la croissance du crédit et au faible niveau des taux d'intérêt. Elle a été également soutenue par une relance massive des investissements (privés et publics) et par les exportations de matières premières (hydrocarbures, produits agricoles) et de biens de consommation. Au deuxième trimestre 2013, la croissance est toujours aussi vigoureuse, avec +7,4 %. Les exportations ont cependant plafonné à 4 % depuis deux trimestres, conséquence de la baisse des prix mondiaux.

En 2012, face à une conjoncture internationale déprimée, la croissance de la **Malaisie** a montré une nouvelle fois une remarquable résilience, avec une performance de 5,6 %. Elle est toujours soutenue par la consommation privée (marché du travail tendu et large saupoudrage électoraliste du budget fédéral) et par le rebond de l'investissement, essentiellement privé. La coalition de gouvernement, le Barisan National (BN), dirigée par Najib Razak, a dû faire face en 2010-2011 à une montée de l'opposition rassemblée dans l'alliance Pakatan Rakyat. Celle-ci pourrait permettre au nouveau gouvernement de poursuivre son plan de consolidation budgétaire. Le déficit budgétaire est ramené à 4,5 % du PIB en 2012. Au deuxième trimestre 2012, la consommation (+7 %) et l'investissement (+7,1) compensent la baisse des exportations (-5,3 %). En 2013, la production industrielle ne se redresse que légèrement à l'été (+2,7 % en juillet 2013), loin de son point haut atteint en mars 2013 (+11,7 %). La faiblesse de l'inflation, autour de 2 %, laisse les marges nécessaires pour soutenir l'activité.

L'économie **thaïlandaise**, qui avait subi un violent ralentissement en 2011 (+0,1 %) sous l'effet des pires inondations depuis des décennies, a progressé de +6,4 % en 2012, principalement grâce à la consommation des ménages et à l'investissement, tiré par la reconstruction. Le tourisme, autre secteur important, se porte également très bien. Les exportations, qui représentent toujours

une part importante de l'économie thaïlandaise, ont toutefois décliné dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale. Toutes les mesures prises pour relancer l'économie (plan de relance pour la reconstruction des infrastructures, triple baisse du taux directeur par la Banque centrale à 2,75 %, aides aux ménages pour les biens durables, hausse des salaires, baisse des impôts pour les entreprises, politique de soutien aux producteurs de riz...) ont contribué à soutenir la croissance. La bonne performance économique de la Thaïlande, conjuguée à une stabilité politique, attire les investisseurs étrangers. On observe une forte croissance des IDE, surtout vers l'automobile, l'électronique, la sidérurgie et l'agroalimentaire. L'appréciation du bath s'est amplifiée par l'afflux massif de capitaux étrangers. La production industrielle a connu un boom de 10 % en début d'année 2013, grâce à la forte demande intérieure. L'inflation reste modérée autour de 2 % début 2013.

En 2012, la croissance du PIB de **Taiwan** n'a atteint que 1,3 %. Au premier trimestre 2013, l'activité s'est contractée (-0,8 %) pour reprendre au deuxième trimestre avec 0,5 %. Les exportations à destination des États-Unis et de la Chine s'essouffent. Taiwan continue à produire des marchandises demandant une main-d'œuvre nombreuse et donc délocalise encore beaucoup en Chine. L'investissement productif, principal moteur de l'activité, est resté robuste avec +14,0 % au premier trimestre 2013.

En 2012, la croissance de l'économie de **Hong Kong** a ralenti à +1,4 %, principalement à cause d'un tassement des exportations. Par ailleurs, une inflation galopante (+6,2 % au deuxième trimestre 2013), en particulier dans l'alimentation et l'immobilier, frappe la cité hongkongaise. La hausse des prix de vente des logements a atteint plus de 30 % sur un an en février 2013.

Au moment où la Chine et l'Inde montrent des signes d'essoufflement de leur croissance, les **Philippines** ont affiché en 2012 un taux de croissance de 6,6 %. C'est l'un des meilleurs taux enregistré en Asie cette année. L'activité, soutenue par la consommation des ménages, a de nouveau accéléré au premier trimestre 2013, avec + 3,3 %. Grâce aux efforts de diversification des exportations (marchés et produits) entrepris depuis plusieurs années, les exportations nettes ont continué de contribuer positivement à la croissance début 2013. Mais c'est surtout la demande

intérieure qui tire l'activité. La consommation privée, qui représente plus de 70 % du PIB, a été le principal moteur de la croissance en 2012 et au premier et deuxième trimestre 2013, progressant respectivement de 5,6 % et 5,7 % en glissement annuel. Les transferts des travailleurs philippins émigrés (environ 8 % du PIB) fournissent un important soutien à la consommation privée et, depuis quelques trimestres, aux secteurs de la construction et de l'immobilier. Après 3,1 % en moyenne sur l'année 2012, le taux d'inflation s'est établi à 2,3 % en moyenne sur les 8 premiers mois de 2013, en deçà de la limite basse de la cible d'inflation de la banque centrale (3 %-5 %).

2013-2014-2015 : La course en avant

L'Asie émergente a connu un passage à vide au cours des trois premiers trimestres de 2012. Sous l'impulsion de la Chine, l'activité s'est renforcée au dernier trimestre. De plus, les pays émergents ont commencé à réorienter leur développement en direction de leur marché domestique ; ils sont ainsi un peu moins vulnérables aux soubresauts du commerce mondial qui était à l'arrêt. Il est vrai qu'avec plus de 5,8 % de croissance en 2012 en un an, le rythme reste appréciable. Mais il s'agit de la plus faible progression depuis 2009. Nous prévoyons une croissance dans la région Asie de 6,0 % en 2013 et 2014 et de 6,1 % en 2015. Les deux grandes économies de la région, la **Chine** et l'**Inde** ont accusé un net ralentissement en 2012. La **Chine** devrait connaître une croissance économique de +7,5 % en 2013 et de +7,2 % en 2014 et 2015. En Inde, la progression du PIB devrait également s'accélérer (+5,0 % en 2013, +5,5 % en 2014 et +5,9 % en 2015). Les investissements joueront un rôle déterminant dans l'amélioration de croissance. L'avancement des réformes de structures visant à renforcer l'investissement sera toutefois compromis par un climat d'instabilité économique. De plus, l'Inde, comme les autres pays émergents, subit le contrecoup de la chute de la demande occidentale et, de manière plus aiguë, elle paie l'addition de la nouvelle politique de la Réserve fédérale américaine. Il aura suffi que la Réserve fédérale annonce qu'elle mettrait fin à sa politique monétaire accommodante de soutien à l'activité des États-Unis pour fragiliser la position des pays émergents. Les flux de capitaux internationaux, après s'être déversés sur les économies émergentes, sont en train de revenir en Amérique du

Nord et même en Europe, ce qui rend moins facile l'accès aux liquidités. Ce mouvement a pour conséquence d'affaiblir certaines devises ; le cas le plus spectaculaire est celui de la roupie.

Hong Kong, Taiwan et Singapour ont été particulièrement affectés par le ralentissement mondial en 2012. Leurs croissances ont à peine dépassé 1 %, mais pourraient s'accélérer en 2013-2014 (vers un peu plus de 3 %) et en 2015 (à 4 %). En 2013, la croissance coréenne devrait légèrement redémarrer. L'investissement devrait afficher de bonnes performances, notamment dans les secteurs de l'électronique et de l'automobile en raison du taux élevé d'utilisation des facteurs de production et du relâchement de la politique monétaire engagé en juillet 2012.

La faiblesse des économies industrialisées a forcé les pays émergents d'Asie, très dépendants des exportations, à recourir à leurs forces internes. Plusieurs grandes économies émergentes subissent des tensions financières depuis la fin du printemps 2013, qui risquent de peser sur leurs perspectives de croissance. Les conditions de financement extérieur devraient être moins durables. Les fuites de capitaux n'ont jusqu'à présent entamé que modérément les réserves de change. Dans ce contexte international incertain, les autorités monétaires des pays concernés n'hésiteront pas à intervenir afin d'éviter une dépréciation trop grande de leur devise et protéger la compétitivité de leurs exportations.

AMÉRIQUE LATINE : EN QUÊTE D'UN NOUVEAU SOUFFLE

Christine Rifflart

Département analyse et prévision

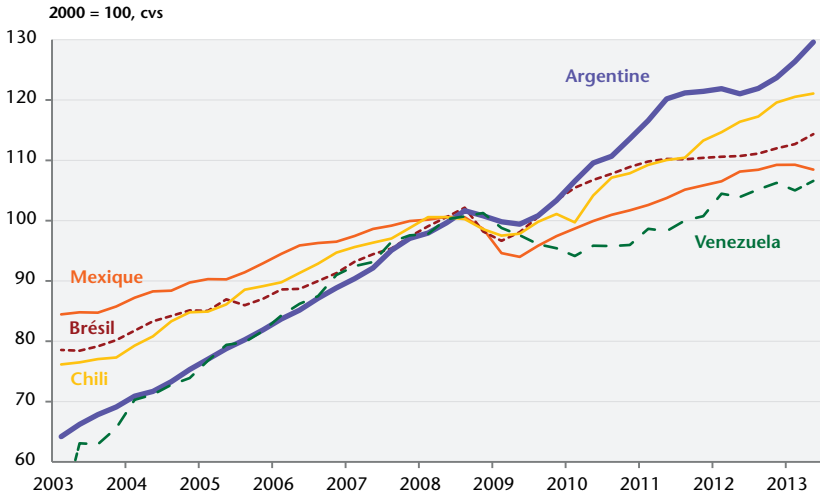
Après la reprise de 2010 et le ralentissement de 2011 et 2012, la croissance repart depuis quelques trimestres, entraînée notamment par le Brésil qui pèse pour plus d'un tiers de la zone. Pour autant, les performances restent mauvaises et les difficultés rencontrées sont nombreuses. La région se heurte de plus en plus à des contraintes de capacités productives. Dans ce contexte, le retrait des capitaux étrangers qui a suivi l'annonce de la réserve fédérale sur un changement de cap de sa politique monétaire durcit les conditions de financement de la région. Mais il s'agit davantage d'un retour à la normale qu'une crise de défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de la région. Il n'en demeure pas moins que plusieurs pays doivent trouver les moyens de dépasser les blocages auxquels ils sont de plus en plus confrontés, celui du manque d'investissement notamment. La croissance resterait donc contrainte autour de 2,8 % en 2013 et 2014.

Une reprise à peine amorcée que déjà essoufflée

Après avoir ralenti pendant 6 trimestres, la croissance est stable depuis la mi-2012 autour de 2,5 % l'an. Le mouvement est largement impulsé par deux poids lourds de la région : le Brésil et l'Argentine qui, après une forte décélération, ont vu leur activité reprendre au-delà de ce qui était attendu (graphique 1). Ainsi, entre le deuxième trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2013, la croissance annuelle du PIB est passée en rythme annuel de 0,4 % à 3,3 % au Brésil, et de 0,7 % à 7,1 % en Argentine. Dans certains pays, la croissance ralentit mais reste malgré tout soutenue: 4 % après 5,8 % au Chili, tout comme en Colombie et au Pérou : 4,2 % après 4,8 % et 5,6 % près 6,3 % respectivement. À l'inverse, elle s'est infléchie

nettement au Mexique (de 4,2 à 0,3 %) et au Venezuela de 5,8 % à 2,6 %. Ces performances restent en deçà des 5 % de taux de croissance moyen que la région enregistrait avant la crise. Est-ce à dire que la tendance de moyen terme s'est infléchiée ? En tout cas, si certains pays sont bien revenus sur leur trajectoire passée, le Brésil et le Venezuela restent nettement en dessous.

Graphique 1. PIB dans quelques pays d'Amérique latine



Au Brésil, si la croissance du PIB de 1,5 % au deuxième trimestre par rapport au précédent a surpris par son ampleur, il n'en demeure pas moins qu'elle devrait être en moyenne annuelle à peine supérieure à 3 % en 2013 et 2014, insuffisante pour ramener le PIB vers sa trajectoire de long terme observée dans le passé. En attendant, cette reprise marque le succès du *policy mix* de 2011 et 2012. La hausse des dépenses en infrastructures touristiques et de transport, pour préparer la coupe du monde football de 2014 et les jeux Olympiques de 2016, ainsi que la distribution de prêts aux entreprises *via* la Banque nationale de développement économique et Social ont eu raison de la stagnation économique qui s'installait en 2009. Mais si l'activité est repartie, elle s'est faite alors que les tensions inflationnistes étaient encore présentes sous l'effet d'un marché du travail tendu, notamment dans l'industrie. En juin dernier l'inflation a atteint 6,7 %, soit au-dessus de la borne haute de la bande 2,5-6,5 % visée par la banque centrale. Or, il en va de la

crédibilité des autorités monétaires qui jouent sur l'ancrage des anticipations de prix à moyen terme. Simultanément, le déficit courant qui est resté autour de 2,1 % entre 2010 et mi 2012, s'est creusé à 3,2 % au deuxième trimestre 2013. Face au retrait des investisseurs étrangers du Brésil et à la chute du real face au dollar pendant l'été dernier, la banque centrale est dès lors confrontée à un dilemme : soutenir une croissance déjà molle en limitant la hausse des taux d'intérêt, ou bien tout faire pour respecter la cible d'inflation. Elle a opté pour un *mix* entre pragmatisme et orthodoxie : le taux directeur SELIC a été relevé de 7,25 % à 9 % depuis avril et des accords de *swaps* de devises ont été pris depuis fin mai entre banques centrales pour éviter que le real ne s'effondre davantage et limiter l'inflation importée.

Le Venezuela, lui, arrive aux limites d'une situation marquée par une mauvaise gestion macroéconomique et une grave pénurie de devises. En 2012, la croissance a été largement soutenue par les dépenses publiques dont une grande partie est financée par les recettes fiscales tirées du pétrole et l'autre partie par la création monétaire. Exclu, comme l'Argentine, du marché international des capitaux, le pays compense cette absence de ressources financières par des dévaluations récurrentes du bolivar qui nourrissent une inflation galopante, malgré le blocage des prix de base. La dévaluation de 32 % en février dernier, suivie quelques semaines après de la vente de 200 millions de dollars s'est traduite par une inflation atteignant 39,6 % en juin dernier, contre 21,3 % en juin 2012. De plus en plus, le pays est confronté à des problèmes d'approvisionnement (pénurie de produits de base, difficultés à importer), tandis que les réserves de change atteignent un seuil critique qui pourrait bien augurer à court terme d'une crise de balance des paiements.

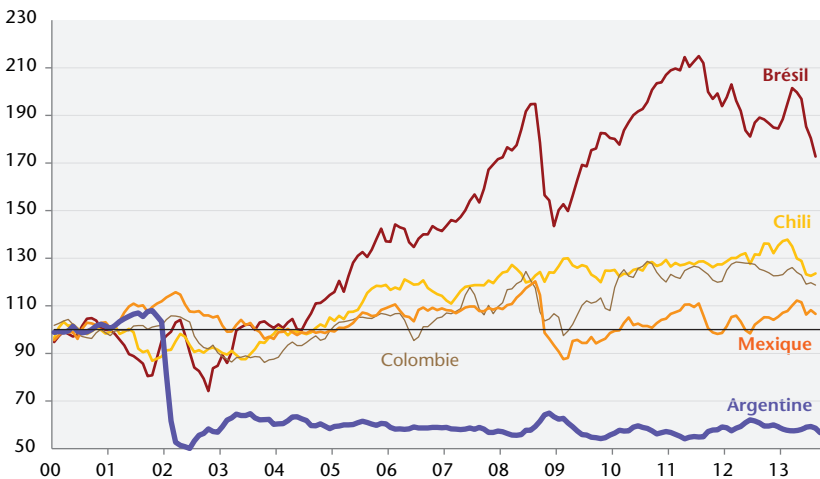
En Argentine, les perspectives de croissance sont nettement meilleures qu'au Venezuela mais les déséquilibres financiers posent là aussi des problèmes. Après 0,9 % en 2012, la croissance s'accélère en 2013. Elle devrait approcher 6 %. Toutes les composantes de la demande ont repris et bénéficient notamment du soutien des politiques publiques, à l'approche des élections législatives d'octobre 2013. Mais l'inflation, officiellement à 10,6 % en juillet, serait plus proche de 25 %. Le déficit budgétaire se creuse tandis que la dette publique d'un point bas à 41 % début 2012 s'est accrue autour de 45,5 % début 2013. Enfin, l'excédent courant est

en voie d'extinction et les réserves de change, bien qu'encore conséquentes puisqu'elles couvrent plus de 2,5 mois d'importations de marchandises, baissent régulièrement depuis décembre pour limiter la dépréciation du peso. La monnaie a perdu 27 % de sa valeur face au dollar entre janvier 2011 et juillet 2013, dont 16 % sur la dernière année.

Des perspectives médiocres pour 2013 et 2014

Dans ce contexte, le retrait des capitaux étrangers de la région qui a suivi l'annonce, le 22 mai, par la Réserve fédérale d'arrêter à une date encore indéterminée, ses achats de titres publics sur les marchés à moyen et long terme pourrait-il venir bousculer les perspectives de croissance de la région ? Comme on l'a vu en 2010 et début 2011, l'afflux de liquidités dans la région s'était traduit par un renchérissement de l'ensemble des monnaies, au premier chef le real brésilien (graphique 2). Le retournement des taux de change opéré entre avril et août 2013 (16 % au Brésil), combiné à la chute des bourses et le rehaussement des *spreads* sur le marché des titres de dettes souveraines illustrent le changement de cet environnement financier international. Mais après une période de sur-réaction à l'annonce, les taux de change se sont réappréciés en septembre et les primes de risque ont amorcé une baisse.

Graphique 2. Taux de change effectif réel des monnaies



Source : JP Morgan.

Aujourd'hui, les marchés financiers se normalisent et sanctionnent davantage les déséquilibres de balance des paiements de certains pays qu'un risque de défaut de paiement à court terme. Ainsi, la baisse du real vient corriger au moins partiellement la surévaluation du taux de change qui s'est installée depuis 2007, ce qui pourra profiter à la compétitivité des produits brésiliens.

En plus de ces moindres liquidités disponibles sur les marchés financiers, la faiblesse de la croissance mondiale devrait se traduire par une croissance modérée de la demande, et notamment de la demande en matières premières. Les prix pourraient donc au mieux se stabiliser, au pire reculer – c'est déjà le cas pour les produits alimentaires – et les termes de l'échange, se dégrader. Dans ces conditions, la croissance resterait modérée en 2013 et 2014, autour de 2,8 %.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012	2013	2014	2015
PIB	2,8	2,7	2,9	2,7
Argentine	1,9	6,3	3,1	2,5
Brésil	0,9	3,2	3,4	2,5
Mexique	3,6	0,9	2,3	2,5
Importations	2,1	5,9	4,7	3,6
Exportations	2,0	0,2	3,9	4,3
Demande adressée	1,9	3,5	4,1	6,0

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

LES PECO RÉSISTENT

Marion Cochard

Département analyse et prévision

Après une année 2012 en fort ralentissement, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un léger rebond de croissance au premier semestre 2013. Dans le sillage de la zone euro, de l'Allemagne en particulier, les économies de la zone bénéficient d'un regain de demande de l'extérieur et multiplient les signes de reprise. L'amélioration des perspectives de la zone euro à l'horizon de la prévision, de même qu'un assouplissement de la politique budgétaire, devraient sortir progressivement la zone de l'ornière au cours de l'année 2013. Le véritable rebond de croissance devrait se faire sentir à partir de 2014, avec une croissance économique moyenne de la zone à 2,4 %, contre 0,9 % en 2013. L'économie russe, quant à elle, voit sa croissance ralentir depuis la mi-2012, entravée par un risque de surchauffe. Compte tenu de nos prévisions de prix des matières premières, les perspectives de croissance de la Russie baissent à 2,9 % pour 2014.

Europe centrale

Après un premier trimestre 2013 en fort ralentissement, les Nouveaux Pays Membres (NPM) ont vu se multiplier les signes de regain d'activité à partir du deuxième trimestre. Dans la plupart des pays, la croissance du PIB est repartie à la hausse au deuxième trimestre, tirée à la fois par un rebond de la production industrielle et une accélération de la consommation des ménages. Dans les pays les plus ouverts, la croissance a surtout bénéficié de la reprise du commerce extérieur, grâce au rebond de croissance de la zone euro au deuxième trimestre. De plus, les importants ajustements structurels en matière budgétaire réalisés jusqu'en 2012 ont permis de réduire les déséquilibres dont souffraient la plupart des pays de

la zone, et ont laissé place à une politique davantage tournée vers la reprise de la croissance économique. Enfin, les pays d'Europe centrale semblent échapper à la défiance qui gagné la plupart des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Les taux de change des pays de la zone se sont légèrement dépréciés depuis le début de l'année 2013, mais ils ont bien résisté en comparaison des autres pays émergents (avec des dépréciations ne dépassant pas 3 %). Ce qui est d'autant plus remarquable qu'ils avaient été les premiers affectés par la volatilité du change au cœur de la crise en 2009. Cette résistance s'explique probablement par la diminution du risque de change perçu, consécutif à la réduction drastique des déséquilibres qui caractérisaient la zone avant la crise (déficit publics et courants).

Tableau 1. Politique budgétaire

	déficit 2012	Impulsion budgétaire			
		2012	2013	2014	2015
Pologne	-3,9	-2,2	-1,1	-0,3	-0,1
République tchèque	-4,4	-1,8	-0,2	0,2	0,3
Hongrie	-2,0	-4,9	1,3	0,7	0,2
Roumanie	-2,9	-1,3	-1,4	-0,7	0,0
Bulgarie	-0,8	-1,5	0,1	0,4	0,0
Lituanie	-3,2	-1,2	-1,0	-0,5	-0,2
Lettonie	-1,2	-0,4	0,7	-0,2	0,1
Peco	-3,3	-2,3	-0,5	-0,1	0,0

Sources : Programmes de stabilité, Commission européenne.

À l'horizon de la prévision, les économies d'Europe centrale continueront d'évoluer dans le sillage de la zone euro. Tirés par la reprise progressive du commerce extérieur en zone euro, bénéficiant d'un important assouplissement budgétaire (notamment en Hongrie et République tchèque, à la faveur d'une année électorale, tableau 1), ils verront leur croissance repartir progressivement, pour atteindre +2,2 % en moyenne sur la zone pour l'année 2014 et 2,5% en 2015, après +0,9 % en 2013 (tableau 2).

Tableau 2. Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

Croissance du PIB	Poids	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nouveaux pays de l'UE :	34,4	2,1	3,2	0,7	0,9	2,2	2,5
- Pologne	13,8	3,9	4,5	1,9	1,0	2,3	2,5
- République tchèque	5,7	2,5	1,8	-1,3	-0,7	1,7	2,2
- Hongrie	4,9	1,3	1,6	-1,7	0,3	1,3	1,4
- Pays baltes	2,2	1,2	6,3	4,2	3,3	3,8	3,6
Russie	46,4	4,5	4,3	3,4	2,2	2,9	2,8
Autres CEI ¹	17,9	6,0	5,9	2,6	2,4	4,0	3,6
Total	100,0	3,7	4,1	2,3	1,8	3,0	2,8

1. Communauté des États indépendants.

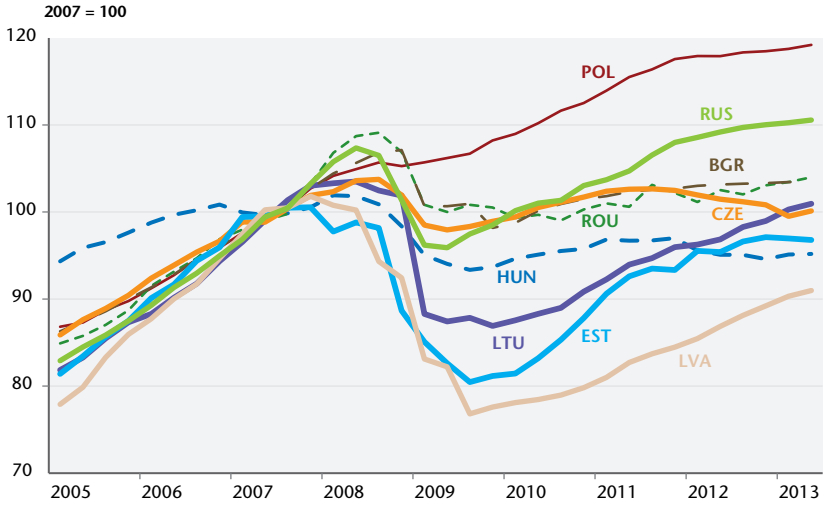
Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Russie : en panne sèche

Après un début d'année 2012 en forte croissance, la Russie a connu un ralentissement de son économie au second semestre 2012. Ce ralentissement s'est amplifié au premier semestre 2013, avec une croissance en glissement annuel de 1,6 % au premier trimestre, et 1,2 % au deuxième trimestre (contre 3,4 % de croissance pour l'année 2012). La croissance russe demeure très dépendante des matières premières non-agricoles – qui représentent 70 % des exportations russes, et la moitié des revenus de l'État –, et a donc pâti de la décreue des recettes pétrolières au premier semestre 2013. Dans le même temps, la production industrielle a stagné tout au long du semestre, l'investissement s'est contracté, ce qui n'a pas empêché le taux d'utilisation des capacités de production de continuer sa progression. L'économie russe continue donc à souffrir du « syndrome hollandais », et voit son industrie affecter un peu plus chaque année son potentiel de croissance. La croissance russe repose donc principalement sur la consommation, en partie alimentée par les ressources pétrolières et gazières, mais dont l'expansion ralentit depuis le début d'année. Dans ce contexte, les marges de manœuvre en matière de politique économique apparaissent limitées : d'abord, la baisse des recettes pétrolières contraint les possibilités de relance budgétaire ; ensuite, la banque centrale voit sa politique monétaire entravée par la progression du crédit, des sorties importantes de capitaux privés et

le risque de surchauffe. À l’horizon de notre prévision, et compte tenu de nos prévisions de prix des matières premières, la croissance devrait donc se maintenir sous la barre des 3 %.

Graphique. PIB en volume



Sources : Sources nationales.

ROYAUME-UNI : REPRISE FRAGILE

Catherine Mathieu

Département analyse et prévision

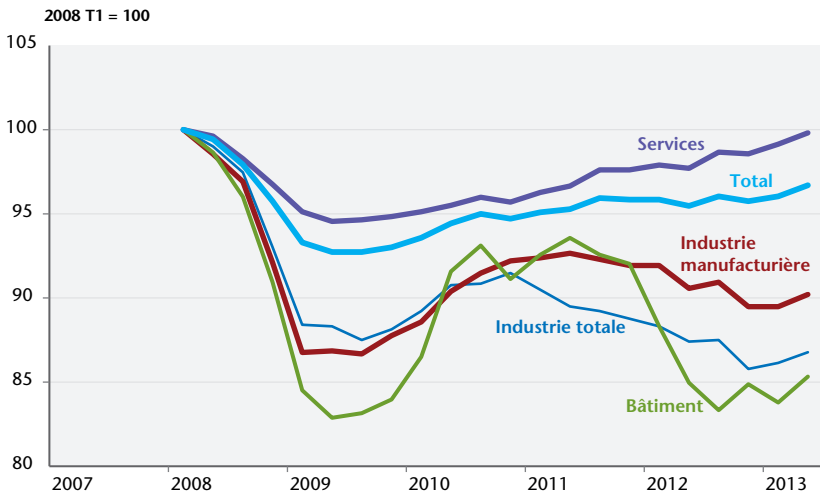
L'économie britannique a connu une croissance soutenue au premier semestre 2013. Le PIB a augmenté de 0,4 % au premier trimestre et de 0,7 % au deuxième, soit une hausse de 1,4 % en glissement sur un an au deuxième trimestre, contre -0,2 % à la fin de 2012. Le taux de chômage est resté quasiment stable, passant de 7,8 % en décembre 2012 à 7,7 % en juin 2013. L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé était de 2,7 % en glissement sur un an en août 2013, comme en décembre 2012. La Banque d'Angleterre poursuit sa politique de soutien à la croissance via le maintien de son taux directeur à 0,5 %, et des mesures non conventionnelles, tandis que le gouvernement britannique continue de mettre en œuvre son plan de réduction du déficit public, souhaitant faire baisser le ratio de dette publique à partir de 2017-2018. En 2012, le déficit public au sens de Maastricht était de 6,2 points de PIB et la dette publique de 89 points de PIB. Les taux d'intérêt publics à long terme ont commencé à augmenter à partir de mai 2013, comme aux États-Unis et un peu plus rapidement que dans la zone euro, pour approcher 3 % en septembre 2013, soit des niveaux encore historiquement faibles. Les indicateurs conjoncturels signalent tous la poursuite de la reprise au troisième trimestre, mais la question se pose de savoir à quel point cette reprise, jusqu'ici tirée par la consommation des ménages et les exportations, sera relayée par l'investissement des entreprises, alors que la politique budgétaire restera restrictive.

Indicateurs conjoncturels : les signaux de la reprise

Selon les comptes nationaux parus en août, la crise de 2007 a conduit le PIB britannique à chuter de plus de 7 points entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, soit un

creusement plus marqué que dans les publications précédentes des comptes. La reprise, à partir de la mi-2009, a été plus lente que dans les sorties de crise précédentes, et le PIB britannique était encore plus de 3 points inférieur à son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2013. Mais ceci recouvre des évolutions sectorielles très disparates. Ainsi, dans les services (78 % du total de la valeur ajoutée en 2010), la valeur ajoutée a enfin rejoint son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2013 (graphique 1). Mais la valeur ajoutée est supérieure de 14 points à son niveau d'avant-crise dans le secteur de la santé, qui n'est pas frappé par l'austérité budgétaire, et de 8 points dans les services immobiliers, tandis qu'elle reste inférieure d'environ 10 points dans les services financiers et d'assurance. Dans le bâtiment, et dans une moindre mesure dans l'industrie, la valeur ajoutée s'est stabilisée à des niveaux inférieurs à ceux d'avant la crise.

Graphique 1. Évolution de la valeur ajoutée par secteur, en volume



Après avoir baissé en 2012, la production industrielle s'est stabilisée en 2013. Les opinions des industriels se sont nettement améliorées depuis le début de l'année. L'amélioration est particulièrement forte pour les perspectives de production et les carnets de commandes à l'exportation, qui ont retrouvé en septembre dernier leurs points hauts de 2007. La confiance des ménages s'est, elle aussi, améliorée. Les ventes de détail en volume sont en hausse régulière,

de 2 % en glissement sur un an, depuis le printemps. Les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin septembre suggèrent la poursuite d'une croissance soutenue au troisième trimestre, d'au moins 0,7 %, qui se poursuivrait de façon atténuée au quatrième trimestre.

Politique économique : la croissance entre les mains de la banque centrale

Un nouveau gouverneur a pris ses fonctions à la Banque d'Angleterre en août dernier. Il s'agit de Mark Carney, précédemment gouverneur de la Banque du Canada. On pourra relever, sur le plan symbolique, que le chancelier de l'Échiquier, George Osborne, a choisi de nommer à la suite de Mervyn King, non pas un candidat de la Banque d'Angleterre, non pas un britannique, mais un banquier central canadien, parallèlement à une modification du mandat de la banque centrale, donnant à celle-ci une dimension plus « américaine », où l'objectif d'inflation n'est plus le seul objectif de la politique monétaire. Lors de la présentation du budget de mars 2013, George Osborne avait en effet modifié le mandat donné à la Banque d'Angleterre. Certes, la cible d'inflation reste inchangée : le Comité de politique monétaire (CPM) doit maintenir l'inflation dans une fourchette de +1/-1 % autour de 2 %, mais il doit aussi prendre en compte explicitement la croissance et l'emploi dans la conduite de sa politique. Depuis août, le CPM a pris en compte cette nouvelle dimension du mandat de la Banque d'Angleterre : le taux directeur ne sera pas relevé et le montant des achats d'actifs ne sera pas réduit tant que le taux de chômage ne baissera pas en dessous de 7 %. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre, ceci ne se produirait pas d'ici 2015. L'inflation est à l'intérieur de la fourchette de la politique monétaire, à 2,7 % en août et le CPM prévoit que l'inflation ne dépassera pas 3 % à l'horizon 2015. Le CPM annonce donc que le taux directeur restera à 0,5 % et que le montant des actifs détenus par la banque centrale au titre de sa politique non conventionnelle resterait aussi inchangé à 375 milliards de livres, à l'horizon de la prévision. En annonçant un objectif de taux de chômage, la Banque d'Angleterre renforce sa politique de soutien actif à la croissance.

Les taux d'intérêt publics à 10 ans ont augmenté depuis mai 2013, passant de 1,7 % près de 3 % en septembre, soit une remontée semblable à celle des taux aux États-Unis et un peu plus rapide que

celle des taux allemands (passés de 1,2 à 1,9 %). Ces hausses des taux nominaux reflètent une normalisation des taux sur les marchés obligataires historiquement bas au printemps dernier, en termes nominaux comme réels. La remontée parallèle des taux d'intérêt dans la période récente aux États-Unis et au Royaume-Uni se produit alors que les perspectives de croissance sont plus fortes dans ces deux pays que dans la zone euro prise dans son ensemble. On pourra par ailleurs noter qu'au Royaume-Uni comme aux États-Unis, les banquiers centraux ont fixé un niveau de taux de chômage à atteindre avant de commencer à resserrer la politique monétaire, ce qui n'est pas le cas dans la zone euro.

La politique budgétaire garde le cap de la réduction du déficit et de la dette publics. La dette est supposée baisser à partir de 2017, la réduction du déficit doit se faire principalement par la baisse des dépenses. Le budget de 2013 s'inscrit pleinement dans une perspective libérale. Il s'agit de lutter contre l'assistanat en réduisant les prestations sociales et d'inciter à l'activité en baissant les impôts. La consommation des administrations publiques n'augmenterait que de 0,5 % en volume en 2013 et baisserait de 0,7 % en 2014. L'investissement public progresserait de 2,6 % cette année en volume et de 5 % l'an prochain. Le gouvernement a annoncé que les secteurs de la santé et de l'éducation seront exclus des plans de réduction des dépenses. Par contre, en 2013 comme en 2014, l'austérité pèsera fortement sur les prestations sociales. À partir du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne seront revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit bien moins que l'inflation. Ce changement de revalorisation permettra une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliard en 2014-2015 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite seront revalorisées de 2,5 % par an. Le taux marginal d'imposition sur les revenus les plus élevés est abaissé de 50 % à 45 % en avril. La baisse du taux d'imposition des sociétés de 24 % à 23 % en 2013-2014 et à 22 % en 2014-2015 réduirait les recettes de respectivement 730 millions et 820 millions.

Le budget 2013 annonce que les cotisations employeurs seront allégées en 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget a aussi annoncé l'annulation de la hausse de la fiscalité des carburants en septembre 2013 (-480 millions de livres en 2013-2014, -810 en 2014-2015) et la baisse de la fiscalité sur la bière à

partir de mars 2013 (1 penny par pinte de bière, -170 millions de livres en 2013-14, 210 millions en 2014-2015). Par contre, les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 400 millions de livres en 2013 et 1 milliard en 2014.

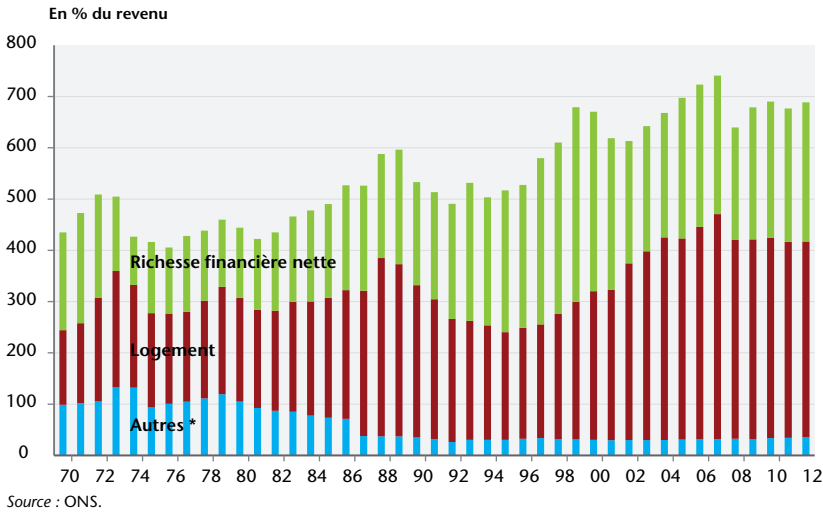
L'impulsion budgétaire serait voisine de -1 point de PIB cette année et l'an prochain. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 7,1 % du PIB cette année et de 6,5 % l'an prochain.

Perspectives 2013-2014 : une reprise sous contraintes

La hausse du PIB figurant dans les comptes nationaux du deuxième trimestre 2013 est nettement plus soutenue que ce que nous avons prévu en mars dernier pour les premier et deuxième trimestres de l'année (0,4 et 0,7 contre respectivement -0,2 % et 0,3 %). Au premier semestre 2013, l'accélération de croissance a été portée par la consommation des ménages et le commerce extérieur, mais ceci a peu de chances de se poursuivre à l'horizon de la fin 2014.

La hausse de la consommation des ménages a été permise par une baisse du taux d'épargne d'un point entre le second semestre 2012 et le premier semestre 2013. Cette baisse du taux d'épargne ne peut pas s'expliquer à elle seule par les évolutions des revenus, de la situation sur le marché du travail (en légère amélioration), et de l'inflation (quasiment stable). Elle est aussi à mettre en lien avec un effet richesse. En effet, le patrimoine net des ménages britanniques est historiquement élevé, à près de 700 % du revenu annuel en 2012 et n'a que peu baissé sous l'effet de la crise de 2008 (graphique 2). La richesse des ménages a d'ailleurs moins baissé cette fois que lors des récessions précédentes, notamment au début des années 1990. Les prix de l'immobilier ont recommencé à augmenter en 2013, comme ceux des cours de bourse (de près de 5 % en neuf mois). Dans le même temps, les ménages ont pratiquement arrêté de se désendetter, conservant un endettement encore élevé (138 % de leurs revenus annuels au premier semestre 2013, contre 160 % au début de la crise). Le comportement d'épargne des ménages au cours des prochains mois est l'une des grandes interrogations de cette prévision. Nous avons supposé que l'arrêt du désendettement des ménages n'était que temporaire et que le taux d'épargne serait stable à l'horizon de la prévision.

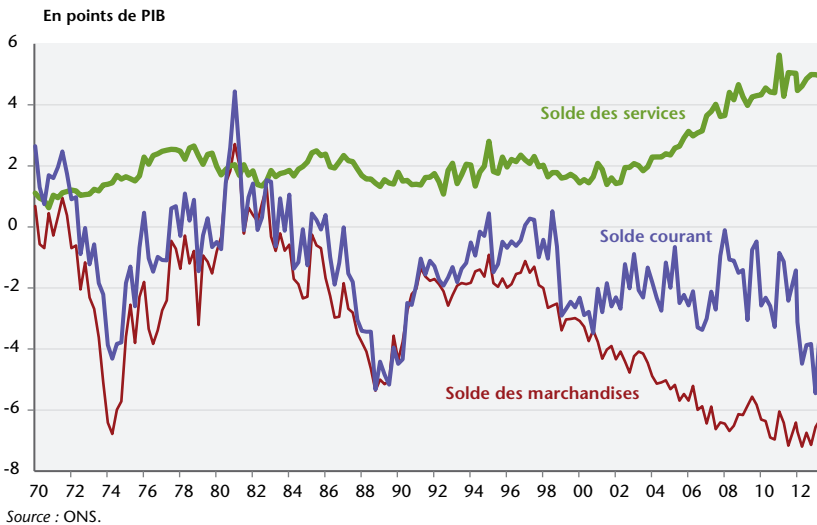
Graphique 2. Patrimoine des ménages



La deuxième interrogation porte sur l'investissement des entreprises. Jusqu'à présent, le taux d'investissement des entreprises non financières est resté faible. L'enquête trimestrielle dans l'industrie, du moins jusqu'au dernier point connu de juillet 2013, suggérait une stabilité de l'investissement à court terme. Nous avons supposé une légère hausse du taux d'investissement à l'horizon de la prévision. Le taux de marge des entreprises non financières a peu baissé pendant la crise, et était d'environ 32 % de la valeur ajoutée. Mais la grande énigme de la productivité britannique demeure. Depuis le début 2008, les entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs comme elles le faisaient habituellement lors des chutes de production. La croissance n'est pas révisée à la hausse au fil des nouvelles versions des comptes nationaux et le cycle de productivité est très dégradé au Royaume-Uni, d'environ 10 points, par rapport à une tendance de productivité de l'ordre de 2,2 % par an. L'ajustement s'est fait depuis 2008 non par les effectifs, mais en partie par les salaires, ce qui est tout à fait inhabituel pour l'économie britannique et par une baisse des profits dans la valeur ajoutée. Le fait que les entreprises aient gardé leur main-d'œuvre pendant la crise leur permettra-t-elle de répondre rapidement à la reprise de la demande ? C'est l'hypothèse que nous avons retenue, qui se traduirait par une accélération de la productivité avec le retour de la croissance. Mais on peut aussi estimer que les entreprises britanniques sont devenues structurellement moins productives pendant la crise. À ce jour, la question reste ouverte...

La troisième interrogation porte sur la demande extérieure à l'horizon des prochains mois, notamment dans la zone euro, premier marché des exportateurs britanniques. Les exportations britanniques ont augmenté fortement au premier semestre 2013, surtout vers les pays hors Union européenne, mais les échanges de marchandises ont marqué un coup d'arrêt, selon les chiffres du commerce extérieur de juillet. À l'horizon de la prévision, les exportateurs britanniques pourraient faire de légers gains de parts de marché, mais du fait de la spécialisation géographique des exportations, ces dernières n'augmenteraient que modérément. Le déficit extérieur des échanges de marchandises peine à se stabiliser depuis le début de la crise mais le bon positionnement de l'économie britannique dans les secteurs des services se renforce : le solde des marchandises est déficitaire d'environ 7 points de PIB, celui des services est excédentaire de 5 points de PIB (graphique 3).

Graphique 3. Évolution des soldes extérieurs



Notre prévision de croissance est entourée de risques aussi élevés à la hausse qu'à la baisse. Nous avons retenu un scénario de poursuite de la reprise « prudent », où les déséquilibres ne se creuseraient pas (taux d'épargne et endettement des ménages, comptes des entreprises et commerce extérieur). Vu nos perspectives de demande extérieure, la croissance britannique serait de 1,3 % cette année et de 1,7 % l'an prochain.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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. A partir de 2013, la prise en compte des flux de l'APF (*Asset Purchase Facility*) réduit le déficit de 0,4 point de PIB. 5. Les chiffres pour 2015 représentent des éléments de cadrage, à environnement international inchangé.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2013*, 26 septembre 2013), prévision OFCE octobre 2013.

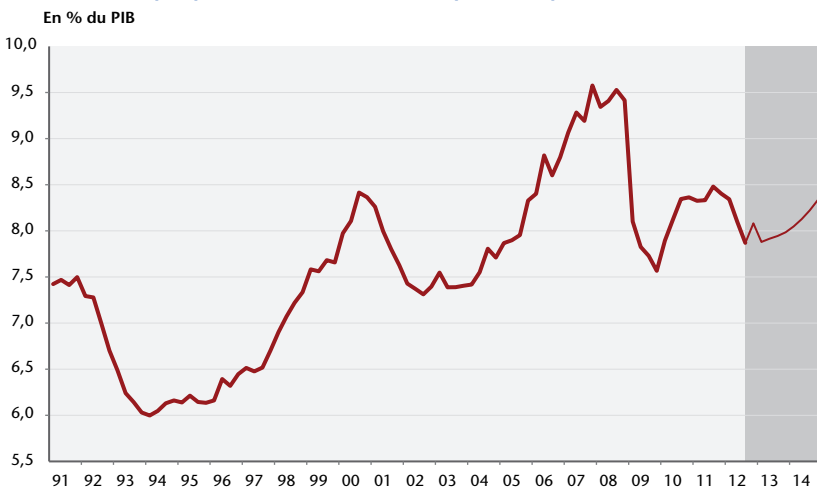
ALLEMAGNE : UN LONG FLEUVE TRANQUILLE

Sabine Le Bayon

Département analyse et prévision

Après un bon deuxième trimestre 2013 (+0,7 %), l'Allemagne va connaître une croissance plus modérée. Mais elle afficherait tout de même en 2014 une croissance proche de son potentiel : 1,3 %. En effet, elle va bénéficier de la moindre restriction menée par ses partenaires européens en 2014 (avec un effet sur sa croissance de -0,5 point de PIB en 2014 contre -0,9 en 2013). De plus, la consommation des ménages continuerait de soutenir la demande, dans un contexte de faibles créations d'emplois mais de dynamisme des salaires. Porté par des perspectives de demande plus favorables, l'investissement des entreprises redémarrerait. À l'horizon de notre prévision, le taux d'investissement productif resterait cependant bien en-deçà de son niveau d'avant-crise (graphique). Un solde public proche de l'équilibre inciterait l'Allemagne à mener une

Graphique. Taux d'investissement productif privé en volume



politique (légèrement) expansionniste. L'Allemagne serait ainsi le seul pays de la zone euro où il n'y aurait pas de restriction budgétaire en 2014. La seule contrainte à laquelle doit faire face l'Allemagne est en effet de ne pas avoir un déficit structurel supérieur à 0,35 % du PIB à partir de 2016. En sachant que le solde structurel devrait être de 0,3 % du PIB en 2013, l'objectif est d'ores et déjà atteint. Le ratio dette publique brute/PIB poursuivrait sa baisse pour passer sous les 80 % en 2014. Il resterait cependant supérieur d'environ 10 points à son niveau d'avant-crise.

Un rebond de la croissance au deuxième trimestre 2013

Après un recul du PIB fin 2012 et une stabilisation au premier trimestre 2013, l'Allemagne a renoué avec la croissance au deuxième trimestre. La demande intérieure a contribué pour 0,5 point à la croissance et le commerce extérieur pour 0,2 point.

La consommation des ménages a été dynamique, tout comme les différentes composantes de l'investissement. Le revenu réel des ménages a été peu soutenu par les salaires réels (+0,2 % sur un trimestre) et les créations d'emplois (+0,1 %) mais surtout par l'accélération des revenus des entrepreneurs individuels et du patrimoine (+2,2 % en termes réels). Dans le même temps, le taux d'épargne s'est stabilisé, n'apportant pas de soutien à la consommation. Le taux de chômage est resté stable, à 6,8% en août 2013 selon l'Agence pour l'emploi, dans un contexte d'accélération de la population active (0,2 % par trimestre). Non seulement la population en âge de travailler a recommencé à augmenter depuis 2011, du fait de l'immigration (principalement en provenance de l'Europe de l'Est mais aussi des pays du sud de la zone euro), mais le taux d'activité a aussi nettement progressé pour atteindre 77 % en 2012 (contre 71 % en France). La fin des préretraites et le recul progressif de l'âge de départ à la retraite à taux plein à 67 ans expliquent en partie ce mouvement du taux d'activité. Quant au commerce extérieur, il a contribué positivement à la croissance, contrairement aux deux trimestres précédents. Il y a eu un rebond des exportations, principalement vers les pays hors zone euro et dans le secteur des biens d'équipement. Les exportations vers la zone euro restent en revanche mal orientées et ne représentent plus que 34% des exportations allemandes (contre 40 % avant la crise). Concernant l'investissement productif privé, sa progression

au deuxième trimestre fait suite à 1 an et demi de baisse presque ininterrompue. Contrairement aux autres composantes du PIB, l'investissement productif privé porte encore les stigmates de la crise : mi-2013 il était inférieur de 14 % à son niveau de 2008, la timide reprise de 2010 ayant rapidement été stoppée par la crise de la zone euro et des perspectives de croissance défavorables.

La progression du revenu des ménages, tout comme le maintien des marges des entreprises à un niveau relativement élevé, ont soutenu les recettes fiscales. De plus, l'Allemagne bénéficie toujours d'une réduction des charges d'intérêt. Selon la Commission européenne, le taux apparent sur la dette publique a continué de baisser, passant de 3,1 % en 2012 à 2,9 % en 2013. Ainsi, la situation des finances publiques est restée maîtrisée malgré le ralentissement conjoncturel, l'excédent ayant atteint 0,6 point de PIB au premier semestre 2013.

Une normalisation de la croissance fin 2013 et en 2014

Après plusieurs années avec une croissance allemande bien supérieure à celle de la zone euro, une certaine convergence aurait lieu fin 2013 et en 2014. Certes l'Allemagne va bénéficier d'une impulsion budgétaire faiblement positive en 2014 (0,1 point) et non restrictive contrairement à ses partenaires européens. Mais elle ne se situe pas à la même phase du cycle conjoncturel que les autres pays de la zone euro : sa croissance ayant rebondi fortement en 2010 et 2011, son écart de production est peu creusé (-1 % en 2013) malgré le ralentissement conjoncturel actuel. Ceci justifie que le PIB ne progresse qu'à un rythme légèrement supérieur à sa croissance potentielle (1,3 %)¹. De ce fait, la France et l'Allemagne progresseraient quasiment au même rythme en 2014 (respectivement 1,3 et 1,5 %). Le solde budgétaire serait de -0,2 % du PIB et la dette publique brute poursuivrait sa décrue pour atteindre 78,5 % du PIB, aucune opération en capital ne venant, en principe, contre-carrer ce mouvement, comme ce fut le cas en 2012 du fait de la prise en charge par l'État d'actifs de la banque régionale West LB après son démantèlement.

1. Le gouvernement estime que la tendance de productivité est de 0,9% et celle de la population active de 0,4% actuellement, cette dernière étant soutenue à court terme par le rattrapage des taux d'activité et des flux migratoires favorables.

La croissance accélérerait légèrement à l'horizon de la prévision, tirée par la demande intérieure. La consommation des ménages progresserait de façon modérée (1 % en 2013, 1,3 % en 2014), soutenue par le dynamisme des salaires négociés (2,6 % en 2013 et 2,8 % en 2014 selon nos prévisions). À la mi-2013, les accords négociés incluaient en effet des augmentations comprises entre 2,3 et 3,6 % pour 2013 en rythme annualisé et la dynamique pour 2014 dans le cadre des accords déjà signés était du même ordre. Les taux de marge des entreprises, notamment dans l'industrie, sont encore à des niveaux très élevés, leur permettant de distribuer plus de salaires après une décennie de stabilité du salaire réel par tête. Le taux de marge des entreprises se dégraderait un peu à l'horizon de la prévision mais resterait largement supérieur au niveau moyen des années 1990. Ce dynamisme des salaires s'inscrit dans un contexte de quasi plein emploi et a pour contrepartie de faibles créations d'emplois (0,4 % en 2014). On observerait une remontée du taux de chômage jusqu'au début de l'année 2014, étant donné la progression de 0,6 % de la population active que nous prévoyons en 2013 comme en 2014. Puis le taux de chômage se stabiliserait à 5,5 %. Le dynamisme du revenu et des conditions de financement toujours favorables soutiendraient l'investissement logement qui progresserait de 4 % en 2014, dans le sillage de la forte augmentation des permis de construire au premier semestre 2013 (+5,6 % par rapport au deuxième semestre de 2012), ces derniers étant presque revenus à leur pic de 2000.

La consommation des ménages ne serait plus le seul moteur interne, puisque progressivement l'investissement productif redémarrerait. Ce rebond de l'investissement productif que nous prévoyons est fondé à court terme sur des enquêtes largement positives. Tout d'abord, l'indice IFO du climat des affaires a poursuivi ces derniers mois sa remontée entamée fin 2012 et le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie se rapproche de sa moyenne de long terme. Ensuite, on assiste depuis quelques trimestres à un redémarrage des commandes, essentiellement étrangères, qui ont crû de l'ordre de 3 % en variation trimestrielle au deuxième trimestre 2013 tant en provenance de la zone euro que des pays hors zone euro. Mais la consommation des ménages et la reprise du commerce ne seraient pas suffisantes pour que le taux d'investissement retrouve son niveau d'avant-crise. La

demande adressée ne progresserait que de 2,3 % en 2014, loin du rythme du milieu des années 2000.

Le commerce extérieur amputerait la croissance de 0,1 point par trimestre d'ici fin 2014 : d'une part, les importations sont tirées par une demande interne plus dynamique que celle des partenaires commerciaux de l'Allemagne, d'autre part, l'Allemagne perdrait un peu de parts de marché dans un contexte de progression salariale soutenue.

En 2014, l'impulsion budgétaire serait légèrement positive : les ménages bénéficieraient de la hausse des prestations sociales et des abattements liés aux enfants. Le programme d'investissement public, notamment dans le secteur des infrastructures routières, annoncé par Angela Merkel, ne serait effectif qu'à partir de fin 2014 et aurait donc peu d'effet sur l'activité et le solde public en 2014. La coalition que les conservateurs pourraient former avec les sociaux-démocrates ne devrait que peu modifier la politique économique menée, étant donné la large avance des conservateurs dans les urnes. De plus, les deux grands partis étant soucieux de la maîtrise des finances publiques, les dépenses publiques devraient peu progresser. La seule incertitude concerne une possible hausse d'impôt sur le revenu qui était inscrite dans le programme des sociaux-démocrates et qui pourrait être intégrée a minima dans le programme de la coalition.

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2013.

ITALIE : UNE FAIBLE LUEUR AU BOUT DU TUNNEL

Céline Antonin

Département analyse et prévision

Fin 2012, l'Italie a réussi à ramener son déficit budgétaire à 3 % du PIB et à respecter ses engagements européens. La réduction du déficit est pourtant lente si l'on tient compte de l'ampleur de l'impulsion budgétaire : en raison d'un multiplicateur supérieur à 1, la réduction du déficit de 0,8 points en 2012 a nécessité une impulsion négative de 3 points de PIB. Ainsi, la purge budgétaire s'est faite au prix d'une forte récession : au deuxième trimestre 2013, l'Italie a enregistré son huitième trimestre consécutif de baisse du PIB. Au premier semestre 2013, la consommation privée a fortement chuté (-3,3 %) de même que l'investissement ; seule le commerce extérieur a permis d'amortir la baisse de PIB, mais seulement par le canal de la chute des importations.

Avec un acquis de croissance de -1,8 %, l'Italie devrait connaître un deuxième semestre morose, marqué par l'atonie de la consommation des ménages et de l'investissement. En effet, l'impulsion budgétaire négative atteindrait 1,5 point de PIB. L'incertitude fiscale crée un climat peu propice à la consommation et à l'investissement (hausse de TVA reportée, projet de nouvelle taxe sur les entreprises). Outre le facteur budgétaire, le contexte politique reste tendu, même si le vote de confiance au Sénat le 2 octobre a renforcé la légitimité du gouvernement d'Enrico Letta.

L'année 2014 devrait être marquée par une légère embellie, sous l'effet de plusieurs facteurs favorables : l'impulsion budgétaire négative sera plus faible (0,6 point de PIB), l'essentiel de l'ajustement budgétaire ayant déjà eu lieu. En outre, le commerce extérieur devrait soutenir l'activité, compensant la faiblesse de la consommation privée, et relancer l'investissement. L'investisse-

ment sera également favorisé par le paiement d'arriérés accumulés vis-à-vis des entreprises, qui devrait atteindre 27 milliards d'euros en 2013 et 20 milliards d'euros en 2014. En 2015, libérée du carcan de la rigueur, l'Italie devrait renouer avec une croissance plus équilibrée, portée à la fois par la demande interne et par la demande externe.

Incertitude budgétaire en 2013, austérité atténuée à partir de 2014

Après une impulsion budgétaire négative de 3 points de PIB en 2012, l'Italie a réussi à revenir au seuil de 3 % de déficit public. En 2013, l'ajustement budgétaire se poursuit avec une nouvelle impulsion négative prévue de 24 milliards d'euros, soit 1,5 point de PIB. Contrairement à 2012, où les trois quarts des mesures d'ajustement budgétaire reposaient sur la hausse des prélèvements, la loi d'août 2012 et le budget 2013 prévoient de faire porter l'essentiel de l'effort sur la baisse des dépenses publiques. Parmi les mesures-clefs pour 2013, les principales, concernant les recettes, sont la hausse des droits d'accise (carburants), l'introduction d'une taxe sur les transactions financières, la hausse de la fiscalité pour les auto-entrepreneurs. La plus grande partie des économies portera sur les dépenses, notamment dans la santé et affectera les dépenses régionales. Sur les 17 milliards d'euros d'économies supplémentaires en 2013, 10 milliards porteront sur les collectivités territoriales, 6 milliards sur les administrations de sécurité sociale, et 1 milliard sur les administrations centrales. La réforme des retraites et la désindexation des pensions permettront également de réduire les dépenses. Certains impôts ont été revus à la baisse : pour les ménages, l'impôt sur le revenu a été réduit pour les familles avec enfants ; quant aux entreprises unipersonnelles, elles bénéficieront d'une nouvelle exemption d'impôt sur les activités productives (IRAP). En outre, deux mesures-clefs montrent que le gouvernement Letta a lâché du lest sur le budget : le report de l'augmentation de la TVA et la suppression de l'impôt foncier. L'augmentation du taux normal de TVA, initialement prévue pour juillet 2013, a été reportée à deux reprises, au 1^{er} janvier 2014, occasionnant un manque à gagner de deux milliards d'euros, qui a été compensé par des mesures sur les entreprises et l'augmentation des taxes sur les carburants à partir d'octobre 2013. Les deux

acomptes de la taxe foncière¹ (IMU), qui devaient être versés en septembre et décembre 2013, ont été finalement supprimés par une décision prise en Conseil des Ministres début septembre, ce qui devrait entraîner une perte de plus de quatre milliards d'euros pour les finances publiques, dont 2,4 milliards n'ont pas encore fait l'objet de mesures compensatoires par le gouvernement. Nous faisons l'hypothèse d'une compensation de ces 4,4 milliards (TVA + dernière tranche de l'IMU) en 2013 par des mesures de baisse des dépenses supplémentaires ; dans le cas contraire, l'impulsion ne serait finalement que de -1,2 point de PIB, et le déficit atteindrait alors 3,2 % du PIB.

L'impulsion négative pour 2013 sera atténuée par les mesures exceptionnelles, décidées par le décret-loi d'avril 2013 (n°35/2013), qui adopte une provision urgente permettant d'injecter des liquidités dans le système financier en autorisant les paiements des dettes commerciales par l'administration publique. Ces mesures représenteraient au total 27 milliards d'euros en 2013, mais du point de vue « comptable » de l'État, cela se traduira par un impact budgétaire de 7,7 milliards d'euros de dépenses supplémentaires (0,5 point de PIB). Le déficit budgétaire sera ainsi porté à 2,9 % du PIB fin 2013 (2,4 % si l'on exclut les mesures exceptionnelles). En raison de ces arriérés de paiements, la dette culminera en 2014 à plus de 130 % du PIB avant une lente décroissance à partir de 2015.

En 2014, l'impulsion budgétaire ne serait plus que de -0,6 point de PIB, avec l'augmentation d'un point du taux normal de TVA (de 21 à 22 %) et la réduction des dépenses (poursuite des effets de la réforme des retraites, et nouvelles coupes dans les budgets des ministères et de la fonction publique territoriale). Dans le cadre du projet de loi de finances pour 2014, une nouvelle taxe locale, la « Service Tax », sera introduite en remplacement de l'IMU, pour payer une partie des services municipaux jusqu'alors financés par l'IMU. Le gouvernement a également décidé de débloquent 500 millions d'euros pour un fonds d'aide aux chômeurs. Nous anticipons de nouvelles mesures exceptionnelles de paiement d'arriérés. Ces mesures combinées à une croissance molle, cela

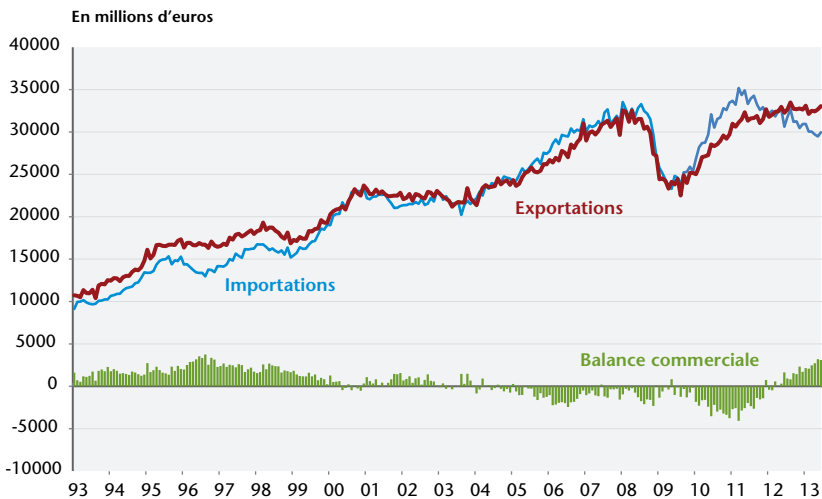
1. L'IMU (Impôt municipal unique) est une taxe instaurée en 2011 par le gouvernement de Mario Monti. Le Peuple de la liberté (PDL), parti de Silvio Berlusconi, en avait fait son cheval de bataille en exigeant la suppression de cet impôt impopulaire.

conduira à un déficit de 2,5 % en 2014. En 2015 enfin, nous faisons l'hypothèse d'une impulsion nulle, ce qui permettra à la croissance de se raffermir.

2014 : embellie pour l'investissement et le commerce extérieur

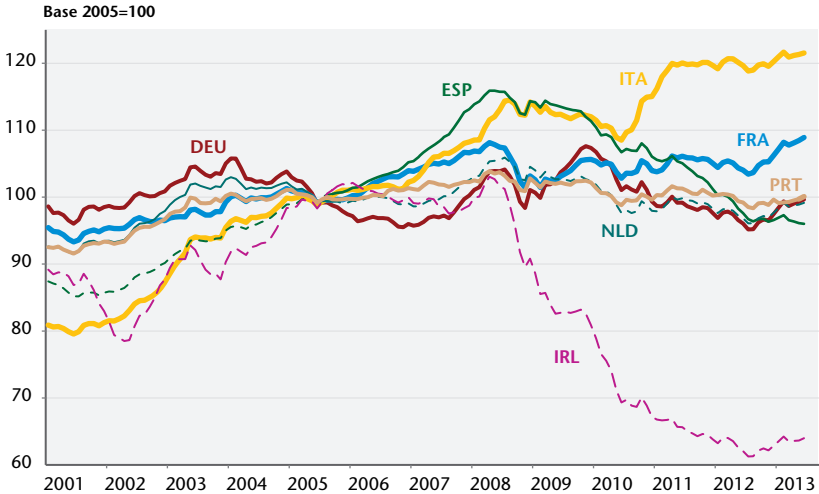
Au deuxième trimestre 2013, seul le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance, essentiellement grâce à une baisse des importations. Le commerce extérieur demeurerait la principale composante positive de la croissance fin 2013 et en 2014, avec une progression du dynamisme des exportations, tandis que les importations demeureraient contenues, en lien avec l'atonie de la consommation. L'amélioration de la balance commerciale, amorcée depuis 2011, se poursuivrait (graphique 1). L'Italie continuerait pourtant à perdre des parts de marché par rapport à ses concurrents, en raison d'un coût du travail qui reste plus élevé que chez ses partenaires (graphique 2). En 2015, en revanche, les importations devraient croître à un rythme plus soutenu, et la contribution de la demande externe devrait diminuer, la croissance reposant alors essentiellement sur la demande interne au demeurant faible.

Graphique 1. Commerce en valeur avec le reste du monde



Source : Istat.

Graphique 2. Taux de change effectif réel basé sur les coûts salariaux unitaires, comparaison entre grands pays de la zone euro, 2005-2012



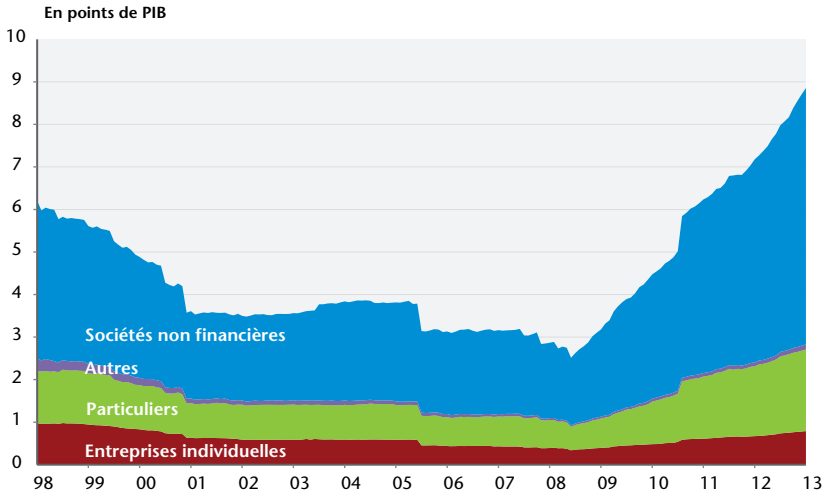
Note : Le taux de change effectif réel se calcule comme $R = CS/CS^*$, avec CS le niveau des coûts salariaux dans le pays considéré et CS^* le niveau moyen des coûts salariaux dans l'ensemble des autres pays (pondéré par le taux de change).

Source : Eurostat.

Du côté des entreprises, l'augmentation des coûts salariaux unitaires amorcée depuis 2007 se poursuit, mais les profits en amortissent l'impact sur la compétitivité. Les marges sont très érodées en Italie, ce qui a permis de limiter l'inflation. Sous l'effet d'une forte baisse de la FBCF dans la construction, le taux d'investissement productif a plongé au premier trimestre pour atteindre un niveau historiquement bas, avant de se stabiliser au deuxième trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a suivi le même profil, mais il a fortement rebondi au deuxième trimestre 2013 pour revenir à 72,4 %. Plusieurs facteurs plaident pour la fin de la dégradation de la FBCF et la stabilisation du taux d'investissement au deuxième semestre 2013, avant une reprise en 2014. D'abord, les enquêtes de juillet montrent une amélioration du climat d'investissement, des carnets de commande et une hausse des capacités de production au troisième trimestre 2013. Surtout, le versement de 20 milliards d'euros d'arriérés de paiement par l'administration (1,3 points de PIB) en 2013, puis en 2014, devrait permettre aux entreprises d'apurer leur bilan (i.e. rembourser leurs dettes ou reconstituer leurs marges), alors que l'encours de créances liti-

gieuses² (sofferenze) progresse (graphique 3). Nous anticipons une reconstitution des marges, très comprimées, sous l'effet d'une amélioration de la productivité, suivie une reprise de l'investissement début 2014.

Graphique 3. Encours de créances litigieuses du secteur privé non financier



Sources : Banque d'Italie, calculs de l'auteur.

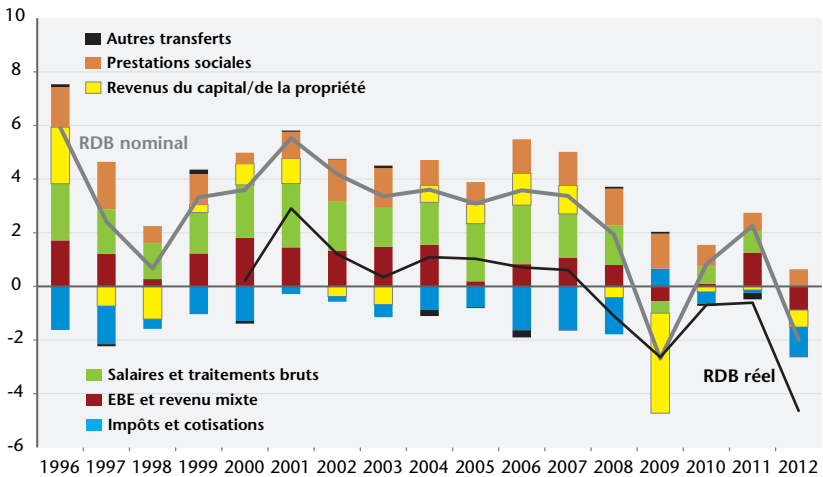
L'emploi total a baissé (de 1,3 % au deuxième trimestre 2013 en glissement), la progression dans les services (0,3 %) ne compensant pas les pertes dans l'industrie (-5,2 %) et dans le secteur de la construction (-12,5 %). Dans l'industrie, le cycle de productivité s'est refermé, au prix d'une forte baisse de l'emploi (-1 % par trimestre en moyenne depuis début 2012). En prévision, Nous anticipons une stabilisation du taux de productivité industrielle, ce qui permettra à l'emploi industriel de reprendre dès 2014. Le cycle de productivité marchande est encore dégradé, car la baisse de l'emploi a été contenue (-0,3 % par trimestre en moyenne depuis début 2012). À l'horizon de 2015, le cycle de productivité se refermerait : en conséquence, l'emploi marchand stagnerait en 2014 et progresserait de 0,2 % en 2015.

2. Le niveau élevé des créances litigieuses doit être relativisé car les exigences en termes de crédits non performants sont plus strictes en Italie que dans d'autres pays européens. Rappelons qu'une partie de ces créances litigieuses sont dues aux arriérés de paiement aux entreprises, et que le paiement de ces arriérés en 2013-2014 devrait limiter la hausse de l'encours de créances litigieuses.

Consommation en berne

Du côté des ménages, la hausse de la fiscalité et la baisse des revenus du travail et du capital ont pesé sur le revenu disponible en 2012 (graphique 4), malgré une contribution positive des prestations sociales. Au premier trimestre 2013, le revenu disponible brut réel a stagné (+0,1 % en glissement annuel) : combiné à une remontée du taux d'épargne (passé de 11,6 % à 12,6 % du RDB entre le dernier trimestre 2012 et le premier trimestre 2013), il n'a pas permis de soutenir la consommation privée qui a continué son déclin, et a également été affectée par le durcissement des conditions de crédit. Le taux de chômage a continué sa progression, atteignant 12 % de la population active en juillet 2013 et a pesé négativement sur les salaires. Ainsi, les salaires bruts par tête ont baissé au deuxième trimestre 2013 (-0,8 % en glissement), en particulier dans le secteur du bâtiment (-2,8 %) et dans les services marchands (-1,4 %) ; seuls les salaires dans l'industrie ont légèrement progressé (+0,5 %). En outre, l'alourdissement de la fiscalité, notamment foncière, et la hausse des tarifs de l'électricité, du gaz et du carburant ont alourdi la facture des ménages italiens. L'inflation a fortement ralenti au deuxième trimestre 2013, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie.

Graphique 4. Contributions à la croissance du revenu disponible brut nominal



Sources : Istat, calculs OFCE.

Au deuxième semestre 2013 et début 2014, nous anticipons une baisse du revenu disponible brut sous l'effet de plusieurs mécanismes. D'abord, le taux de chômage élevé continuera à peser négativement sur les salaires. En vertu de la recommandation de la Commission de faire porter toute nouvelle mesure budgétaire en priorité sur les ménages pour alléger le coût du travail des entreprises, la fiscalité (droits d'accise, etc.) pourrait augmenter fin 2013 pour atteindre l'objectif budgétaire du gouvernement, et la TVA devrait être relevée d'un point le 1^{er} octobre. En 2014, La fiscalité locale augmentera avec l'introduction de la nouvelle taxe « Service tax », et les prestations sociales (santé, vieillesse) devraient stagner, l'essentiel de l'impulsion négative pour 2014 portant sur la baisse des dépenses. De plus, les enquêtes nous conduisent à anticiper une reconstitution de l'épargne, qui avait atteint fin 2012 un point bas historique. En conséquence, la consommation continuerait à reculer fin 2013 avant de repartir très mollement à la mi-2014.

Les conditions de crédit demeurent dégradées au deuxième trimestre 2013 : les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires stagnent pour les ménages et les entreprises. En lien avec l'atonie de la consommation, le montant des nouveaux crédits accordés aux ménages et aux entreprises est encore à des niveaux historiquement faibles au deuxième trimestre 2013 : pour les ménages, le montant des crédits à la consommation et des crédits immobiliers baisse respectivement de 9 % et 10,2 % en glissement annuel. Pour les entreprises, le montant des nouveaux crédits accordés baisse de 14,5 %.

Le chômage a continué sa progression début 2013, atteignant 12 % en juillet. La récession se conjugue avec une stagnation de la population active, en partie liée à la réforme des retraites, ainsi qu'une baisse de l'emploi. À ces chômeurs « déclarés » s'ajoutent les nombreux salariés qui sont encore indemnisés au titre du chômage partiel (via la Cassa Integrazione Guadagni), dont l'ampleur reste considérable. Nous anticipons une baisse de la population active en 2014 et en 2015. Le taux de chômage devrait stagner jusqu'au début 2014, puis amorcer une décruée pour atteindre 10,8 % fin 2015.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-1,0	-0,6	-0,3	-0,9	-0,6	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-2,4	-1,8	0,4	1,1
Consommation des ménages	-1,9	-0,6	-1,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2	-4,2	-2,6	-0,5	0,7
Consommation publique	-2,0	-0,5	-0,4	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-2,9	-0,1	-0,3	0,1
FBCF totale dont	-3,7	-1,5	-1,1	-1,8	-2,9	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	-8,0	-5,5	0,1	1,8
productive	-1,3	-2,4	-1,1	-2,0	-1,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	-10,5	-4,3	2,9	4,2
logement + bâtiment	-3,4	-0,5	-0,7	-1,1	-3,9	-1,0	-0,9	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-4,6	-4,5	-1,1	0,3
construction totale	0,5	-0,8	-1,1	-1,5	-1,9	-1,0	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	0,1	-3,8	-7,8	-2,7	0,7
Exportations de B&S	0,0	0,5	1,1	0,1	-2,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	2,2	-0,4	1,8	2,7
Importations de B&S	-3,3	-0,6	-1,9	-1,1	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,5	-7,8	-4,0	-0,4	2,0
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	-0,5	-0,6	-1,0	-0,6	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,6	-1,0	-0,9	-0,9
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-2,2	-0,8	-1,1	-0,9	-0,8	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	-4,7	-2,5	-0,3	0,7
Variations de stocks	0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	1,0	0,3	0,9	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	3,0	1,0	0,7	0,3
Prix à la consommation	3,6	3,6	3,4	2,6	2,1	1,3	1,2	1,5	1,1	1,3	1,2	1,1	3,3	1,5	1,2	1,2
Chômage	9,9	10,6	10,8	11,3	11,9	12,1	12,2	12,2	12,1	12,0	11,9	11,7	10,7	12,1	11,9	11,2
solde courant, en points de PIB													-0,7	0,0	0,2	0,1
Solde budgétaire, en point de PIB													-3,0	-2,9	-2,5	-1,5
Impulsion budgétaire													-3,0	-1,5	-0,6	0,0
Dette publique brute, en point de PIB													127,0	131,7	132,5	131,5
PIB zone euro	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1	1,6

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2013.

ESPAGNE : L'AJUSTEMENT PAR LA DÉFLATION

Danielle Schweisguth

Département analyse et prévision

Les derniers indicateurs disponibles pour l'économie espagnole sont plutôt bien orientés. Il semble que la production ait touché son point bas et les indicateurs de confiance se redressent. Les efforts d'assainissement commenceraient enfin à porter leurs fruits. La rigueur budgétaire, avec l'appui de la BCE, a permis une normalisation des primes de risque sur la dette publique espagnole. La déflation salariale a redonné de la compétitivité aux entreprises qui gagnent des parts de marché à l'exportation. L'ajustement de l'emploi a fortement redressé la productivité et porté le taux de marge des entreprises à un niveau historiquement élevé. Si la restructuration du système bancaire continue de peser sur la distribution de crédit, elle est le gage d'une autonomie budgétaire et financière future de l'économie espagnole. De la même manière, la baisse des prix immobiliers est un mal nécessaire pour apurer les excès du passé et permettre au secteur de la construction de renouer avec la croissance.

Mais ces bonnes nouvelles ne doivent pas laisser penser que l'Espagne est désormais sortie d'affaire. La route sera longue avant de retrouver les niveaux de production qui prévalaient avant la crise, et l'embellie ne sera que partielle car bridée par les ajustements nécessaires pour finaliser l'assainissement budgétaire. En particulier la situation des ménages reste préoccupante. Le chômage de masse, la pression fiscale et les contraintes de crédit pèsent sur leur capacité à consommer. Le revenu des ménages pâtira de salaires réels en baisse, de hausses d'impôts, de perte de pouvoir d'achat des retraites et de la perte des prestations pour les chômeurs en fin de droit. Les défauts des ménages sur leur dette

pourraient alors s'accélérer, fragilisant encore plus le système bancaire. La remontée des taux d'intérêt est un risque supplémentaire qui pèse sur les ménages du fait de leur endettement à taux variables. La hausse des inégalités nourrira les mouvements sociaux et l'instabilité politique. Enfin, de par sa profondeur, la crise actuelle aura des répercussions sur le potentiel de croissance à long terme. Le chômage de longue durée induit une perte de capital humain et le sous-investissement génère une baisse durable des capacités de production.

La sortie de récession interviendrait au premier trimestre 2014. La croissance des exportations, portée par le redémarrage des économies européennes et la compétitivité des produits espagnols, permettrait de relancer l'investissement productif. Le niveau élevé des marges des entreprises permettrait de financer l'investissement et de répondre à de nouveaux besoins de main-d'œuvre. L'économie espagnole cesserait de détruire des emplois et les créations d'emploi reprendraient à un rythme modéré, permettant une légère baisse du taux de chômage (de 26 % en 2013 à 23 % fin 2015). Mais la poursuite de l'ajustement dans le secteur de la construction paralyserait tout un pan de l'économie, compromettant le retour à des taux de croissance d'avant-crise. Le PIB enregistrerait une évolution de -1,4 % en 2013, +0,7 % en 2014 et +1,4 % en 2015. Fin 2015, le PIB réel espagnol serait encore inférieur de 5 % à son niveau d'avant-crise, et le PIB par tête de 6,6 %.

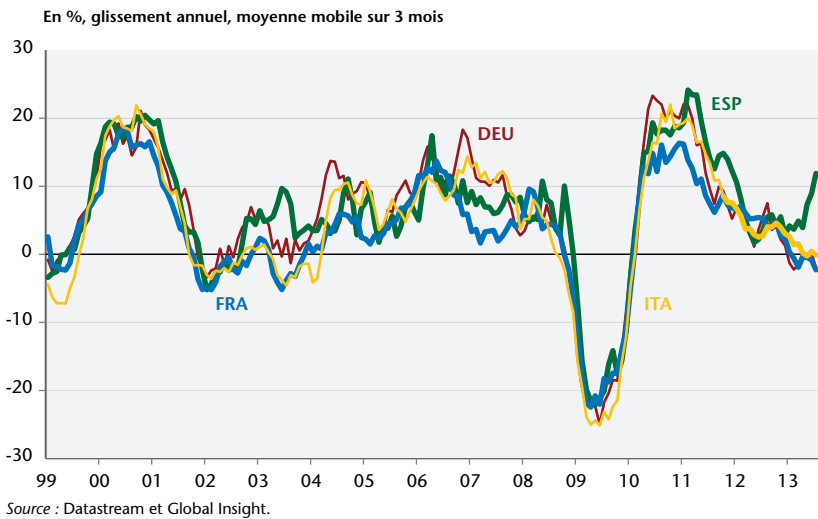
Une performance retrouvée à l'exportation

Depuis 2009, le commerce extérieur est l'unique moteur de la croissance en Espagne. Les exportations en biens et services, mesurées en volume, ont crû de 7,2 % en moyenne annuelle depuis quatre ans, pour une demande adressée à l'Espagne en hausse de 4,9 % par an. L'Espagne a ainsi gagné 12 points de parts de marché, soit environ la moitié du terrain perdu entre 2004 et 2008. Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur au PIB s'élève à 1,4 point par an en moyenne entre les premiers trimestres 2009 et 2013, alors que le PIB a chuté de 1 % en moyenne chaque année sur la même période.

Depuis le début de l'année, les exportations espagnoles se sont montrées très dynamiques (+12 % en glissement annuel en valeur

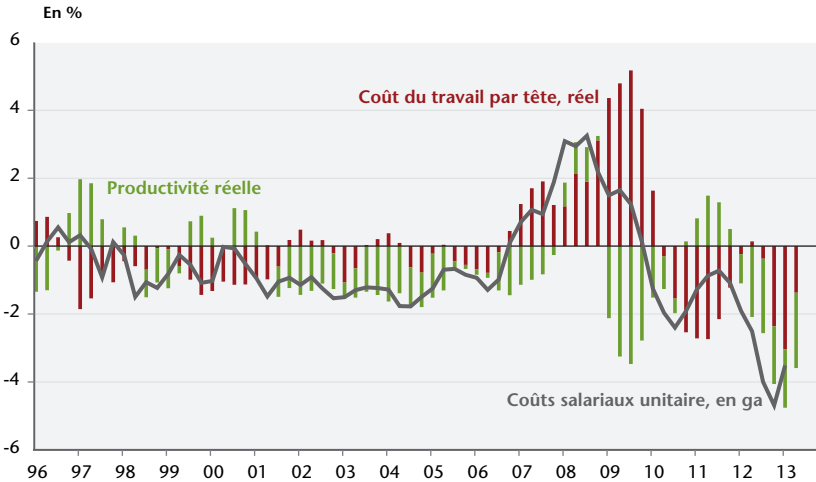
au mois de juin), alors qu'elles sont au point mort chez ses voisins européens (graphique 1). Il y a plusieurs raisons pour expliquer cette performance. Tout d'abord, l'amélioration de la compétitivité espagnole grâce à la baisse des coûts salariaux unitaires (graphique 2), conséquence de la déflation salariale et du dynamisme de la productivité. Elle s'accompagne d'une hausse du nombre d'entreprises qui vendent à l'étranger – elles sont 9,5 % de plus qu'en 2012 – signe du dynamisme du tissu industriel. Enfin, la forte hausse des exportations vers de nouveaux marchés, en particulier ceux des pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Golfe persique) est un très bon signal pour la poursuite de cette dynamique.

Graphique 1. Exportations en valeur des grands pays de la zone euro



La dépendance de l'Espagne vis-à-vis de ses partenaires de la zone euro tend à décroître : leur part dans les exportations espagnoles est passée de 57 % en 2007 à 49 % en 2013, tandis que la part des pays non OCDE dans les exportations espagnoles a augmenté de 7 points depuis 2007. Les exportations de services sont toujours soutenues par le secteur du tourisme. L'instabilité géopolitique sur le continent nord-africain ainsi que les mauvaises conditions climatiques du printemps 2013 ont contribué à une saison touristique record cet été.

Graphique 2. Évolution des coûts salariaux unitaires, du coût du travail et de la productivité en Espagne



Note : Les coûts salariaux unitaires (CSU) sont le ratio du coût du travail sur la productivité par tête. Ainsi, une hausse du coût du travail contribue positivement à l'évolution des CSU, et une hausse de la productivité négativement.

Sources : Comptabilité nationale, calcul des auteurs.

En prévision, nous anticipons une hausse de la demande adressée de l'ordre de 1 % par trimestre et une croissance des exportations de 1,5 %. L'Espagne continuerait ainsi à gagner des parts de marché (+9 points à l'horizon 2015) et résorberait son déficit commercial. Elle enregistrerait même un excédent de 0,3 point de PIB en 2015, alors que le déficit commercial s'élevait à 3 % du PIB en 2012 et à 8,4 % en 2007.

Le cycle de l'investissement productif enclenche la reprise...

Le dynamisme des exportations permettra de relancer l'investissement productif, *via* l'effet d'accélérateur. Stabilisé autour de 7,5 % du PIB depuis 2010, l'investissement productif atteindrait 9 % fin 2015. Le secteur de la construction, souffrant toujours de surcapacités non résorbées, ne profiterait pas de ce regain de croissance. L'investissement immobilier, après s'être effondré de 10 points de PIB en 6 ans, se stabiliserait autour de 12 % du PIB.

Le taux de marge a atteint un niveau record à 41 % du PIB (contre 34,5 % en 2000), ce qui fournit aux entreprises une large capacité d'autofinancement. Il devrait légèrement se tasser à l'horizon 2015 du fait du retournement du cycle de productivité,

mais se maintiendrait à un niveau très confortable pour les entreprises, leur permettant de financer leurs projets d'investissement. La capacité d'innovation des entreprises espagnoles conforterait leurs gains de parts de marché.

Depuis 2008, les destructions massives d'emploi, en particulier dans le secteur de la construction, ont fait bondir la productivité de l'économie espagnole. Dans le secteur marchand, elle est passée d'une croissance moyenne de 0,4 % entre 2000 et 2007 à un rythme de 2,9 % entre 2008 et 2012. Pour les années 2013 à 2015, nous anticipons une baisse moyenne de 0,5 % par an, ce qui permettrait de créer 550 000 emplois à l'horizon 2015.

Le taux de chômage commencerait alors à se réduire lentement, de 26,4 % au deuxième trimestre 2013 à 23 % fin 2015. À ce rythme, le retour à une situation d'équilibre sur le marché du travail prendrait près de 10 ans, et seul un rebond de la consommation des ménages permettrait d'accélérer le mouvement. Or celle-ci devrait rester déprimée du fait de la déflation salariale. En effet, comme le montre le graphique 2, le salaire réel par tête baisse en glissement annuel depuis le début de l'année 2010. Les salariés ont déjà perdu 5,4 % de pouvoir d'achat en trois ans (soit -1,8 % en par an), et nous anticipons une poursuite de la tendance baissière, mais à un rythme plus modéré de -0,7 % par an.

Le taux d'épargne s'est redressé au premier trimestre 2013, profitant d'un rebond du salaire par tête, et il ne devrait pas baisser significativement à l'horizon 2015. Le revenu disponible des ménages ne progresserait que modérément en termes réels, bridé par la perte de pouvoir d'achat des retraités, le maintien du gel des salaires des fonctionnaires et de nouvelles hausses des taux d'imposition sur le revenu et des impôts indirects (TVA sur certains produits, taxes environnementales). Seules les créations d'emploi (+0,7 % en 2014 et +1,6 % en 2015) apporteraient un peu d'air aux ménages espagnols. Après une baisse de 2,7 % en 2013, la consommation des ménages stagnerait en 2014 (+0,1 %) et progresserait légèrement en 2015 (+0,7 %).

... mais la sortie de crise est encore loin

Quel que soit le potentiel de croissance retenu pour l'économie espagnole, l'écart de production est très dégradé (-11,6 % en 2013

selon nos estimations, -9,6 % selon l'OCDE). La situation budgétaire est loin d'être apurée avec une dette approchant 100 points de PIB et un déficit que nous prévoyons à 6,8 % en 2013, 6,2 % en 2014 et 5,3 % en 2015. La consolidation annoncée pour 2014 continue à peser fortement sur la croissance, même si le report des objectifs de déficit par la Commission européenne a redonné un peu de temps au gouvernement. Mais la persistance de la crise maintient les multiplicateurs budgétaires à un niveau élevé (largement supérieurs à 1) et l'Espagne ne retrouvera une croissance dynamique, capable de faire baisser significativement le chômage, qu'une fois l'ajustement budgétaire réalisé.

Enfin, le niveau actuel des prêts non performants, qui ont atteint des sommets à 11,6 % du total des prêts au deuxième trimestre 2013 (soit 17 points de PIB) est de fort mauvais augure pour la santé du système bancaire espagnol, dont la restructuration pourrait être plus longue et plus coûteuse qu'anticipée.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

3. Le solde budgétaire inclut les aides au secteur bancaire, qui ne sont pas comptabilisées pour le respect des objectifs de déficit. Hors mesures exceptionnelles, le déficit s'élève à 8,9 % en 2011 et 6,7 % en 2012. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2013 et 2014.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2013.

ÉTUDE SPÉCIALE

Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ? 225
Département analyse et prévision

POLITIQUES MONÉTAIRES : EST-CE LE DÉBUT DE LA FIN ?

Département analyse et prévision¹

Depuis 2009, les principales banques centrales mettent en œuvre des politiques monétaires expansionnistes afin de stimuler l'activité économique, réduire les risques de spirale déflationniste et soutenir le système financier. Ces politiques se sont traduites par des taux d'intérêt fixés à leur plus bas niveau presque et par des mesures non conventionnelles. L'amélioration récente du climat conjoncturel et la volonté affichée des banques centrales d'organiser le retrait progressif des mesures non conventionnelles posent la question d'une éventuelle normalisation des politiques monétaires. Pour autant, toute hausse des taux d'intérêt d'ici 2014 est exclue. En effet, le risque inflationniste est inexistant et la croissance anticipée trop modérée pour entraîner une baisse rapide du taux de chômage. Or, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont conditionné un relèvement du taux d'intérêt à une cible de taux de chômage. Cette politique de communication (*forward guidance* ou orientation prospective) relative aux taux d'intérêt a pour objectif d'ancrer les anticipations de taux et de fournir par ce biais un soutien à la croissance. Cette stratégie accompagne l'ensemble des mesures non conventionnelles de nature plus quantitatives telles que les programmes d'achat de titre ou les opérations exceptionnelles de refinancement du système bancaire. La normalisation des opérations de politique monétaire passe par un retrait progressif de ces mesures non conventionnelles. Mais l'annonce de Ben Bernanke d'un éventuel ralentissement progressif du rythme des achats de titres par la Réserve fédérale a provoqué de la volatilité sur les marchés et une augmentation rapide des taux à long terme. Dès lors, les banques centrales doivent faire preuve d'une grande prudence afin d'éviter une normalisation trop hâtive des politiques monétaires. Ceci d'autant plus que les risques associés à ces mesures (développement de nouvelles bulles, indépendance des banques centrales ou risques inflationnistes) ne paraissent pas être aujourd'hui la principale menace dans les pays industrialisés.

1. Ont participé à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Fabien Labondance, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Vincent Touzé.

Depuis 2009, les taux directeurs des 4 principales banques centrales (BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre et Banque du Japon) sont fixés à leur niveau le plus bas ou presque pour soutenir la croissance et éviter la déflation. Une fois ce seuil plancher atteint (ou *zero lower bound* pour reprendre l'expression anglo-saxonne), l'usage des instruments usuels de la politique monétaire – les taux d'intérêts à court terme – devient impossible puisque les taux directeurs ne peuvent pas être négatifs. Pour dépasser cette limite, les banques centrales ont recours à des mesures dites non conventionnelles. Ces mesures ont largement modifié le champ d'intervention des banques centrales remettant en cause le cadre théorique et la pratique qui avaient guidé leur action depuis le début des années 1990². De fait, la taille de leur bilan a fortement gonflé depuis 2008 et la composition des actifs détenus par les banques centrales a de fait également évolué. Les objectifs de ces mesures sont de renforcer le soutien à la croissance, dès lors que l'on ne peut plus recourir au taux court, et la stabilité financière. La palette de moyens utilisés depuis 2008 pour atteindre ces objectifs est assez large³. Mais, ces mesures n'ont pas vocation à être pérennisées. Les banques centrales ont ainsi régulièrement souligné que les mesures mises en œuvre étaient par nature exceptionnelles. De fait, se pose la question de la normalisation des politiques monétaires des banques centrales quand l'activité économique redémarrera.

Or, les derniers chiffres de croissance témoignent d'une amélioration de la conjoncture. La croissance de la zone euro est redevenue positive au deuxième trimestre 2013, la croissance du PIB du Royaume-Uni a accéléré et celle des États-Unis et du Japon semble se consolider. Néanmoins, les banques centrales ne déterminent pas l'orientation de leur politique monétaire uniquement en fonction des derniers chiffres de la croissance. Leur diagnostic est aussi conditionné par l'évolution d'un ensemble d'indicateurs (crédits, conditions de marché, situation sur le marché du travail...) reflétant les risques pesant sur la croissance ou la stabilité des prix.

2. Voir Mishkin (2006) pour une analyse synthétique de l'évolution du rôle des banques centrales. Une analyse détaillée et théoriquement fondée du consensus autour de la conduite de la politique monétaire est proposée par Woodford (2003).

3. Voir Cecioni, Ferrero et Secchi (2011) pour une revue des différentes mesures prises par la Réserve fédérale et la BCE.

Le poids attribué à ces différentes variables dépend des objectifs finaux (stabilité des prix, croissance et emploi) des banques centrales. À cet égard, la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque d'Angleterre ont développé une stratégie de communication (*forward guidance* ou orientation prospective) qui met notamment en avant une cible explicite de taux de chômage. Si pour l'instant, la BCE ne s'est pas engagée sur une cible de taux de chômage, elle a toutefois fait un premier pas vers le *forward guidance* en annonçant que les taux courts resteraient bas sur une période prolongée.

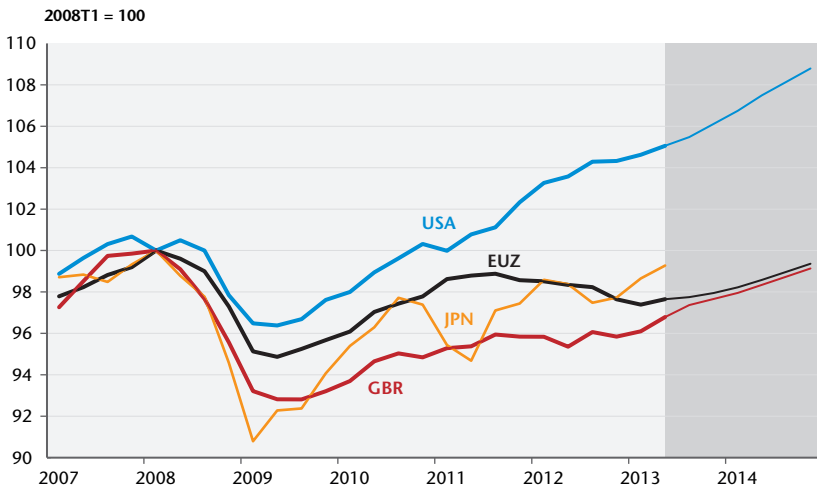
Dès lors, la perspective d'évolution des taux courts doit être considérée à l'aune de la communication récente des banques centrales. Or, l'évolution anticipée du chômage et de l'inflation nous conduit à prévoir le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel jusqu'en 2015. La seconde dimension d'une éventuelle normalisation de la politique monétaire dépend de la stratégie de dégonflement des bilans des banques centrales. L'annonce faite le 22 mai 2013 par le président de la Réserve fédérale selon laquelle la banque centrale américaine pourrait envisager de réduire le montant des achats de titres participe de cette stratégie de sortie et pose de fait la question du timing et de la séquence d'actions qui seront décidées. À partir de quel moment, les banques centrales vont-elles réduire la taille de leur bilan ? Les banques centrales doivent-elles engager cette réduction avant toute décision relative aux taux directeurs ? La volatilité qui a suivi l'annonce de Ben Bernanke du 22 mai rappelle que les banques centrales doivent faire preuve d'une grande prudence afin de ne pas menacer la stabilité financière et la croissance fragile des pays industrialisés. Les expériences américaines de 1936-1937 et du Japon en 2000, entre autres, ont montré qu'un durcissement prématuré de la politique monétaire pouvait replonger les économies dans la récession (voir par exemple Orphanides, 2003).

1. Stimulation : stop ou encore ?

Depuis le début de l'année 2013, la situation conjoncturelle s'est améliorée aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, mais la reprise reste modeste aux États-Unis et il est encore trop tôt pour que l'on puisse parler de véritable reprise au Royaume-Uni et plus encore dans la zone euro.

Aux États-Unis, la croissance a légèrement accéléré depuis le début de l'année, passant de 0,3 % au premier trimestre à 0,6 % au deuxième trimestre, après avoir décéléré tout au long de l'année 2012 (passant de 0,9 % au premier trimestre à 0 seulement au quatrième trimestre). La reprise engagée en 2009 est modérée, freinée depuis un an par les mesures de restriction budgétaire. Le PIB est désormais 6 % au-dessus de son niveau d'avant crise (graphique 1). Au Royaume-Uni, après avoir stagné en 2012, le PIB a augmenté de 0,4 et 0,7 % respectivement aux premier et deuxième trimestres 2013. Cela laisse encore le PIB britannique 3 points en dessous de son niveau du début de 2008. Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre 2013, après 6 trimestres consécutifs de baisse (soit une baisse du PIB de 0,5 point en moyenne en 2012). Le PIB de la zone euro reste 2 points en dessous de son niveau d'avant crise. Ce chiffre masque un creusement des divergences parmi les pays de la zone depuis 2008. Le PIB est inférieur à plus de 20 points à son niveau d'avant crise en Grèce, alors qu'il a dépassé son niveau d'avant crise en Allemagne.

Graphique 1. PIB en niveau



Sources : Comptabilités nationales.

Ainsi, à l'automne 2013, dans les trois zones, le PIB reste très inférieur au niveau qu'il aurait atteint si la croissance avait continué à son rythme d'avant la crise. Cette perte de production se traduit par des niveaux de taux de chômage élevés dans la

plupart des pays. Ils restent supérieurs à leurs niveaux d'avant crise et ont même continué à augmenter dans les pays en récession. Aux États-Unis, le taux de chômage était encore de 7,5 % au deuxième trimestre 2013, contre 8,2 % au début de 2012. Au Royaume-Uni, il était de 7,8 % au deuxième trimestre 2013, contre 8,2 % au début de 2012. Dans la zone euro, le taux de chômage est monté de 10,9 % au début de 2012 à 12,1 % au deuxième trimestre 2013. Les divergences ont continué de se creuser dans la zone euro, où les taux de chômage approchent désormais 30 % en Grèce et en Espagne, contre 5 % seulement en Allemagne ou en Autriche.

Le redémarrage de l'activité est très lent en comparaison des cycles précédents dans les trois zones considérées. À la fin septembre, les indicateurs conjoncturels suggèrent la poursuite de la croissance au second semestre 2013, à un rythme moyen de 0,5 % par trimestre aux États-Unis et au Royaume-Uni, et de 0,2 % seulement dans la zone euro. Cette croissance est fragile. Selon nos prévisions, elle ne serait que de 1,5 % cette année aux États-Unis et de 2,4 % l'an prochain ; respectivement de 1,3 et de 1,7 % au Royaume-Uni. La zone euro restera en 2013, une fois de plus, la seule région de l'économie mondiale à afficher un recul du PIB, de 0,3 point en moyenne annuelle, et connaîtrait une croissance de 1,1 % l'an prochain.

La combinaison d'une faible croissance et d'un chômage élevé est déflationniste. Les grandes économies industrialisées ne sont pas retournées au plein emploi, ou en sont encore loin – comme le montrent les capacités de production inutilisées dans l'industrie, et le niveau élevé du taux de chômage. Ceci exerce une pression à la baisse sur les salaires qui est à l'œuvre dans les pays les plus durement touchés par la crise, Espagne en tête. Le prix du baril de pétrole en dollars est resté quasiment stable depuis le début de 2012, autour de 113 dollars le baril, tandis que les prix des matières premières industrielles étaient orientés à la baisse (-16 % en 2012, -3 % en 2013). Le taux de change euro-dollar et livre-dollar s'est légèrement apprécié sur la période (d'environ 4 %), ce qui réduit l'inflation importée au Royaume-Uni et dans la zone euro.

Aux États-Unis, l'inflation, mesurée selon les prix à la consommation a ralenti, de 2,8 % en glissement sur un an au début de 2012 à 1,4 % seulement au deuxième trimestre 2013. Au Royaume-Uni, l'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation

harmonisé, a aussi ralenti, passant sur la même période, de 3,5 % à 2,7 %. Dans la zone euro, l'inflation a ralenti de 2,7 % à 1,4 %. L'inflation sous-jacente corrigée des éventuels effets liés aux variations de taxes indirectes⁴ est encore plus faible au Royaume-Uni comme dans la zone euro : respectivement 2,3 % et 0,8 % sur le troisième trimestre 2013.

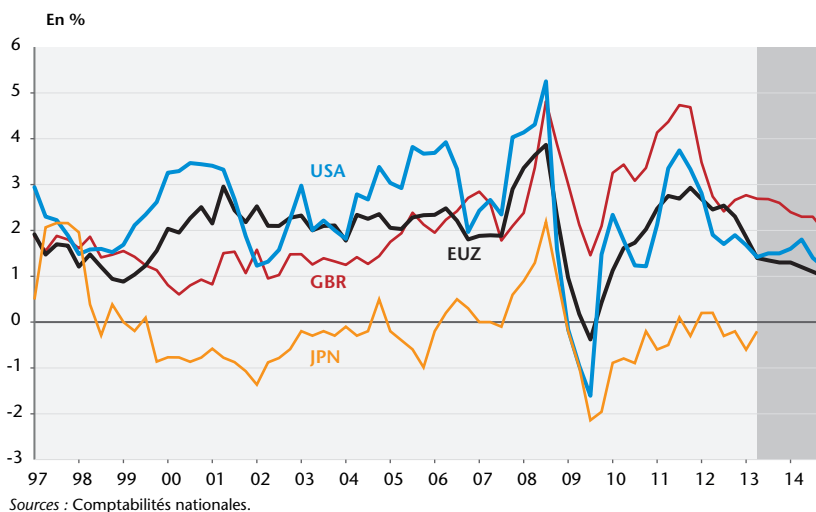
Selon nos prévisions, l'inflation continuerait à ralentir et ne serait plus que de 1,2 % fin 2014 aux États-Unis et de 2 % au Royaume-Uni. L'inflation reviendrait donc au centre de la cible de la politique monétaire, 2 % dans une fourchette de +/-1 %. Les tendances sont clairement déflationnistes dans la zone euro. Pendant l'été, l'inflation a continué de ralentir dans la zone euro et n'était plus que de 1,1 % en glissement sur un an en septembre (graphique 2). L'inflation était au plus de 2,4 % aux Pays-Bas et de 1,8 % en Autriche, tandis qu'elle n'était plus que de 0,5 % en Espagne et de -1 % en Grèce. Depuis septembre 2012, l'inflation est ainsi passée de 3,5 % en glissement sur un an à 0,5 % en Espagne, de -0,3 à -1 en Grèce, de 2,1 à 1,6 en Allemagne. Selon nos prévisions l'inflation continuerait de ralentir et ne serait plus que de 1 % à la fin de 2014.

Dans ces conditions, il apparaît clairement que les politiques monétaires devront rester expansionnistes. Il n'y a aucun risque inflationniste et l'activité restera en deçà de son potentiel. La mise en place d'une « orientation prospective », ou *forward guidance*, fait aussi entrer explicitement le taux de chômage parmi les objectifs de la politique monétaire aux États-Unis et au Royaume-Uni. La réserve fédérale a déclaré qu'elle ne resserrerait pas sa politique tant que le taux de chômage ne passerait pas en dessous de 6,5 %, la Banque d'Angleterre retenant le chiffre de 7 %. Au vu de nos prévisions, ceci signifierait l'absence de tout resserrement monétaire à l'horizon de la fin 2014. La BCE n'a pas fixé d'objectif en matière de taux de chômage, ce qui exclurait tout resserrement monétaire pour plusieurs années. La BCE n'est pas censée prendre en compte les situations nationales, mais de toute manière, qu'elle soit mesurée au niveau de chacun des pays membres, ou au niveau de la

4. Eurostat fournit une série d'indice harmonisé pour l'inflation courante corrigée des variations de taxes indirectes. Nous appliquons une correction identique sur l'inflation sous-jacente.

zone euro, l'inflation resterait largement inférieure à 2 %. Pour respecter son mandat de maintenir une inflation « inférieure mais proche de 2 % », on pourrait d'ailleurs avancer que la BCE devrait assouplir sa politique monétaire.

Graphique 2. Inflation (g.a)



L'évolution de la liquidité pourrait être un facteur incitant les banques centrales à normaliser leur politique monétaire. C'est particulièrement le cas de la BCE qui, dans son second pilier guidant les décisions de politique monétaire, s'intéresse à l'évolution des agrégats monétaires. Néanmoins, bien que la monnaie émise par les banques centrales a fortement augmenté, la masse monétaire mesurée par des agrégats plus larges ne croît que modérément⁵.

2. L'importance de la communication

Quel que soit le scénario retenu, les banques centrales doivent communiquer clairement leurs orientations afin d'ancrer les anticipations, réduire les incertitudes et ne pas créer de volatilité sur les marchés. La communication, *via* la stratégie de *forward guidance* des taux d'intérêt, est devenue un élément à part entière de la conduite de la politique monétaire depuis que les taux directeurs sont main-

5. Voir *infra* pour plus de détails.

tenus à leur niveau plancher. Le *forward guidance* consiste à annoncer la trajectoire future du taux directeur et l'engagement de la banque à se maintenir sur cette trajectoire. Les banques centrales souhaitent ainsi accroître la transparence de leur action et agir sur les anticipations. Elles peuvent ainsi espérer influencer les anticipations privées de taux courts, et de taux longs, afin de renforcer la transmission de la politique monétaire (encadré) et de stimuler l'économie.

Encadré 1. Rôle d'une stratégie de *forward guidance* pour la conduite de la politique monétaire

Les promoteurs de la stratégie de *forward guidance*, au premier rang desquels figurent Eggertsson & Woodford (2003), suggèrent que l'efficacité de la politique monétaire peut être accrue avec une politique de taux d'intérêt stable. Cette proposition est justifiée par le fait que la demande de crédit ne dépend pas uniquement des taux d'intérêt à court terme, mais également de l'anticipation des taux d'intérêt à long terme. Ainsi, en annonçant à l'avance les niveaux futurs des taux d'intérêt, conditionnellement ou non à l'évolution de variables macroéconomiques, la banque centrale dissipe l'incertitude reposant sur ses futures décisions et contribue à stabiliser ces taux à un niveau proche des taux directeurs. Cette stratégie est particulièrement mise en avant en situation de trappe à liquidité lorsque les taux nominaux sont proches de zéro, comme c'est le cas actuellement. Dans cette situation, l'outil conventionnel des banques centrales est contraint et celles-ci ne peuvent plus compter sur une baisse des taux d'intérêt pour relancer l'économie. Elles ne peuvent plus mécaniquement influencer les prix mais peuvent en revanche jouer sur les volumes *via* les mesures non conventionnelles. Le canal des anticipations et l'envoi de signaux aux agents privés deviennent dès lors primordiaux.

Il est important de préciser que l'effet du *forward guidance* sur les taux longs et donc sur l'économie passe par la structure par terme des taux d'intérêt. Plusieurs théories tentent d'expliquer comment les taux varient en fonction de leur maturité. La théorie de la structure par terme des taux d'intérêt suppose que les taux longs sont une combinaison des taux courts futurs anticipés et donc que les différentes maturités sont parfaitement substituables. La théorie de la prime de liquidité quant à elle suppose que les taux d'intérêt à long terme incluent une prime du fait de la détention d'un ou plusieurs risques à long terme. Enfin, une autre théorie repose sur l'hypothèse de segmentation du marché, où les instruments financiers des différents termes ne sont pas substituables.

Les investisseurs décident s'ils ont besoin d'instruments à court terme ou à long terme indépendamment. Si les investisseurs souhaitent détenir des actifs liquides, ils préféreront les instruments à court terme aux instruments à long terme et les prix de ces actifs varieront dans des directions opposées. Dans le cas des 2 premières approches théoriques, le *forward guidance* peut se transmettre à l'économie réelle, alors que si les investisseurs agissent conformément à la troisième, il n'aura pas d'effets réels.

La mise en place et l'efficacité des stratégies de *forward guidance* sont très discutées dans la littérature. Mentionnons ici les travaux de Morris & Shin (2002) et Kool *et al.* (2011). Ils mettent en avant qu'un surcroît de transparence de la part de la banque centrale peut amener les agents économiques à trop se focaliser sur les prédictions de la banque centrale et la trajectoire de taux annoncée et à délaissier les autres informations économiques pertinentes pour prévoir le taux directeur futur. Ce comportement s'avèrerait perturbateur pour les marchés financiers. Il pourrait biaiser les anticipations des agents privés, les écarter des fondamentaux de l'économie et participer ainsi à la formation de bulles sur certaines classes d'actifs (immobilier par exemple). De plus, l'efficacité d'une transparence accrue de la politique monétaire va fortement dépendre de la capacité de la banque centrale à disposer de prévisions fiables quant à l'évolution de la conjoncture (Walsh, 2007). Une banque centrale mettant en place une communication de type *forward guidance* mais faisant face à une évolution imprévue de la conjoncture se retrouve face à une perte de crédibilité et un dilemme. Soit elle décide d'entériner son erreur de prévision et de se conformer à son mandat, soit elle s'en tient à sa stratégie de taux, conserve une partie de sa crédibilité, et dévie de son mandat en retardant les évolutions de taux (Mishin, 2004). Enfin, des raisons d'ordre pratiques viennent contrarier la mise en place des *forward guidance*. Si la plupart des banquiers centraux reconnaissent qu'il est utile de diminuer l'incertitude entourant les futures annonces de politique monétaire, il n'apparaît pas toujours évident de pouvoir s'appuyer sur un consensus au sein des comités de politique monétaire (Goodhart, 2009).

Avant la crise financière de 2008, certaines banques centrales avaient déjà mis en œuvre une telle stratégie. C'est le cas en Nouvelle-Zélande depuis 1997, en Norvège depuis 2005 et en Suède depuis 2007. Les États-Unis ont également mis en place cette stratégie de communication à plusieurs reprises alors que les taux étaient très bas. Ainsi, le Federal Open Market Committee (FOMC) avait introduit de manière implicite le concept de *forward guidance*, ou d'orientation prospective dans sa communication en août 2003.

Alors que son taux cible était à son plus bas historique, le FOMC mentionna que « cet assouplissement monétaire peut être maintenu pendant une longue période⁶ ». Ce vocabulaire propre au *forward guidance* demeura ainsi dans les communiqués du FOMC jusqu'à fin 2005. Il y réapparut en décembre 2008 et de manière plus précise en août 2011, lorsque Ben Bernanke annonce que les conditions économiques justifient le maintien des taux des fonds fédéraux à un faible niveau au moins jusqu'à mi-2013. Depuis, l'annonce du 13 septembre 2012 précisant que la Réserve fédérale ne relèvera pas ses taux avant mi-2015, prolonge précisément cette stratégie.

Il est important de distinguer deux types de *forward guidance* : celui pour lequel l'action de la banque centrale est conditionnée à une période temporelle, et celui dépendant de variables économiques incluant des seuils déclenchant une action de sa part. Dans le cas de la Fed, les premières annonces mentionnées précédemment font référence à une période de temps. Mais depuis décembre 2012, la Fed conditionne dorénavant son engagement sur l'évolution future de ses taux à des seuils déclencheurs conjoncturels. Elle annonce ainsi que « les niveaux exceptionnellement bas des taux des *Fed funds* le resteront aussi longtemps que le taux de chômage demeurera au-dessus de 6,5 %, que l'inflation courante prévue à un horizon de 1 à 2 ans ne dépassera pas de plus d'un demi-point l'objectif à long terme (2 %) et que les anticipations d'inflation à plus long terme resteront bien ancrées » De même, Mark Carney, nouveau gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), a mis en place en août 2013 une stratégie de *forward guidance* signalant son intention de ne pas remonter les taux tant que le taux de chômage ne sera pas repassé sous la barre des 7 %. Cet engagement est néanmoins conditionnel à une inflation contenue autour de 2 % (dans une fourchette de +1/-1 %), des anticipations d'inflation ancrées et à un effet neutre de cet engagement sur la stabilité financière. Aux États-Unis, l'arrivée de nouveaux membres au FOMC à partir de janvier 2014 pourrait modifier le calendrier du prochain resserrement monétaire. Toutefois, jusqu'ici, les déclarations précédentes de Janet Yellen, ne laissent pas augurer d'un changement radical de la stratégie de politique monétaire de la Réserve fédérale.

6. Dans le texte original : « that policy accomodation can be maintained for a considerable period ».

Quel peut être l'efficacité de cette stratégie ? Kool & *et.al.* (2012) expriment de sérieux doutes quant aux résultats obtenus par l'intermédiaire des *forward guidance*. Leur étude empirique montre que le *forward guidance* n'améliore la capacité des agents privés à prévoir les taux courts futurs que pour des horizons de prévisions très courts, sans amélioration de la prédictibilité des taux à long terme. De plus, le *forward guidance* conditionnel à une durée de temps présente de sérieuses lacunes étant donné que les conditions économiques évolueront au cours de la période de temps en question et rendront l'engagement caduc. Le *forward guidance* conditionnel à des seuils sur des variables économiques ne présente pas ce problème et est donc cohérent. Un critère pour la crédibilité de ces engagements conditionnels à des seuils est néanmoins que les variables sous-jacentes choisies soient observables (PIB plutôt qu'*output gap*) et ne souffrent d'aucune contestation ou de possibilité de révisions (inflation plutôt qu'anticipations d'inflation) afin que les agents privés puissent évaluer si la banque centrale agit comme elle s'était engagée à le faire. Alors et seulement alors, les agents pourront avoir confiance dans ces annonces et la banque centrale sera en mesure d'influencer les anticipations de taux longs.

Le *forward guidance* conditionnel peut poser d'autres problèmes. La mise en place d'un seuil pour une variable macroéconomique peut concourir à brouiller les pistes concernant les objectifs et la hiérarchie des objectifs des banques centrales. Si plusieurs variables sont ciblées simultanément et que leurs évolutions divergent, quelles seront les futures décisions de la banque centrale ? Plus fondamentalement, ces annonces en termes de seuil doivent être analysées au regard du mandat de la banque centrale (Krugman, 1998). La Réserve fédérale ne hiérarchise pas ses objectifs. Qu'elle souhaite, en sortie de crise, s'assurer de la vigueur du PIB ou de la diminution du chômage plutôt que de l'inflation est dès lors tout à fait envisageable. La Banque d'Angleterre, qui suit une stratégie de ciblage d'inflation, a ainsi défini des conditions (« knockouts ») sur l'inflation, les anticipations d'inflation et la stabilité financière, qui si elles n'étaient pas respectées entraîneraient la fin du *forward guidance* et donc de l'engagement à maintenir les taux inchangés. La hiérarchie des objectifs serait donc bien respectée, et la crédibilité de la Banque d'Angleterre maintenue.

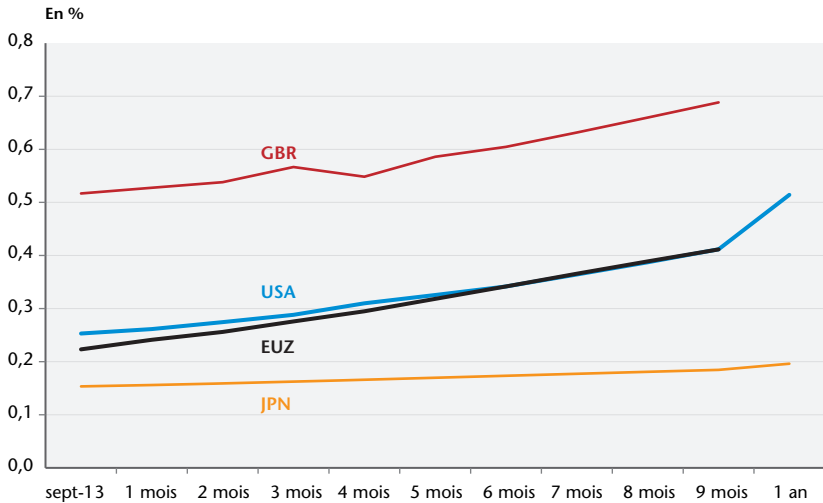
En ce qui concerne la BCE, qui de son côté hiérarchise ses objectifs, la mise en place, le 4 juillet dernier, d'une communication de type *forward guidance* apparaît être un engagement réduit à une période de temps, non définie, (« ... *for an extended period time* ») en l'absence de référence à des seuils explicites. De ce point de vue, elle semble donc en retard sur la Fed et la BoE qui sont passées à des annonces conditionnelles à des seuils chiffrés qui permettent une transparence plus grande. Pour mémoire, avant le 4 juillet, la BCE donnait des indices quant à sa prochaine décision du mois suivant sous la forme d'expressions aisément reconnaissables par les observateurs. Ainsi, l'insertion du mot « vigilance » dans le discours du président de la BCE lors de sa conférence de presse annonçait un probable durcissement de la politique monétaire⁷. En intégrant le *forward guidance* à sa panoplie d'instruments, la BCE se veut moins énigmatique. En particulier, il semblerait qu'elle ait voulu ainsi répondre à des inquiétudes portant sur une éventuelle remontée des taux. Cependant, Benoît Coeuré, membre du Directoire de la BCE, a affirmé que cette stratégie ne remettait pas en cause la règle, répétée maintes fois en conférence de presse, qui veut que la BCE ne s'engage jamais sur les politiques futures (« *no pre-commitment rule* ») et que le *forward guidance* serait réévalué à chaque réunion du Conseil des Gouverneurs. Jens Weidmann, membre du conseil de politique monétaire, a confirmé que « *it is not an absolute advanced commitment of the interest rate path* » tandis que Vítor Constâncio, vice-président de la BCE, a continué de brouiller les cartes en affirmant: « *our forward guidance is in line with our policy framework as it does not refer to any date or period of time but is instead totally conditional on developments in inflation prospects, in the economy and in money and credit aggregates – the pillars of our monetary strategy*⁸ ». L'efficacité à attendre d'une politique mal définie et dont la clé du succès – la crédibilité de l'engagement – est ouvertement remise en cause semble donc très faible.

7. Rosa & Verga (2007) proposent un catalogue de ces expressions.

8. « Notre communication de type *forward guidance* est en accord avec notre cadre opérationnel de politique monétaire puisqu'il n'est fait référence à aucune date ou période de temps précise mais est entièrement conditionnée aux évolutions des perspectives d'inflation, dans l'économie et dans les agrégats monétaires et de crédits, qui demeurent les piliers de notre stratégie monétaire ».

Partant de ces différentes annonces, nous n'anticipons pas de relèvement des taux directeurs des banques centrales (américaine, du Royaume-Uni ou de la zone euro). Les annonces de la Réserve fédérale sont claires dans la mesure où aucune action sur les taux courts n'est prévue avant la mi-2015. De plus, notre scénario de taux de chômage pour les États-Unis comme pour le Royaume-Uni montre que le seuil à partir duquel les banques centrales envisageront une hausse des taux ne sera pas atteint en 2014. L'incertitude est plus forte dans le cas de la BCE dans la mesure où elle n'a pour l'instant pas conditionné un éventuel resserrement de la politique monétaire à une date ou un seuil pré-déterminé. Néanmoins, notre scénario de croissance molle ne plaide pas en faveur d'un resserrement précoce. Les risques pour la croissance sont encore trop élevés et les menaces d'une inflation supérieure à la cible de 2 % trop faibles pour qu'un cycle de hausse de taux ne soit enclenché. Ces incertitudes sont reflétées dans les dernières prévisions macroéconomiques de la BCE qui table sur une croissance du PIB de 1 % en 2014 et sur une inflation de 1,3 %. Une hausse des taux n'est d'ailleurs pas anticipée par les marchés en septembre 2013 (graphique 3). Sur un horizon de 6 mois, les taux à trois mois anticipés sont très proches de ceux observés en septembre 2013. Ils augmentent ensuite légèrement ce qui ne traduit pas forcément une anticipation de hausse de taux dans la mesure où l'écart est inférieur à 0,25 point, seuil qui correspond au pas minimum de variation de taux fixé par les banques centrales. Le seuil est franchi pour les États-Unis à un horizon d'un an. En septembre 2013, les taux anticipés étaient en effet supérieurs de 0,25 point au taux d'intérêt à trois mois observé. C'est le seul élément qui pourrait traduire une hausse des taux anticipés d'un quart de point. Les anticipations ont notamment augmenté depuis mai 2013 avec des taux à trois mois anticipés passant de 0,33 % le 1^{er} mai à 0,64 % le 5 septembre. Ils ont cependant baissé depuis pour revenir à 0,4 % le 18 octobre. L'annonce d'un possible ralentissement des achats de titres a sans doute alimenté des prévisions de normalisation de la politique monétaire à l'horizon de la fin de l'année 2014 malgré les annonces de la Réserve fédérale sur le maintien des taux au moins jusqu'à la mi-2015. Ce constat conforte les résultats évoqués précédemment quant à l'efficacité du *forward guidance* qui s'amenuise avec l'horizon de prévision.

Graphique 3. Taux à trois mois courants et anticipés dans ...



Note : Les taux courts à trois mois anticipés sont issus des FRA (*forward rate agreement*) qui sont des contrats futurs sur les taux de marchés anticipés à une date donnée pour différents horizons (1 mois, 2 mois ...)

Source : Datastream.

3. Quelle stratégie de sortie des mesures non conventionnelles ?

Le *forward guidance* n'est pas la seule voie utilisée par les banques centrales pour stimuler la croissance. Cette stratégie s'inscrit dans l'ensemble de mesures non conventionnelles prises par les banques centrales pour stimuler l'activité. En effet, outre la politique de communication, elles ont eu recours à des politiques de bilan, pour lesquelles le timing de sortie va également se poser.

Si les taux devraient rester bas jusqu'en 2015, les perspectives d'un réamorçage de la croissance en Europe et la poursuite d'une croissance modérée mais réelle aux États-Unis nourrissent depuis plusieurs mois le sentiment que les politiques de *quantitative easing* arrivent à leur terme, tout au moins aux États-Unis. Ce changement de cap fut explicitement envisagé par la Réserve fédérale, suite aux bonnes nouvelles des statistiques de l'emploi américain, puis validé le 22 mai lors la publication des minutes de la dernière réunion du FOMC. Le Président de la Réserve fédérale y a évoqué l'idée que le Comité pourrait infléchir sa politique d'achats massifs de titres publics ou garantis par l'État si la situation économique s'y prêtait.

Des marchés réactifs à l'annonce d'un changement de stratégie : l'exemple des taux longs américains

Les perspectives de fin de cette politique ont déclenché un brusque resserrement des taux d'intérêt à moyen et long terme (graphique 4). Entre le 2 mai et le 5 septembre, les taux à deux ans ont augmenté de 32 points de base, ceux ayant une échéance à 7 ou 10 ans ont progressé de plus de 130 points de base. Ce resserrement reflète la composition du portefeuille de la Réserve fédérale dans lequel prédominent les obligations à moyen et long terme⁹. À l'inverse, les taux courts sont restés à leur niveau plancher, puisque les *Treasury Bills*, à maturité inférieure ou égale à 1 an n'ont pas fait l'objet d'achats massifs et ne seront donc pas affectés par un prochain changement de cap de la politique monétaire.

Ce brusque resserrement des taux d'intérêt long a poussé la Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre à intervenir début juillet pour confirmer que les politiques monétaires resteront accommodantes tant que la situation économique le nécessiterait. Ces interventions combinées au fil des mois à la publication de statistiques décevantes sur le front économique et de l'emploi ont réussi à rassurer les marchés sur le timing de la réduction ou de l'arrêt des interventions. Aux États-Unis, les achats de titres par la Réserve fédérale ont continué au rythme mensuel inchangé de 45 milliards de dollars en obligations à long terme du Trésor américain et de 40 milliards de *Mortgage backed securities* (MBS).

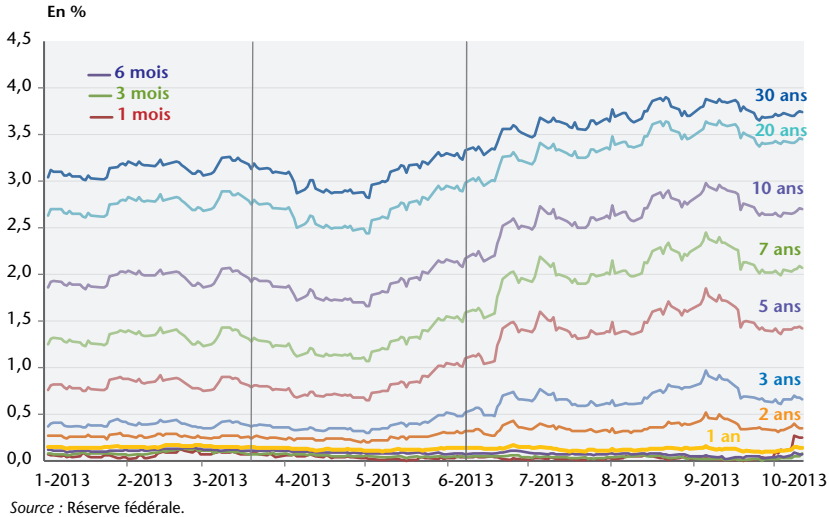
Cette remontée des rendements obligataires s'apparente-t-elle à un processus de normalisation lié à la sortie des politiques monétaires non conventionnelles et qui interviendrait après une période de taux artificiellement faibles, ou bien existe-t-il d'autres facteurs qui auraient soutenu cette remontée brutale ?

Si l'on considère que le prix des obligations reflète le niveau de tensions entre l'offre et la demande de titres, l'analyse des facteurs déterminants de ces deux composantes peut donner quelques éléments de réponse. Ainsi, une baisse du prix de ces obligations

9. À l'été 2013, la dette du gouvernement fédéral était composée pour 13 % de *Treasury Bills*, dont l'échéance est inférieure ou égale à 1 an, pour 67 % de *Treasury Notes*, dont l'échéance est comprise entre 2 et 10 ans, pour 12 % de *Treasury Bonds*, dont l'échéance est supérieure à 10 ans et enfin pour 8 % de TIPS, obligations à long terme indexées sur l'inflation. La Réserve fédérale en détient 18 %, exclusivement sous la forme de titres à échéances moyenne et longue.

intervient si l'offre de titres émis par le Trésor américain augmente plus vite que ce que les acheteurs potentiels sont prêts à investir.

Graphique 4. Taux d'intérêt sur les titres obligataires du Trésor américain par échéance

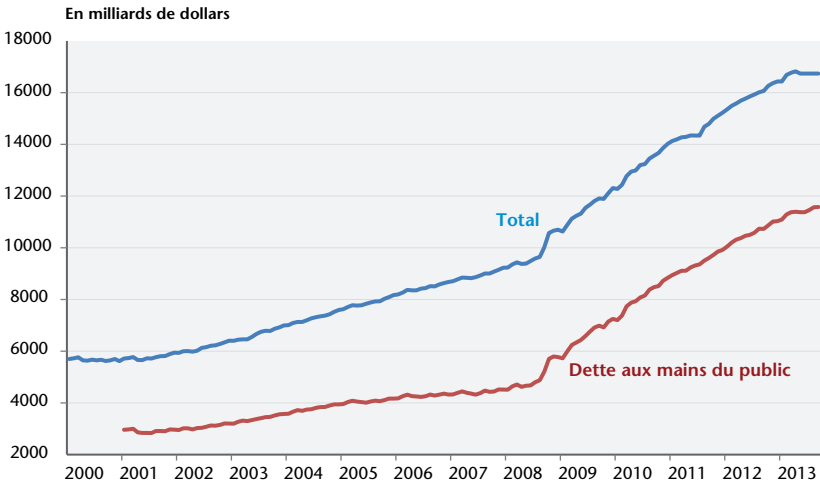


Depuis la crise financière de 2008, l'émission des titres de dette du gouvernement américain a explosé. D'une moyenne annuelle de 550 milliards de dollars avant la crise, elle est passée à 1 471 milliards en 2008, a culminé à 1 715 milliards en 2010 avant de ralentir à 1 209 milliards en 2012, freinée par la baisse des besoins de financement liés aux déficits budgétaires. La dette publique fédérale est passée de 9 669 milliards de dollars en août 2008, veille de la faillite de Lehman Brothers, à 16 369 milliards à la fin 2012. Depuis cette date, la progression de la dette est freinée par les blocages budgétaires liés aux tensions au sein du Congrès américain. La dette fédérale ayant atteint le plafond autorisé en décembre 2012, le Trésor s'est trouvé *de facto* dans l'impossibilité d'émettre de nouvelles dettes pour financer notamment le besoin de financement de l'administration fédérale américaine. En décembre 2012 et janvier 2013, la dette n'a donc pas augmenté. La suspension du plafond entre le 4 février et le 18 mai 2013, autorisée par le *No Budget, no Pay Act of 2013*, a permis au Trésor de couvrir sans restriction, les engagements du gouvernement au cours de cette courte période. Mais la réintroduction du plafond le 19 mai à un niveau égal au montant de la dette effective de ce même jour

s'est de fait accompagnée de l'interdiction pour le Trésor d'émettre de nouveaux titres. L'offre de nouveaux titres a donc à nouveau été bloquée, ce qui a conduit à la crise budgétaire majeure d'octobre 2013. Faute de l'accord sur le relèvement du plafond de la dette obtenu à l'arraché le 16 octobre au Congrès, le Trésor aurait été déclaré en cessation de paiement.

Les blocages rencontrés au Congrès autour de la réduction du déficit budgétaire et du contrôle de la dette fédérale ont donc eu pour effet de bloquer les émissions de nouveaux titres. Néanmoins, tous les titres de dette n'ont pas subi exactement la même contrainte. Et si la dette fédérale totale stagne depuis mai, les titres de dette aux mains du public (qui représentent 71 % du total) ont pu légèrement progresser au détriment des avoirs intra-gouvernementaux détenus par les *trust funds* du gouvernement (qui représentent le complément de 29 %) (graphique 5).

Graphique 5. Dette publique du gouvernement fédéral



Source : Réserve fédérale.

Face à cette offre de titres en quasi-stagnation, les investisseurs se sont continuellement repositionnés selon des critères qui varient selon les informations disponibles et les anticipations. Or, la demande a-t-elle faibli durant les derniers mois ?

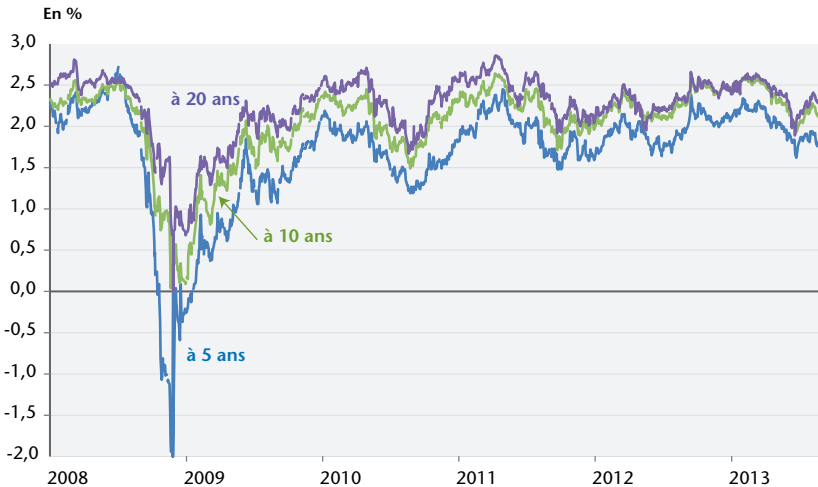
S'ils ont abordé la question de la fin du *quantitative easing* dans leurs dernières réunions de politique monétaire, les membres du FOMC n'ont pas prévu, dans le cadre de leur stratégie de *forward*

guidance, de relèvement des taux des Fed funds avant au moins l'été 2015. Selon une majorité d'entre eux, les taux pourraient augmenter entre 0,75 et 1 % dans le deuxième semestre 2015. Cette hausse des taux directeurs ne devrait pas intervenir avant que les mesures non conventionnelles soient supprimées. En effet, l'entrée (effective ou anticipée) dans la phase de réduction des mesures non conventionnelles marque en même temps le retour aux instruments traditionnels de politique monétaire. Et cette phase de normalisation ne signifie en rien un resserrement du taux des Fed Funds, qui se transmettrait sur les taux longs.

Si cette stabilisation du taux des Fed Funds à leur niveau plancher annoncée dans le *forward guidance* de la Fed se conjugue avec des perspectives de croissance et d'inflation modérées, l'incitation des investisseurs à se porter acquéreurs de titres publics longs reste stable. Jusqu'au printemps, les bonnes nouvelles sur le front de l'emploi et de la croissance avaient laissé augurer de la consolidation du marché du travail et une croissance plus soutenue. Les projections de croissance retenues dans l'analyse de la situation macroéconomique du FOMC avaient été révisées à la hausse tandis que les anticipations d'inflation à 5 ans, calculées sur la base des bons du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) montraient des signes de hausse en étant comprises entre 2 et 2,5 % entre octobre et mars 2013. Mais depuis mars, la dégradation des indicateurs conjoncturels, résultant notamment du choc budgétaire du début d'année, ont conduit les investisseurs à réviser leur prévision à la baisse (graphique 6). Dans ses projections de mai, le FOMC faisait passer ses prévisions de croissance du PIB pour 2013 d'une bande de 2-3 % à 2-2,6 %. En phase avec cette révision, les anticipations d'inflation à 5 ans sont retombées sous la barre des 2 %. Ce retournement à la baisse n'est pas de nature à stimuler les achats de titres longs.

Ces déterminants traditionnels des taux d'intérêt et de l'inflation jouent peu pour expliquer le mouvement récent de hausse des taux longs. Face à une offre quasi constante de titres publics, la demande pourrait davantage être freinée par d'autres facteurs : une moindre liquidité internationale issue notamment des réserves de change des pays émergents et surtout des ventes de titres longs motivées par les perspectives d'une baisse future des prix du fait de la baisse anticipée des achats de titres par la réserve fédérale.

Graphique 6. Anticipations d'inflation par les marchés financiers*



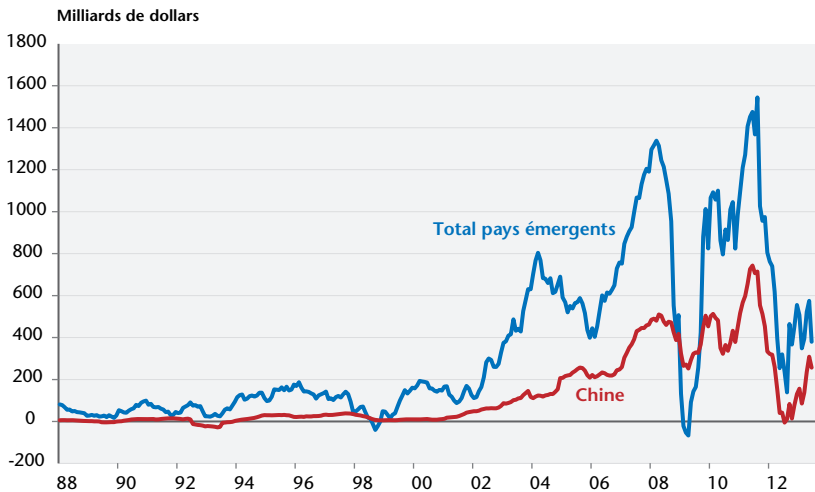
* Ces anticipations sont calculées à partir de l'écart entre les taux d'intérêt des *Treasury Inflation Protected Securities* (titres dont le principal est indexé sur l'inflation) et des obligations publiques classiques, de même échéance.
Source : Réserve fédérale.

À la différence des années 2009-mi 2011 au cours desquelles l'afflux de capitaux étrangers vers les pays émergents avait nourri des excédents de balance des paiements et gonflé les réserves de change qui étaient allées ensuite s'investir dans les titres sûrs américains, la période récente est marquée par un ralentissement de l'accumulation des réserves de change (graphique 7). Après avoir frôlé les 1 600 milliards de dollars sur un an à la mi-2011, les variations annuelles des réserves atteignaient 200 milliards de dollars en août 2012 pour se stabiliser ensuite autour de 500 milliards. Ce ralentissement des liquidités internationales s'est traduit par un ralentissement de la demande de titres américains, ceux-ci constituant l'investissement privilégié des pays souverains.

Mais surtout en arrêtant sa politique de *quantitative easing* (QE3), la Réserve fédérale cessera d'acheter pour 40 milliards de titres du Trésor et 45 milliards de MBS tous les mois, laissant les marchés revenir à un mode de fonctionnement plus normal. En envisageant d'interrompre son action, elle envoie le signal qu'elle arrête de vouloir maintenir les taux d'intérêt à un niveau artificiellement bas. D'où l'importance de la stratégie de *forward guidance*, menée simultanément pour signifier au marché qu'il ne s'agit pas là d'un changement d'orientation de la politique des taux courts. Il

s'agit d'expliquer au marché le timing du relèvement des taux courts (*cf. supra*), afin de garder l'ancrage des anticipations sur les taux courts futurs et de ne pas entraîner de panique sur la formation des taux longs. En arrêtant le rachat de MBS, la Fed donne également le signal que les titres de dette hypothécaires sont sûrs. Mais surtout, si l'ampleur du programme d'achat avait poussé initialement les prix des obligations à la hausse, la réduction de ce flux pousse désormais les prix à la baisse, signe, s'il en était besoin, du succès du QE3 sur les taux publics.

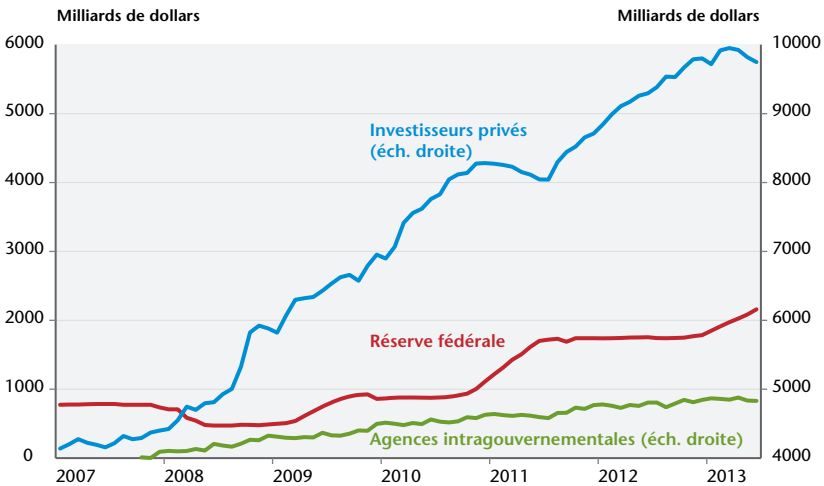
Graphique 7. Variation des réserves de change dans les pays émergents



La hausse des taux d'intérêt entre mai et septembre 2013 marque un changement dans le fonctionnement du marché. Face à une offre nette de titres publics quasiment constante depuis la fin de 2012 car contrainte par le plafond de la dette fédérale autorisé, les achats massifs de titres longs publics par la Réserve fédérale se sont substitués en mars et avril à la demande des autres investisseurs. Les prix ont été maintenus à un niveau artificiellement élevé et les taux à un niveau historiquement bas. Lorsque le FOMC a annoncé en mai qu'il prévoyait la réduction de ces achats massifs de titres si les conditions économiques le permettaient, les investisseurs y ont vu le signe que le prix des obligations allait baisser. Aussi, les investisseurs privés ont cherché à réaliser leurs gains sur la valeur haute des titres qu'ils détenaient dans leur portefeuille.

Les ventes de titres se sont alors accélérées au point de renverser la tendance du marché et de pousser les prix à la baisse. Entre mai et juin (dernière donnée disponible), la détention de titres publics par les investisseurs privés a baissé de 175 milliards de dollars (graphique 8), presque autant que ce que la Réserve fédérale a acheté sur la période (133 milliards de dollars). C'est bien ce que montre le graphique où l'on voit que la hausse des titres longs détenus par la Réserve fédérale coexiste avec le retrait des autres investisseurs dès le mois de mars. La hausse récente des taux longs marque donc le passage d'une période de fortes tensions sur le marché obligataire (superposition de la demande de titres par la Fed à celles des autres investisseurs, avec un effet d'éviction de la première sur la seconde) à une période marquée par la vente des titres détenus par les investisseurs privés désireux de réaliser les plus-values, avant la baisse des prix qui ne manquerait pas d'intervenir dès lors que la Fed cessera d'intervenir sur les marchés.

Graphique 8. Dette fédérale par types de détenteurs



Le mouvement a été assez fort et de courte durée puisqu'à partir de début septembre, il s'est retourné : les taux se sont stabilisés avant de baisser légèrement. Les marchés n'anticipent plus la fin, ou tout au moins, la réduction du *quantitative easing* avant l'année prochaine.

Dans ces conditions, peut-on dire que les taux longs sont revenus à des niveaux normaux ? Le dénouement partiel de la crise budgétaire le 16 octobre dernier met un terme provisoire à l'arrêt des émissions de titres publics, puisque le plafond de la dette autorisée a été relevé jusqu'au 7 février 2014, le temps pour le Congrès américain de trouver un accord sur le Budget 2014, et au-delà. Dans l'hypothèse où le Congrès parvient à se mettre d'accord, l'offre de titres publics sera plus élevée qu'elle ne l'a été en 2013. Face à cela, la demande de titres ne devrait pas varier, la menace du désengagement de la Réserve fédérale s'éloignant pour des jours meilleurs. Dans ces conditions, les taux longs devraient rester stables jusqu'à la fin de l'année 2014.

Des stratégies d'assouplissement quantitatif qui n'ont pas vocation à être pérennisées

Si les tensions apparues sur les taux d'intérêt publics américains se sont atténuées depuis le début du mois de septembre, il n'en demeure pas moins que la question de la sortie des mesures non conventionnelles de politique monétaire reste entière. Celles-ci n'ont en effet probablement pas vocation à se pérenniser. Trois arguments peuvent plaider en effet en ce sens. Premièrement, en élargissant le champ des opérations de politique monétaire au-delà du périmètre que représente le marché interbancaire, les banques centrales pourraient provoquer des distorsions de prix sur les marchés financiers (Minegishi et Cournède, 2010). Deuxièmement, les achats massifs de titres souverains pourraient remettre en cause le principe de stricte séparation entre la politique budgétaire et la conduite de la politique monétaire (Moessner et Turner, 2012). Enfin, une vision monétariste de la politique monétaire¹⁰ conduit à penser que les injections de liquidités par les banques centrales se traduiront tôt ou tard par une augmentation des pressions inflationnistes.

Les banques centrales ont effectivement ciblé des interventions spécifiques sur des marchés menacés d'illiquidité, soit en acceptant de nouveaux collatéraux dans le cadre des opérations de politique monétaire, soit en achetant directement des actifs. Ainsi, la Réserve fédérale a lancé le programme AMLF (*ABCP money market fund*

10. C'est l'argument avancé par Allan Metzler dès 2009 (voir [ici](#)).

liquidity facility) en septembre 2008 grâce auquel les institutions de dépôts avaient la possibilité de céder en garantie de leurs opérations des titres gagés (ABCP pour *Asset backed commercial paper*). Ces programmes sont arrivés à échéance et n'ont pas été prolongés. Début 2009, la Réserve fédérale commençait à acheter directement des titres adossés à des crédits hypothécaires émis par les agences sponsorisées (Fanny Mae et Freddy Mac) avec l'objectif de soutenir le marché immobilier. De son côté, la BCE a suivi une politique similaire *via* les deux programmes CBPP (*Covered bond purchase programm*) qui l'ont conduit à acheter des obligations sécurisées. La chute du marché immobilier était en effet alimentée par la difficulté des banques à pouvoir financer leur activité de prêt. En ciblant directement le marché des MBS (Mortgaged backed securities) aux États-Unis ou celui des obligations foncières en France, *Pfandbriefe* en Allemagne et *Cédulas* en Espagne, les banques centrales ont soutenu les prix d'actifs et ont offert des opportunités de refinancement au système bancaire. Au 11 octobre 2013, la BCE détenait 58 milliards d'euros soit 2,5 % de son bilan. Ces titres seront portés jusqu'à leur échéance mais la BCE a cessé toute acquisition supplémentaire.

Les taux longs sont-ils trop bas depuis trop longtemps ?

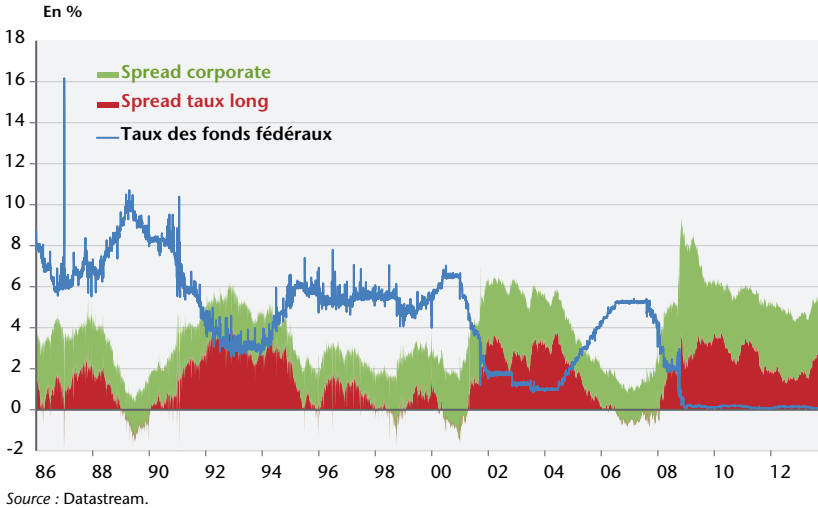
En septembre 2012, la Réserve fédérale annonçait la poursuite de sa politique accommodante et s'engageait à acheter des MBS au rythme de 40 milliards de dollars par mois. Le programme fut renforcé à partir de janvier 2013 avec des achats d'obligations émises par le Trésor sur un rythme de 45 milliards de dollars par mois. La Banque d'Angleterre suit la même stratégie en fixant des objectifs d'achats de *gilts* (obligations émises par le Trésor britannique) depuis mars 2009. Le plafond a été porté à 375 milliards de livres en juillet 2012 et n'a pas été relevé depuis. L'objectif de ces mesures est précisément d'agir directement sur les taux longs au-delà de l'impact qu'exercent l'action sur les taux courts. En pesant sur la demande de titres du Trésor, les banques centrales exercent une pression à la baisse sur les taux d'intérêt publics puis sur les taux privés à long terme *via* un effet de portefeuille. La baisse du rendement des titres publics doit en effet inciter les investisseurs à se porter sur des obligations privées ce qui en accroît la demande et réduit le taux d'intérêt. Dans la mesure où les décisions des agents

dépendent principalement des taux longs, les programmes d'achat de titre permettent aux banques centrales de relayer l'impulsion de politique monétaire même lorsque les taux à court terme ont atteint leur niveau plancher. Si la BCE a également acheté des titres publics à partir de mai 2010 *via* le SMP (*Securities Market Programme*), l'objectif diffère néanmoins légèrement de celui de la Réserve fédérale ou de la Banque d'Angleterre. Elle jugeait en effet que la transmission de la politique monétaire dans la zone euro était altérée par la crise des dettes souveraines à la fois parce les taux souverains servent de référence sur les conditions de marché mais aussi en raison de la forte exposition des banques au risque souverain réduisant leur capacité à transmettre l'assouplissement de la politique monétaire (Cour-Thimann et Winkler, 2013). Les achats de titres publics devaient alors contrer la hausse des taux obligataires privés dans certains pays du sud de l'Europe¹¹.

La baisse des taux longs publics aux États-Unis comme au Royaume-Uni témoigne de l'effet des mesures prises par la Réserve fédérale et par la Banque d'Angleterre. Wright (2012) suggère cependant que l'impact sur les taux privés aux États-Unis serait de moindre ampleur. De fait, bien que les taux soient à des niveaux historiquement bas, l'écart entre les taux privés et les taux publics restent relativement important au regard de son évolution au cours des 27 dernières années (graphique 9). Ceci témoigne d'une certaine inertie des taux longs dans la mesure où les baisses (respectivement les hausses) de taux courts ne sont pas intégralement répercutées sur les taux longs de telle sorte que les écarts de taux ont tendance à croître (respectivement décroître) quand la politique monétaire s'assouplit (respectivement se durcit). Dans le cas présent, on aurait pu imaginer que les achats de titres créent une pression à la baisse supplémentaire sur les taux longs ce qui se serait traduit par une baisse plus marquée des *spreads*. Ces éléments confirment l'incertitude de l'impact des politiques monétaires non conventionnelles dont l'effet réel dépend d'un scénario contre factuel qui ne peut que difficilement être établi.

11. L'OMT (*Outright monetary transaction*) a un objectif identique. Elle se distingue par la conditionnalité requise par la BCE (voir Creel et Timbeau, 2012).

Graphique 9. Transmission de la politique monétaire aux États-Unis

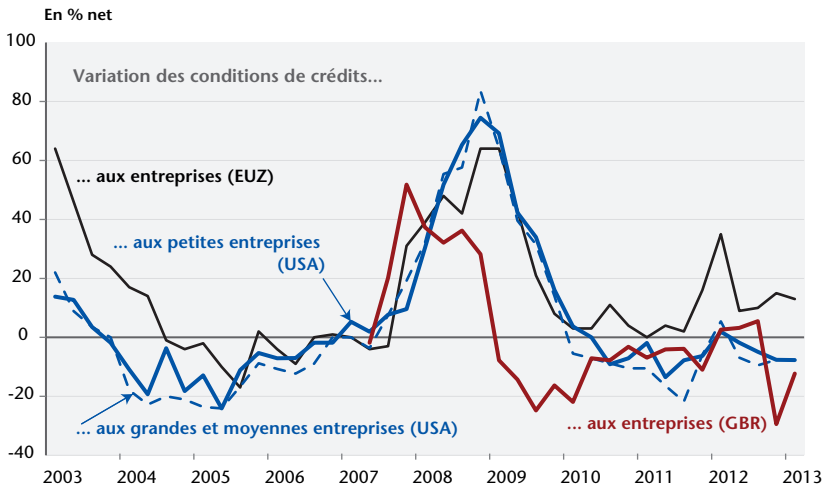


Outre l'efficacité des mesures non conventionnelles, se pose la question des risques que font peser sur l'économie et la stabilité financière des taux d'intérêt exceptionnellement bas sur une période prolongée. C'est notamment la critique formulée lors de la précédente phase d'assouplissement monétaire par Taylor (2009) pour qui, le maintien d'un politique monétaire accommodante aux États-Unis a favorisé le développement de la bulle immobilière. Il faudrait alors normaliser la politique monétaire dès que possible afin d'éviter un nouveau scénario de ce type. Cette recommandation vaut autant pour la politique de taux court que pour les mesures non conventionnelles qui influencent les taux longs. Toutefois, s'il ne peut être exclu que la politique monétaire exerce un effet sur les prix d'actifs, d'autres facteurs jouent également un rôle important dans le développement des bulles financières, en particulier les innovations financières et les déficiences du cadre réglementaire¹². De fait, le contexte macro-financier actuel est largement différent de celui des années 2000. Le système financier, en particulier le système bancaire de quelques pays européens, n'a pas encore totalement absorbé les conséquences de la crise financière et immobilière. Si les contraintes d'offre de crédit se

12. C'est en effet ce que met en évidence le rapport du CAE, rédigé par Boyer, Dehove et Plihon (2004).

deserrent progressivement, nous ne sommes pas entrés dans une période de relâchement des conditions de crédit (graphique 10). La situation conjoncturelle reste fragile dans la plupart des pays industrialisés ce qui freine la demande de crédits. Par ailleurs, le cadre réglementaire a évolué. Les exigences en capital ont été renforcées. Des mécanismes de surveillance macro-prudentielle se mettent en place progressivement ce qui devrait permettre de mieux tenir compte des risques systémiques. La normalisation des politiques monétaires doit certes être un objectif des banques centrales mais la fragilité de la croissance mondiale actuelle ne plaide pas pour un durcissement trop rapide.

Graphique 10. Conditions de crédits



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

Sources : BCE (enquête BLS), Réserve fédérale (*Senior Loan Official Survey*), Banque d'Angleterre (*Credits condition survey*).

L'indépendance des banques centrales doit-elle être revisitée ?

Par ailleurs, les programmes d'achat de titres conduisent les banques centrales à détenir une part plus grande de la dette des États (graphique 11). Ce faisant leurs opérations interfèrent avec la gestion de la dette généralement dévolue au Trésor¹³. Or les objec-

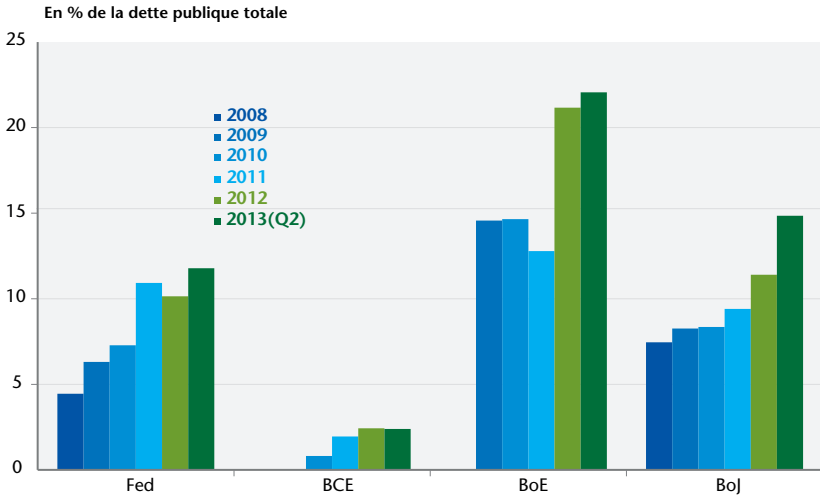
13. Goodhart (2010) précise cependant que les banques centrales ont historiquement assumé cette fonction de gestion de la dette publique et même de financement du déficit, notamment en temps de guerre.

tifs de ces deux institutions peuvent ne pas toujours concorder (Blommestein et Turner, 2012). Tandis que la banque centrale poursuit un objectif de stabilité macroéconomique, et éventuellement de stabilité financière, le Trésor cherche à minimiser le coût du service de la dette. Deux interactions peuvent alors émerger. D'une part, le gouvernement peut contrecarrer l'action de la banque centrale sur les taux longs en cherchant à tirer profit de leur baisse *via* des émissions supplémentaires sur les maturités ciblées par les opérations monétaires. Le surplus de demande de titres publics est alors partiellement absorbé par un surcroît d'offre sur une échéance donnée. D'autre part, une réduction de la taille du portefeuille de titres publics de la banque centrale risque de provoquer une hausse des taux longs plus forte que celle observée dans le cas d'un resserrement de la politique monétaire *via* une hausse des taux courts ce qui pèse sur les finances publiques. Les conséquences de l'augmentation du service de la dette sont d'autant plus négatives que la dette est importante. Le désengagement de la banque centrale peut en outre déstabiliser les marchés financiers en provoquant des variations de taux plus brutales. L'annonce de Ben Bernanke au mois de mai sur un recul progressif des achats de la Réserve fédérale illustre parfaitement ce risque. De fait, la stabilité financière devient nécessairement une préoccupation de la banque centrale dès lors qu'elle détient un large portefeuille de titres publics. En outre, ce portefeuille accroît la prise de risque des banques centrales qui deviennent soumises au risque de variations des cours sur les marchés¹⁴. Pour pallier ce risque, le gouvernement anglais s'est engagé à compenser les pertes que pourraient subir la banque d'Angleterre sur son portefeuille de titres. Il y a donc une interdépendance croissante entre politique monétaire et politique budgétaire lorsque la dette publique est élevée et en période d'instabilité financière. Il devient alors nécessaire de renforcer la coordination entre banque centrale et gouvernement. Il ne s'agit pas de renoncer à la sortie des mesures non conventionnelles mais celle-ci doit se faire en évitant une hausse brutale des taux d'intérêt risquant de compromettre les efforts de réduction de la dette publique. La situation actuelle est

14. Elles peuvent aussi faire le choix de conserver les titres jusqu'à leur échéance. Le risque de marché est alors réduit mais les banques centrales deviennent plus exposées au risque de contrepartie.

proche de celles d'après-guerre où la réduction de la dette s'est faite avec le soutien des banques centrales.

Graphique 11. Dette publique nationale détenue par les banques centrales



Note : Pour la zone euro, les titres de dette détenus par la BCE sont ceux achetés dans le cadre du SMP (Securities Market Programme) et la dette « nationale » correspond à l'agrégation des dettes publiques des États-membres.

Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Comptabilités nationales.

Les craintes d'un excès de liquidités sont-elles fondées ?

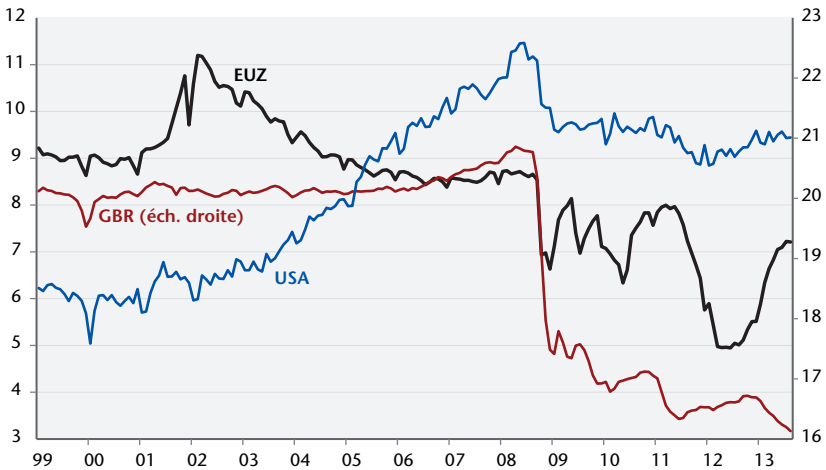
Enfin, quelles que soient les mesures prises par les banques centrales, elles se sont traduites par un fort accroissement de la monnaie émise par la banque centrale¹⁵. L'abondance de liquidités peut-elle se traduire par une hausse de l'inflation à moyen terme ? Pour l'instant, ce risque est d'emblée écarté. La théorie quantitative de la monnaie fait toujours l'objet d'une importante controverse¹⁶. Surtout, comme le souligne [Feldstein](#) (2013) dans une tribune récente, l'augmentation de la taille du bilan des banques centrales n'a jusqu'ici entraîné aucune augmentation de la masse monétaire. Le système bancaire préfère conserver des réserves excédentaires faiblement rémunérées plutôt que d'octroyer de nouveaux crédits qui génèreraient de nouveaux dépôts et conduiraient alors à une augmentation de la masse monétaire. La rupture du lien entre les

15. La monnaie centrale ou base monétaire correspond à la somme des billets et des comptes de réserves (obligatoires ou excédentaires) détenus par les banques auprès des banques centrales.

16. Plus que la relation entre monnaie et prix, c'est la causalité entre ces deux variables qui ne peut être validée.

liquidités créées par les banques centrales et la monnaie en circulation est illustrée par la chute des multiplicateurs de base monétaire (graphique 12). Celle-ci s'est interrompue dans la zone euro depuis, juin 2012 non pas parce que la distribution de crédits est répartie mais en raison du recul de la base monétaire. Mais, depuis septembre 2008, la croissance annuelle moyenne de la monnaie centrale émise respectivement par la Réserve fédérale et la BCE est de 33,6 % et de 10,4 %. Parallèlement, la masse monétaire, mesurée par l'agrégat M2 n'a crû que de 6,8 % aux États-Unis et de 3,2 % dans la zone euro. En outre, quand bien même, les banques commerciales décidaient de réduire leurs réserves excédentaires en relançant la production de crédit, les craintes inflationnistes n'en seraient pas plus justifiées dans la mesure où les écarts de production sont fortement dégradés et le chômage élevé. Tant que l'amélioration sur le marché du travail ne sera pas significative, les risques d'inflation seront limités sauf si de nouvelles tensions devaient apparaître sur les marchés de matières premières.

Graphique 12. Multiplicateurs de base monétaire



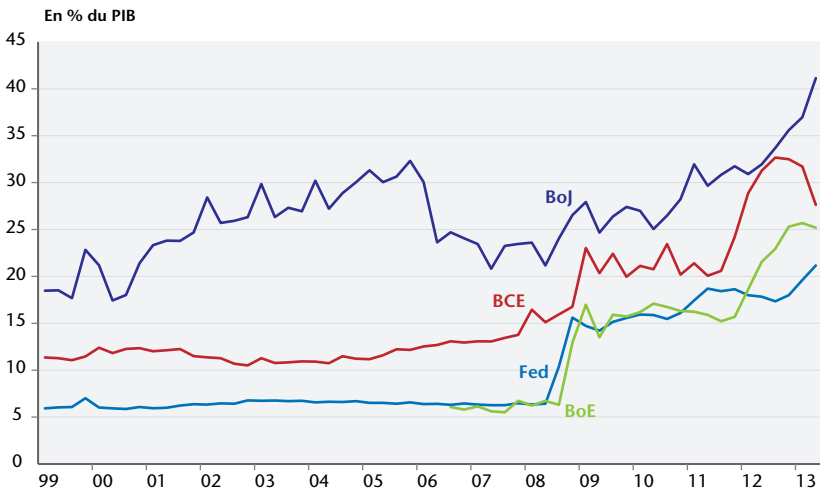
Sources : BCE, Réserve fédérale et Banque d'Angleterre.

Quelle stratégie de repli ?

Ainsi, les risques liés aux mesures non conventionnelles de politique monétaire apparaissent limités à court terme. De fait, le retour de la croissance ne permet pas encore d'établir la fin de la récession dans la zone euro ou un mouvement de reprise aux États-

Unis ou au Royaume-Uni. L'inflation décélère dans l'ensemble des pays industrialisés et des pressions déflationnistes fortes sont encore exercées dans les pays du sud de la zone euro. Le conditionnement d'un relèvement des taux d'intérêt à une cible de chômage écarte ce scénario selon nos prévisions au moins jusqu'à la fin de l'année 2014. Cependant, il n'est pas exclu que le retrait des mesures non conventionnelles soit amorcé avant qu'une hausse des taux courts soit décidée. De fait, la réduction de la taille du bilan de la BCE est déjà amorcée, tandis que celle de la Réserve fédérale ou de la Banque du Japon continue à augmenter (graphique 13). Ces différences ne traduisent pas forcément une orientation divergente des politiques monétaires mais reflètent plus fondamentalement la nature des opérations qui ont été menées.

Graphique 13. Taille des bilans des banques centrales



Sources : BCE, Réserve fédérale et Banque d'Angleterre, Comptabilités nationales.

Dans le cas de la BCE, l'essentiel des mesures non conventionnelles résulte d'octroi de liquidités aux banques *via* des opérations exceptionnelles de refinancement. Les programmes d'achat de titres (CPBB et SMP) représentent en effet une part marginale de l'actif du bilan : 10 %. Dans le cas de la Réserve fédérale, la part des titres du Trésor approche 55 % du bilan et pour la Banque d'Angleterre, on atteint près de 93 %. Ces refinancements accordés par la BCE aux institutions de crédit l'ont été à taux fixes et en fonction des besoins de liquidités du système bancaire. Il faut en effet

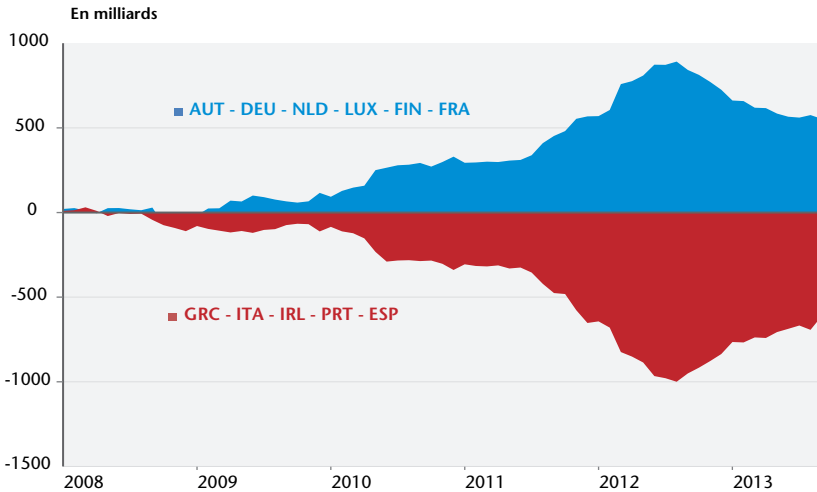
rappeler qu'en temps normal, la BCE octroie des prêts pour des maturités d'une semaine ou de trois mois. Le montant est alloué en fonction des besoins de liquidités estimés et afin de maintenir le taux Eonia sur le marché interbancaire proche du taux principal de refinancement¹⁷. Depuis, 2008 la BCE a décidé de servir toutes les demandes de liquidités à taux fixes. Le gonflement de la taille du bilan dépend donc uniquement des demandes de liquidités des banques. En corollaire, la diminution observée s'explique par des besoins réduits du système bancaire.

Ce choix de cibler principalement les banques tient au rôle prépondérant qu'elles jouent dans le financement de l'activité dans la zone euro comparativement à la situation américaine ou britannique où les financements de marché sont plus importants. Par conséquent, Les banques sont au cœur de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro *via* leur capacité à répercuter les variations de taux d'intérêt décidées par la BCE. Ce degré de *pass-through* dépend d'un ensemble de caractéristiques structurelles du paysage financier (architecture financière et concurrence entre banques et marchés) et bancaire (degré de concentration du système bancaire, santé du système bancaire). La crise financière puis celle des dettes souveraines a fragilisé les banques enrayant l'efficacité de la politique monétaire et créant de fortes divergences à l'intérieur de la zone euro comme en témoignent les écarts de taux d'intérêt débiteurs. Les mesures adoptées par la BCE furent largement destinées à restaurer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire. Elles ont soutenu les banques paralysées et menacées de fragmentation, par une crise de confiance ce qu'illustrent les soldes des opérations TARGET (graphique 14). La santé des banques est donc essentielle dans la zone euro. Il y a des signes que leur situation s'améliore (voir encadré). Leurs besoins de liquidités se sont réduits depuis le début de l'année 2013. Les liquidités allouées dans le cadre des opérations de politique monétaire sont ainsi passées de 1 160 milliards d'euros en janvier 2013 à 750 en octobre, ce qui explique la baisse de la taille du bilan de la BCE. Dans ces conditions, le retrait des mesures non conventionnelles

17. Les opérations de refinancement sont en effet conduites selon un système d'enchères. Les banques ne peuvent soumettre une demande de refinancement à un taux inférieur au taux principal fixé par la BCE. La BCE sert ensuite les demandes par ordre de prix jusqu'à épuisement du montant de liquidités.

dans la zone euro sera facilité dans le sens il ne nécessite pas d'interventions spécifiques de la BCE qui répond principalement aux demandes de refinancement. Il faut cependant ajouter que la situation des banques en termes de liquidité reste fragile. La confiance n'est pas encore totalement revenue dans le sens où la part du refinancement intermédiée par la BCE reste élevée : 12,1 % en août 2013 contre une moyenne inférieure à 8 % entre 2006 et 2008¹⁸. De fait, le système bancaire reste fragmenté avec d'une part, des banques qui ont des excès de liquidités placées auprès de la BCE et d'autre part, celles qui ne peuvent obtenir leur refinancement sur le marché interbancaire et qui sont donc toujours fortement dépendantes des opérations de la BCE.

Graphique 14. Soldes des opérations TARGET



Concernant la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale, la question du dégonflement du bilan reposerait sur une action volontaire de la banque centrale. Dans le cas américain, la taille du bilan continuera à augmenter tant que la Réserve fédérale procèdera à des achats de titres. L'annonce de Ben Bernanke au mois de mai était de fait destinée à préparer les marchés au retrait progressif

18. Pendant l'été 2012, cette part du refinancement intermédiée par la BCE a atteint un pic à 16 %.

de la banque centrale. De plus, l'arrêt des achats conditionne également la normalisation de la politique monétaire, c'est-à-dire la capacité de la Réserve fédérale à utiliser le taux court comme instrument principal de politique monétaire. Or, tant que les mesures non conventionnelles d'interventions régulières sur les marchés n'auront pas cessé, la banque centrale ne pourra pas normaliser sa politique puisque cela reviendrait à appuyer simultanément sur le frein (*via* la hausse des taux) et sur l'accélérateur (*via* les achats de titres qui augmentent la demande d'obligations et réduisent les taux longs). Le stimulus monétaire lié aux mesures non conventionnelles ne dépend pas de la taille du bilan mais de son augmentation. En effet, la baisse des taux longs aux États-Unis tient principalement au fait que les opérations de la Réserve fédérale accroissent la demande de titres sur le marché. Dans la mesure où la hausse des taux courts aux États-Unis n'interviendrait pas avant mi-2015 selon les dernières déclarations du FOMC, cela laisse un peu plus d'un an et demi à la Réserve fédérale pour réduire ses interventions non conventionnelles.

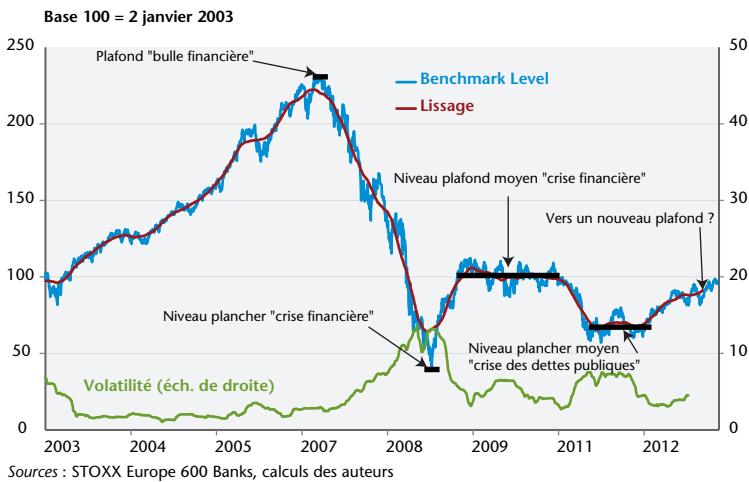
Encadré 2. Banques européennes : un peu de calme après les tempêtes

La valorisation des banques a souffert à la fois d'une baisse de rentabilité des activités liées aux marchés financiers et d'une crise de confiance générale dans les placements boursiers. En parallèle, l'image des banques a été écornée, puisqu'elles sont accusées d'être à l'origine de la crise. Il leur est ainsi reproché d'avoir provoqué une spirale spéculative dommageable en raison d'une finance non responsable et non autoréglée. L'évolution depuis 2003 du cours boursier moyen des banques européennes (Indice *STOXX Europe 600 Banks*) fait apparaître cinq grandes périodes :

- De janvier 2003 à juin 2007 (forte hausse des cours boursiers et faible volatilité) : triomphe du nouveau modèle bancaire basé sur d'importantes activités de marché.
- De juin 2007 à septembre 2009 (baisse en moyenne de 80 % des cours en deux ans, volatilité très élevée) : crise des *subprimes* ;
- De septembre 2009 à mai 2011 (remontée des cours, baisse de la volatilité) : effets bénéfiques des interventions des États (recapitalisation, prêts aux banques, mise en place de structures de défaisance, soutien de l'activité économique) et de la Banque centrale européenne (taux bas, prêts à long terme et reprise en main du marché interbancaire) ;

- De mai 2011 à juillet 2012 (baisse des cours de 30 à 40 % et remontée de la volatilité) : crise des dettes souveraines et montée du risque crédit au secteur privé dans les pays fragiles de la zone euro (PIIEG : Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) ; défaut partiel de l'État grec en 2012 ;
- Depuis juillet 2012 (remontée des cours et baisse de la volatilité) : effet bénéfique des interventions de la BCE (LTRO), de la mise en place d'un fonds de soutien par les États membres de l'Union européenne et aussi d'une amélioration des finances publiques (notamment en Espagne, en Italie et au Portugal).

Graphique 15. Indice boursier de banques européennes et tendance sur 6 mois (moyenne mobile centrée) et volatilité (sur des périodes glissantes de 6 mois en % de la tendance)



Un paysage bancaire en pleine mutation

Certes la volatilité des cours boursiers a fortement chuté, mais la baisse du niveau de référence témoigne d'importantes modifications structurelles.

La crise a induit deux changements majeurs dans le modèle bancaire :

- **Une restructuration des banques** : leur activité de financement a été réduite et les banques se sont recentrées sur leurs activités traditionnelles de dépôts et de crédits, en témoignent les plans de départs et les licenciements organisés dans les banques de financement et d'investissement.

- **Une moindre exposition aux économies « risquées » de la zone euro (PIIEG)** : d'un point de vue global, le montant des expositions bancaires totales s'est réduit de 35 % (tableau) entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2013. Si les créances des États-Unis vis-à-vis de la zone euro dans son ensemble a fortement progressé (+87,4 %), la

zone euro dans son ensemble a en revanche réduit son volant de créances, qui est passé de 95 % à 87 % du total en l'espace de cinq ans. Comme l'illustre le tableau, les doutes sur la soutenabilité de la dette (publique et privée) des pays fragiles ont conduit à une compartimentation du marché bancaire européen et à une migration des actifs bancaires des pays périphériques vers les pays plus sûrs. Ainsi, l'exposition à la dette des PIIEG s'est réduite partout (passant de 29,8 % du total des créances au T1 2008 à 23,4 % au T1 2013), au profit des autres pays de la zone euro.

Tableau. Exposition des banques à leurs débiteurs publics et privés, en pourcentage du total, par zone géographique, comparaison entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2013

En %	Zone créancière	Zone débitrice			
		PIIEG ¹	ZE-10 hors PIIEG ²	États-Unis	Total
1^{er} trimestre 2008					
	PIIEG ¹	3,9	11,0	3,2	18,2
	ZE-10 hors PIIEG ²	24,6	28,9	23,7	77,2
	États-Unis	1,3	3,4	—	4,7
	Total	29,8	43,4	26,8	6 671³
1^{er} trimestre 2013					
	PIIEG ¹	3,1	10,2	4,2	17,6
	ZE-10 hors PIIEG ²	17,7	31,9	19,5	69,1
	États-Unis	2,6	10,8	—	13,3
	Total	23,4	52,9	23,7	4 364³
Variation 2008 T1 - 2013 T1					
	PIIEG ¹	-54,4	-46,7	-23,5	-44,3
	ZE-10 hors PIIEG ²	-58,6	-36,5	-52,7	-48,5
	États-Unis	15,6	83,6	—	64,9
	Total	-54,8	-29,7	-49,2	-42,4

1. PIIEG : Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne

2. ZE-10 hors PIIEG : Autriche, Belgique, Allemagne, France, Pays-Bas

3. Montant en milliards d'euros, avec un taux de change de 1 euro = 1,50 dollar au premier trimestre 2008 et 1 euro = 1,32 dollar au premier trimestre 2013.

Note de lecture : Verticalement, au premier trimestre 2008, les engagements des PIIEG dans les PIIEG représentent 3,9 % de l'ensemble des créances totales, les engagements de la zone euro hors PIIEG dans les PIIEG représentent 24,6 % des créances totales, les engagements des États-Unis dans les PIIEG représentent 1,3 % des créances totales.

Sources : Banque des règlements internationaux, *consolidated banking statistics/ultimate risk basis*, calculs des auteurs.

Parallèlement, les banques ont été confrontées à des mutations institutionnelles à l'échelle européenne, avec des effets différenciés sur la rentabilité bancaire :

Un rôle accru de la Banque centrale européenne avec la crise qui a permis aux banques de se refinancer à moindre frais : Le manque de confiance entre les banques a conduit la BCE à se substituer en partie au marché interbancaire, ce qui a augmenté les actifs portés à son bilan.

Pour sortir de la crise des dettes souveraines, la BCE s'est trouvée dans l'obligation d'adapter la lecture de son mandat et d'assumer plus franchement sa responsabilité de prêteur en dernier ressort. Elle a ainsi annoncé qu'elle pourrait acheter directement des obligations sur les marchés secondaires de la dette souveraine des États membres de la zone euro (opération monétaire sur titre). Sa pratique de taux bas et de refinancement à long terme (*Long Term Refinancing Operations*) a aussi permis au système bancaire d'échapper à une crise majeure de liquidité en 2012. Les banques ont commencé à rembourser ces crédits.

Une nouvelle réglementation Bâle III plus exigeante en capitaux propres, qui renchérit le coût de financement des banques : elle renforce la réglementation microprudentielle qui exige des fonds propres supplémentaires pour faire face à une forte crise de liquidité d'une durée d'un mois (*liquidity coverage ratio*) ou d'une durée d'un an (*net stable funding ratio*). Elle y ajoute une dimension par la création d'un dispositif de coussins contra-cycliques qui oblige les banques à mettre en réserve des résultats lorsque tout va bien et à utiliser cette réserve en cas de crise.

Une union bancaire inachevée et incertaine, qui poursuit un double objectif : d'une part, éviter les paniques bancaires dans la zone euro, facteurs de sorties massives de capitaux des banques en difficulté ; d'autre part, réduire la corrélation entre le risque souverain et le risque bancaire car les dégradations de note de la dette publique d'un pays augmentent le risque global des banques du pays concerné. L'Union bancaire repose sur un fonds européen de garantie des dépôts, un schéma global et commun d'action pour les banques en situation de défaillance, un superviseur bancaire unique pour la zone euro (SSM). Le 27 juin 2013, un accord, conclu au sein du conseil des ministres des finances de l'UE, prévoit une résolution des défaillances bancaire de type *bail-in*. Outre la création d'une structure d'accueil des actifs sains, cet accord prévoit une mise à contribution des actionnaires (jusqu'à l'annulation des actions) et des créanciers par ordre de séniorité. Les dépôts sont garantis jusqu'à 100.000 euros. Au-delà, il peut y avoir une perte sur les dépôts. Le 15 octobre 2013, l'Eurogroupe a validé la mise en place du mécanisme de superviseur unique. La Banque centrale européenne chapeautera ce nouveau superviseur. Mais, ce dernier hériterait de pouvoir trop important pour qu'ils soient encadrés par les traités existants. La signature d'un nouveau traité n'est pas à exclure. L'Allemagne défend ce point de vue. La procédure pourrait alors être longue et incertaine. Par ailleurs, la garantie européenne des dépôts a pris beaucoup de retard en raison de réticences de l'Allemagne qui craint que ce projet induise une éventuelle mutualisation des dettes.

Comme le plafond du QE (*quantitative easing*) n'a pas été relevé au Royaume-Uni, le dégonflement devrait se faire au fur et à mesure que les titres achetés arrivent à échéance¹⁹. Bien entendu, la Réserve fédérale comme la Banque d'Angleterre pourrait accélérer le processus en vendant les titres avant leur échéance. Cette solution est envisageable dès lors qu'elles souhaitent orienter les taux d'intérêt à long terme à la hausse. Toutefois, dans la mesure où elles détiennent une fraction importante de la dette, leurs décisions de retrait devraient impacter fortement l'équilibre entre l'offre et la demande de titres sur les marchés. Il y a donc de fait un risque non négligeable d'instabilité.

Références bibliographiques

- Blommestein H.J. et P. Turner, 2012, « Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability », *OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt management*, 3.
- Boyer R., M. Dehove et D. Plihon, 2004, « Les crises financières », *Rapport du Conseil d'Analyse Économique*, 50.
- Cecioni M., G. Ferrero et A. Secchi, 2011, « Unconventional monetary policy in theory and in practice », *Banca d'Italia Occasional Papers*, 102.
- Courthimann P. et B. Winkler, 2013, « The ECB's non standard monetary policy measures : the role of institutional factors and financial structure », *ECB Working Paper*, 1528.
- Creel J. et F. Saraceno, 2011, « Le double mandat, la Fed et la BCE », *Blog de l'OFCE*, 22 septembre.
- Creel J. et X. Timbeau 2012, « Amis des acronymes, voici venu l'OMT », *Blog de l'OFCE*, 11 septembre.
- Eggertsson G. et M. Woodford, 2003, « Optimal monetary policy in a liquidity trap », *NBER Working Paper*, 9968.
- Goodhart C., 2009, « The Interest Rate Conditionning Assumptions », *International Journal of Central Banking*, 5 : 85108.
- Goodhart C., 2010, « The changing role of central banks », *BIS Working Paper*, 326.
- Kool C. et D. Thornton, 2012, « How Effective is Central Forward Guidance? », *Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper Series*.

19. En termes de PIB, la baisse de la taille du bilan est déjà amorcée simplement parce que la taille nominale du bilan stagne tandis que le PIB nominal croît.

- Kool C., M. Middeldorp et S. Rosenkranz, 2011, « Central Bank Transparency and the Crowding Out of Private Information in Financial Markets », *Journal of Money, Credit and Banking*, 43 : 765774.
- Krugman P., 1998, « It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap », *Brookings Paper on Economic Activity*, 2 : 137205.
- Minegishi M. et B. Cournède, 2010, « Monetary policy response to the crisis and exit strategies », *OECD Working Paper*, 753.
- Mishin F., 2004, « Can Central Bank Transparency Go Too Far? », *NBER Working Paper*, 10829.
- Mishkin F., 2006, « Monetary policy strategy : How did we get here ? », *NBER Working Paper*, 12515.
- Moessner R. et P. Turner, 2012, « Threat of fiscal dominance ? Workshop summary », *BIS paper*, 65.
- Morris D. et H. Shin, 2002, « The Social Value of Public Information », *American Economic Review*, 92 : 15211534.
- Orphanides A., 2003, « Monetary policy in deflation : the liquidity trap in history and practice », *Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- Rosa C. et G. Verga, 2007, « On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB », *European Journal of Political Economy*, 23 : 146175.
- Taylor, J.B., 2009, « The financial crisis and the policy responses : an empirical analysis of what went wrong », *NBER Working Paper*, 14631.
- Walsh C., 2007, « Optimal Economic Transparency », *International Journal of Central Banking*, 3 : 536.
- Woodford, M., 2003, *Interest Rate and Prices : Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Wright, J., 2012, « What does monetary policy do to longterm interest rates at the zero lower bound? », *The Economic Journal*, 122 : 447466.

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 18 OCTOBRE 2013

Participants au débat :

Sara Bertin : *Analyste Souverain Senior (AXA)*

François Duhen : *Stratégiste-Directeur de la Recherche Dédicée
(CM-CIC Securities)*

Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Xavier Timbeau : *OFCE*

Gérard Cornilleau : Comme il est de coutume dans nos débats, nous vous proposons de commenter nos prévisions en commençant par la zone plus large, les grands pays, États-Unis, Asie, ... pour terminer par la France en passant par la zone euro. Commençons donc par les États-Unis. À la suite du shutdown américain, le risque de défaut aux États-Unis est-il plus élevé ?

Sara Bertin : Les États-Unis n'ont ni voté le budget ni augmenté le plafond de la dette. Pour le moment ils ont décidé une extension de temps, jusqu'au 7 février 2014, pour le budget fédéral ; une commission bipartisane doit se réunir et donner ses résultats le 13 décembre prochain avec un passage par le Congrès le 15 janvier. Donc pour l'instant nous n'avons ni budget ni plafond de dette. Nous pouvons donc faire face à de nouveaux blocages du système politique. Néanmoins, un nouveau *shutdown*, semble peu probable.

François Duhen : Aujourd'hui le sujet n'est pas tant sur le report que sur l'action de la Fed. La Fed a conditionné son inaction au fait qu'elle manquait de visibilité. Sur les marchés, l'arbitrage est fonction de ce critère, c'est-à-dire repoussé à mars 2014 si bien que les actions repartent à la hausse et les marchés obligataires et le dollar à la baisse... Il est probable que début 2014, ils vont trouver un accord pour un an, repoussant le problème après les élections de *mid-term* de novembre 2014. En effet, ils ne pourront pas arriver sans accord aux élections, car les républicains seraient les premiers

accusés. Seuls seront acceptables : les coupes additionnelles de dépenses par les républicains, et pour les démocrates, le fait que l'on ne touche que marginalement à l'Obamacare.

Xavier Timbeau : Ce schéma provoque de la restriction budgétaire. Cela se traduit par des impulsions budgétaires négatives.

François Duhen : Non, l'accord temporaire jusqu'au début 2014 leur permet de dépenser au même rythme. Aujourd'hui le déficit américain fait rêver comparé à la France. Le CBO est à moins de 4 % de déficit sur 2013.

Sara Bertin : Il a été estimé que l'austérité fiscale de 2013 aurait eu un impact négatif sur le taux de croissance d'environ 1,5 % du PIB. Au jour d'aujourd'hui, il est délicat de prévoir quelle pourrait être la nature d'un accord entre démocrates et républicains. En effet leur projet pour les dépenses et les revenus fiscaux sont très différents.

François Duhen : Exactement comme en 2011 avec le Tea Party de Sarah Pawlin. Une nouvelle génération de républicains arrive, ils refont la même chose pour se faire élire. Alors qu'il y a quinze mois, le débat était « augmentation d'impôts » contre « baisse des dépenses », aujourd'hui on parle seulement de « baisser les dépenses ».

Notons que dans nos prévisions comme dans celles de l'OFCE, l'économie réelle a plutôt mieux résisté à ces coupes de dépenses et à ces augmentations d'impôts.

Xavier Timbeau : Si on fait le bilan de cette non-politique, cette façon très chaotique de gérer le budget, qui devient de plus en plus récurrente, cela implique que la conduite de la politique budgétaire n'est plus adaptée à la situation, qu'il n'y a pas de marges de manœuvre, que cela détermine la composition de la politique budgétaire, pas de hausses d'impôts, des coupes de dépenses, et au total une impulsion budgétaire franchement négative en 2012 et 2013. Pour 2014 elle pourrait être plus négative qu'attendu parce que sans stratégie claire, les républicains pourraient gagner plus de coupes de dépenses. Tout cela infléchit la trajectoire macroéconomique.

Sara Bertin : La crise politique de 2011 a coûté aux États-Unis leur AAA chez Standard & Poors. La crise d'octobre 2013 a causé

une perspective négative sur le AAA de l'agence Fitch. La politique américaine est de plus en plus polarisée, ce qui renforce la difficulté d'accords satisfaisants pour tous. L'augmentation de la polarisation aux États-Unis reflète l'augmentation des inégalités qui pourraient conduire à de nouvelles tensions sociales.

François Duhen : Sur les taux d'intérêt, une chose risque de changer, c'est l'énervernement structurel des gouvernements chinois et japonais qui vont continuer, voire accélérer, la diversification de leurs réserves avec un impact assez net sur l'euro.

Xavier Timbeau : Dans le régime actuel des économies financiarisées, avoir une monnaie de réserve et être en même temps un pays structurellement excédentaire est compliqué. Cela peut expliquer pourquoi les États-Unis ont un déficit plus élevé que celui de la zone euro.

François Duhen : Pour l'instant, en termes de dynamique, les États-Unis s'en sortent mieux que nous. Notre prévision de croissance pour les États-Unis est de 2,2 y compris 70 milliards de dollars de réduction additionnelle des dépenses.

Sara Bertin : Je ne suis pas pessimiste mais il y a un vrai changement structurel sur le marché du travail américain.

Xavier Timbeau : Notre prévision de croissance à 2,4 % pour l'année 2014, c'est un taux de croissance qui stabilise le taux d'emploi à un point bas.

François Duhen : C'est l'immobilier qui a soutenu la croissance aux États-Unis, et sa contribution additionnelle sera plus faible l'année prochaine. Pour l'automobile, l'augmentation des taux a des conséquences majeures. Notre taux à 2,2 de croissance comprend les 70 milliards d'économies additionnelles en plus de ce qui a déjà été voté et les mesures à venir. 70 milliards cela fait 0,4 point de PIB. Les mesures déjà votées sont estimées entre 0,2 et 0,3 point de PIB.

Gérard Cornilleau : Les pays émergents peuvent-ils avoir une croissance autonome ? Une politique monétaire autonome ? Y-a-t-il un risque d'instabilité majeure dans les pays émergents ?

Sara Bertin : La question qui se pose est celle de savoir si les crises de 1997-1998 peuvent revenir dans les pays émergents. Depuis pas mal d'années, ces pays ont été les bons élèves. Mais ces

pays ne font pas face à une situation homogène. Les pays les moins à risque sont les pays bénéficiant de taux de change flexibles, de réserves de change élevées, d'un déficit du compte courant limité, d'un déficit fiscal modeste et d'un marché de dette domestique établi. La Turquie, l'Inde et l'Afrique du Sud sont dans des situations plus délicates. Les pays émergents ont peu de marge de manœuvre. Ils font face à un ralentissement de leur économie mais ne peuvent baisser les taux de peur d'un regain de fuite de capitaux.

François Duhen : Je partage votre avis avec une nuance : la nouvelle équipe de direction qui sera issue du congrès en novembre va définir le prochain plan quinquennal. Ils vont se retrouver avec des bilans bancaires nettement dégradés par rapport à il y a cinq ans. La seule solution pour la nouvelle équipe est de libéraliser le marché du crédit et le marché de la rémunération de l'épargne. Ce qui va dégrader les marges des banques. Cette rente aux banques qui va être réduite fortement va entraîner progressivement la fin des projets non rentables. Mais les membres du PC qui vont voter au prochain Congrès sont en partie ceux qui sont assis à la tête des entreprises. L'équipe dirigeante a donc ajouté du crédit dans le but de faire remonter les indicateurs de confiance juste avant le sommet. Le programme est parfaitement piloté.

La Chine affichera les indicateurs qu'elle souhaite. La seule chose qui nous semble fiable est de suivre les indicateurs microéconomiques des entreprises, ce que nous faisons assez précisément. La croissance de la Chine sera plus soutenue qu'ailleurs mais sur une tendance décroissante.

Je m'élève aussi contre le pessimisme ambiant concernant les pays émergents. Si on assiste à des sorties de flux financiers, c'est qu'il est plus rentable d'aller chercher des rendements à 3 % aux États-Unis que d'aller chercher du 3,5 % au Mexique. Mais arrivera un moment où le *spread* Mexique/États-Unis va se contracter. Ceci n'évitera cependant pas des sorties de flux financières additionnelles vers les pays développés.

À court terme, le potentiel de croissance des pays émergents se dégrade, mais la bonne nouvelle c'est qu'ils sont dans la même situation que l'Europe en 2008. Et qu'ils auront fait des efforts d'ici trois à cinq ans. Quand l'argent est facile on fait n'importe quoi !

Pour l'équilibre de la croissance mondiale à horizon de cinq ans, c'est plutôt une bonne nouvelle.

Xavier Timbeau : L'idée que la croissance pourrait s'appuyer sur la demande interne, en particulier la consommation, est une idée qu'on entend depuis très longtemps mais la dynamique actuelle est celle qui est tirée par l'investissement (donc la consommation baisse dans le PIB) et les exportations grâce aux gains de compétitivité et à un investissement dirigé vers la compétitivité. À un horizon proche, la dynamique de ces pays devrait continuer sur cette tendance. Comment la Chine va dégonfler sa bulle de mauvaise rentabilité du crédit ?

François Duhen : La Chine a acheté sa croissance à crédit. Le seul moyen de rééquilibrer l'économie serait de motiver la consommation des Chinois. Il est nécessaire de leur garantir un avenir dans lequel plus de 40 % de la création de richesses ne soit pas épargnée. Une partie de la solution passe par une meilleure rémunération de l'épargne. Les dirigeants savent bien qu'il va falloir libéraliser pour donner un peu plus de lisibilité. Ils vont, entre autre, libéraliser le système bancaire au prix d'une croissance plus modérée. L'État central est suffisamment riche pour passer le choc. Ils sont capables de reporter les créances immobilières douteuses pour mieux les digérer.

Gérard Cornilleau : Quel est le bilan de la politique monétaire au Japon ?

François Duhen : Notre message est tranché sur le Japon. L'Abenomics échouera, au moins en partie, avec des conséquences majeures. Comme les Japonais ne peuvent pas laisser dériver les taux d'intérêt, on assistera à une dépréciation brutale et importante de la devise. Quand vous regardez l'évolution du PIB japonais, avec l'évolution démographique, ils doivent prendre des mesures qui incitent les femmes à travailler et qui favorisent l'immigration.

Les indicateurs économiques que l'on surveille ne sont pour l'instant pas bien orientés ; les salaires évoluent peu, l'investissement sur le territoire est faible, d'autant que la dépréciation du yen a moins d'impact sur les décisions d'investissement qu'il y a dix ans. Sans compter que l'inflation importée va devenir insupportable.

Xavier Timbeau : Remplacer de la déflation par de l'inflation importée est très cruel en termes de pouvoir d'achat et en termes d'activité.

Sara Bertin : Le choc monétaire au Japon comme tout choc monétaire ne peut avoir qu'un effet transitoire sur l'économie. Les réformes structurelles, connues sous le terme de *third arrow*, ne sont pas encore toutes en place. Il est très important que la réforme des salaires ait lieu. Ces augmentations de salaire vont-elles pouvoir se faire ? Nous sommes dans une situation du marché du travail *dual* avec des gens qui ont des contrats à vie et des gens en CDD version locale.

Tant que la consolidation fiscale, les réformes structurelles sur le marché du travail et une politique du coût de l'énergie ne sont pas implémentées, les perspectives de long terme du Japon restent incertaines.

François Duhen : En effet une partie de la population est précarisée, en particulier les jeunes. Les annonces sont plutôt vers l'assouplissement du marché du travail et pas la sécurisation. On va dans un sens unique qui est d'inciter les entreprises à embaucher même avec des conditions dégradées en termes de salaire. Comme dans beaucoup de pays lorsque le rapport capital/travail est en faveur du capital, les conditions de travail se désagrègent. Aux États-Unis au contraire, les salaires progressent. Parfois il faut passer par des phases difficiles de dégradation des conditions de travail et de salaire pour améliorer la conjoncture, prenez par exemple l'Espagne : une croissance séquentielle positive, un taux de chômage qui va diminuer, etc. La Fed donne deux indicateurs pour les « Nuls en Économie » (les taux cibles d'inflation et de chômage), mais sur le fond elle regarde la croissance de l'économie de la sphère privée. Ils se sont bien gardés de réitérer leurs cibles de chômage lors de la dernière conférence de presse. Pour le taux d'inflation, ils regardent celui qui les arrange. Notons que l'inflation ne peut être pérenne qui si le rapport capital/travail s'améliore. On n'y est pas encore. Comme la croissance reste très fragile, on peut penser qu'ils prendront le risque d'inverser le sens de la politique monétaire trop tard plutôt que trop tôt.

Sara Bertin : Je pense que les États-Unis diminueront le *quantitative easing* plutôt tard que tôt. Les politiques monétaires ne vont

plus être synchronisées. Ce qui devrait avoir des effets sur les taux de change.

Gérard Cornilleau : Justement continuons maintenant sur la politique européenne. Que dire de la BCE ?

François Duhen : Sur la BCE, on pense qu'elle n'agira pas en termes de taux directeur pendant très longtemps car le potentiel de croissance est faible, on prévoit 0,7 % de croissance l'année prochaine en zone euro. Ils se trouvent coincés à annoncer des mesures non conventionnelles et additionnelles car les pays fragiles de l'Europe du Sud ont besoin de liquidités qu'ils ne trouvent pas sur les marchés financiers.

Xavier Timbeau : On peut très bien aller vers un système où les liquidités ne sont pas à un taux très bas. Les besoins en termes de politique monétaire entre pays du Nord et pays du Sud de la zone euro sont différents. Ainsi, on peut imaginer conserver le LTRO et avoir une remontée des taux directeurs.

François Duhen : Si vous faites un LTRO sans conditions, comment restructurer demain la dette publique portugaise ? Si vous remettez de l'argent dans le système et que les banques le réinvestissent dans la dette souveraine domestique, vous ne faites juste qu'aggraver un peu plus le problème de la restructuration de la dette portugaise et de son système bancaire quand il faudra le faire.

Xavier Timbeau : Encore une fois maintenir le LTRO n'empêche pas d'intervenir sur les taux d'intérêt. Toutes les institutions européennes ont dans la tête que le potentiel de croissance de la zone euro est plus bas et donc l'écart de production de la zone euro est en train de se réduire par une réduction de son potentiel de croissance. Et cela justifierait bien un resserrement de la politique monétaire.

François Duhen : 0,7 % de croissance n'est pas une situation normale.

Xavier Timbeau : Et pourtant c'est bien ce que se disent la Commission et la BCE, que c'est ce qui devient normal pour la zone euro, c'est le « new normal ».

Sara Bertin : Sur le long terme, les dettes souveraines ne sont soutenables que si le taux de croissance du PIB est supérieur aux

taux d'intérêt moyen de la dette. Le ratio de dettes sur PIB reste élevé (autour de 102 % pour les pays du G7). Face à de tels ratios de dette, une réaction des marchés peut forcer les gouvernements à des politiques procycliques qui sont très déstabilisantes.

Xavier Timbeau : Je pense qu'en Europe, la séquence sera : on fait des politiques d'austérité, cela induit une croissance basse, on estime que le potentiel est plus bas parce que la croissance a été basse longtemps et ensuite on remonte les taux.

François Duhen : La BCE ce n'est pas le même esprit que la Fed. La taille du bilan de la BCE baisse car les banques remboursent des montants souscrits *via* les LTRO. Alors qu'aux États-Unis, c'est de la pure création monétaire. En Europe il n'y a pas de problème pour trouver des liquidités. Concernant la croissance en France, et l'investissement qui en est le principal levier, la confiance commence à revenir. Si la situation fiscale se stabilise, les chefs d'entreprise devraient en prendre acte et semblent déjà prêts à renouveler leurs machines. D'autant qu'il y a plus de cash net dans les entreprises et que leurs situations financières se sont assainies, du moins pour les entreprises cotées.

Gérard Cornilleau : Bon alors la crise est-elle finie ?

Sara Bertin : La récession peut être terminée mais la crise non. En Europe, le taux d'endettement à la fois public et privé reste élevé. Le désendettement n'est pas terminé. En Espagne nous avons une baisse du taux d'épargne assez nette, des ménages endettés, un chômage énorme des moins de 25 ans et une déflation par les salaires qui ne cesse de progresser.

Gérard Cornilleau : Tout cela montre que la récession va perdurer.

François Duhen : Si l'on regarde la dynamique du commerce mondial, tout le monde exporte plus. C'est la bonne nouvelle du deuxième trimestre. Si on regarde la croissance séquentielle en zone euro, l'accroissement est assez sain, toutes les composantes sont positives sauf les stocks qui décroissent. Bien sûr la dépense publique a augmenté mais la consommation a repris, comme l'investissement d'entreprise. Est-ce pérenne ? Il y a effectivement des éléments exceptionnels mais une tendance se dessine. Il convient maintenant d'insuffler plus de confiance dans le système. À ce sujet, on peut évoquer : 1/ la réforme bancaire qui se poursuit

dans plusieurs pays ; 2/ le rebond du commerce ; 3/ les promesses de dépenses par la Chancelière allemande, Madame Merkel, tenues pendant sa campagne électorale. Tout ceci peut soutenir la croissance.

Sara Bertin : En zone euro nous avons un problème de demande et un problème d'offre. Du côté de la demande, une croissance forte et stable nécessite un rebond de la demande interne. Dans les pays du Sud de l'Europe, la paupérisation est évidente, en France elle s'accélère. Du côté de l'offre, peu d'innovation dans les pays du Sud de l'Europe et en France. L'Allemagne fait face à ses propres difficultés. L'Allemagne ne peut être le seul moteur de la croissance en Europe. Il est donc encore délicat d'avoir une vision claire du potentiel de croissance de long terme.

Éric Heyer : Si la crise a eu un impact sur les capacités de production, elle ne les a toutefois pas complètement détruites : les chefs d'entreprises vous expliquent, au travers des enquêtes trimestrielles de l'INSEE, qu'elles ont des marges de production non utilisées et que celles-ci sont en augmentation. À la mi-2013, elles indiquent qu'elles pourraient produire près de 4 % de plus sans embaucher ni investir ! Il reste donc des capacités de production inutilisées. De même à la question « Pourquoi vous ne produisez pas plus ? », elles répondent majoritairement (66 %) qu'elles ont uniquement un problème de demande. Cela traduit bien une situation d'insuffisance de la demande et de sous-utilisation des capacités de production.

Gérard Cornilleau : Pourra-t-on avoir une forme de récession provisoire car ce problème ne dit rien sur la croissance potentielle.

Xavier Timbeau : Mais à force d'avoir des problèmes de demande, on a une détérioration du potentiel de production et donc des problèmes d'offre, ce qui ressemble bien à la situation actuelle.

Éric Heyer : Bien entendu si on continue à compresser la demande, les capacités de production inutilisées vont devenir obsolètes, les faillites vont s'enchaîner et les contraintes d'offre vont apparaître. Mais nous n'en sommes pas encore là.

François Duhen : Les niveaux de taux d'épargne des différents pays sur le deuxième trimestre ne sont communiqués qu'avec retard. Donc il reste un doute sur la soutenabilité de la croissance

car si elle est principalement due à la baisse de l'épargne, elle n'est pas soutenable. Rappelons que nous ne prévoyons « que » 0,7 % de croissance pour la zone euro en 2014, aussi par prudence sur ce sujet. Autant je suis plus optimiste que vous sur les États-Unis mais je reste très prudent sur l'Europe. Seule « certitude », l'Allemagne est susceptible de s'en sortir en dépensant comme promis pendant la campagne électorale, en collaboration avec son futur partenaire de coalition, le SPD.

Gérard Cornilleau : Ne croyez-vous pas à une spirale avec une petite reprise de la demande, les entreprises investissent, desserrent les contraintes et même la productivité se remet à augmenter plus rapidement ?

Éric Heyer : Je complète la question : même sans demande ne pourrait-il pas y avoir une reprise de l'investissement ?

François Duhen : oui, on peut penser à une légère progression, mais rien de majeur.

Éric Heyer : pour atteindre 1 % de croissance, il n'est pas nécessaire d'avoir une reprise forte de l'investissement : une simple reprise de l'investissement de productivité, c'est-à-dire remplacer les équipements rendus obsolètes par neuf trimestres de désinvestissement au cours des trois dernières années peut suffire à atteindre cet objectif.

Sara Bertin : oui, il n'y aurait jamais eu de pression sur les marchés s'il y avait eu un « *Draghi put* » dès le départ.

Xavier Timbeau : Exact, du coup l'austérité qui visait à ne pas le faire n'est pas un double échec. Cette austérité a conduit à devoir faire le « *Draghi put* » mais le problème n'a pas été résolu.

François Duhen : Une partie de l'économie française est en train de basculer vers le travail irrégulier comme l'économie italienne et l'économie espagnole l'ont fait les années précédentes. Avec l'augmentation additionnelle des impôts cette année en France, le phénomène s'est amplifié. Certes le gouvernement est parvenu à augmenter la recette fiscale en absolu ces derniers mois, alors que la croissance est négative, mais des signes sont là qui montrent que nous sommes au taquet en matière d'imposition.

Sara Bertin : Austérité, échec ou pas, ce n'est peut-être pas la question centrale ? Mais quel type d'auto-assurance un pays doit-il avoir afin d'éviter les politiques procycliques ?

Xavier Timbeau : Une banque centrale !

François Duhen : Je recommande aussi un plan quinquennal de réforme de la dépense publique de 10 milliards d'euros par an, soit 50 milliards d'euros dans cinq ans, avec comme vision pour les chefs d'entreprises que dans cinq ou six ans, on réduira les prélèvements obligatoires.

Xavier Timbeau : Les économies ? Si on regarde les dépenses d'administration en France, nous sommes à un taux beaucoup plus bas que dans d'autres pays. Les économies ? Si l'on regarde les dépenses d'administration en France, nous sommes à un taux beaucoup plus bas que dans d'autres pays. Les données OCDE qui incluent toutes les dépenses des collectivités territoriales, de sécurité sociale et de l'État central montrent que les dépenses publiques en points de PIB sont comparables à celles des pays de l'OCDE. Si l'on se limite aux dépenses publiques hors transferts, elles sont inférieures à celles des États-Unis. Faut-il les réduire ?

Gérard Cornilleau : Le taux d'épargne des ménages peut-il baisser ?

Éric Heyer : Nous avons une grosse interrogation : dans nos prévisions on stabilise le taux d'épargne. La franche augmentation du taux d'épargne du deuxième trimestre est très surprenante : les Français auraient augmenté leur consommation et leur taux d'épargne en même temps. Si on en croit les comptes, le pouvoir d'achat a augmenté. Nous pensons que ces chiffres vont être révisés et notamment à la baisse en ce qui concerne la consommation des ménages. Du côté de l'épargne, notre modèle indique que le taux d'épargne devrait subir des effets de sens inverse : à la hausse par l'effet de l'augmentation du taux de chômage et donc de la constitution d'une épargne de précaution et à la baisse par l'effet de la décélération du revenu des ménages. Et puisqu'aucun effet de richesse ne devrait jouer, nous supposons une stabilité du taux d'épargne en 2014.

François Duhen : Si on considère comme probable une chute d'environ 5 % des prix de l'immobilier en France et les apports croissants requis pour l'achat, le taux d'épargne sera pénalisé.

Éric Heyer : Pour revenir sur l'investissement, ce qui est étonnant en France, c'est que les marges de production sont plutôt du côté de l'emploi que sur le capital : il y a sous-utilisation plus forte des effectifs que des équipements. Début 2014, et après deux nouveaux trimestres de désinvestissement, les entreprises n'auront plus de marges de production sans investir. L'obsolescence deviendra trop forte et les entreprises seront incitées à réinvestir de nouveau. Tout cela de façon mesurée, avec par ailleurs un effet du CICE qui viendra soutenir leur taux de marge.

INDEX DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

Tableaux	277
Graphiques	279
Encadrés	282
Liste des abréviations de pays	283

La crise sur un plateau

Perspectives de croissance mondiale	11
Croissance et impulsions budgétaires au Royaume-Uni depuis 2008 . . .	15
Contributions des composantes de la demande à la croissance	16
Évolution du taux chômage 2007-2012	17
Impulsions budgétaires 2008-2014	20
Évolution du taux de chômage entre 2007 et 2012 dans la zone euro .	27
Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2007 et 2009	32
Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2009 et 2011	33
Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2011 et 2013	33
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des ma- tières premières	52

La zone euro écartelée

Finances publiques : Grèce (2009-2015)	59
Croissance dans la zone euro	63
Soldes et impulsions budgétaires	67
Migrations et taux de chômage ajusté	87
Variation du taux de chômage et des composantes de la population active	89
Valeur ajoutée, productivité, emploi, population active et chômage . . .	91
Soldes budgétaires : cibles et réalisations	92
Zone euro : résumé des prévisions	95

France : moins d'austérité, plus de croissance

Impulsion budgétaire dans les grands pays développés	100
Les freins à la croissance en France, 2010 à 2012	109
Les freins à la croissance en France en 2013 et 2014	111
Tableau 4. Nouvelles prévisions budgétaires pour 2014	112
Croissance du revenu réel des ménages	116
Les déterminants des variations du taux d'épargne en France	118
Évolution du marché du travail en France	122
Résumé de la prévision pour 2013 et 2014	124
Emploi et chômage	125
Contrats aidés dans le secteur non marchand	134
Projections de population active	139

Impact de la politique de l'emploi sur l'emploi total et le solde public	140
Principaux agrégats des finances publiques	142
Décomposition de la variation du solde public	143
Mesures de prélèvements obligatoires	144
Calcul de l'impulsion budgétaire efficace	147
Résumé des prévisions pour l'économie française	149
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés	150
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	151
Emploi et productivité par tête	151
Éléments du compte des ménages	152
Taux d'intérêt et taux de change	153
Commerce extérieur et parts de marché	153

Fiche thématique et fiches pays

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	164
États-Unis : résumé des prévisions	172
Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB	174
Zone Asie : résumé des prévisions de commerce	175
Amérique latine : résumé des prévisions	185
PECO : Politique budgétaire	188
Ex-bloc de l'Est : résumé des prévisions de croissance	189
Royaume-Uni : résumé des prévisions	198
Allemagne : résumé des prévisions	204
Italie : résumé des prévisions	213
Espagne : résumé des prévisions	221

Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ?

Exposition des banques à leurs débiteurs publics et privés	257
--	-----

La crise sur un plateau

PIB par tête dans les pays développés	13
Évolution du PIB britannique durant les cinq années suivant le pic d'activité d'avant-crise	14
Valeur ajoutée par secteur depuis le début de la crise	16
Créances douteuses du secteur bancaire espagnol	18
Écarts de production et impulsions budgétaires cumulées	21
Solde public de la zone euro	23
Impulsion budgétaire de la zone euro	24
Dettes publiques de la zone euro	24
PIB par tête dans la zone euro	25
Salaires nominaux par tête dans la zone euro	26
Nombre de chômeurs dans la zone euro	27
Soldes courants dans la zone euro	28
Rendement des obligations d'État à 10 ans	37
Variation des conditions de crédit dans la zone euro	37
Variation de dette des agents entre fin 2007 et 2013	39
Corrélation entre impulsions budgétaires et variation de la dette des ménages	39
Balance courante et évolution du taux de change effectif réel	43
Flux nets de capitaux vers les pays émergents	47
Évolution des taux de change vis-à-vis du dollar	47
Évolution des taux d'intérêt à 5 ans et des primes de risque	48
Primes de risque sur la dette externe des pays émergents	49
Part de la consommation privée dans le PIB	50
Part de l'épargne domestique dans le PIB	51

La zone euro écartelée

Taux souverains des 4 grands pays de la zone euro	55
Taux de marge dans l'industrie	60
Compétitivité mesurée par les coûts unitaires du travail	62
Taux d'intérêt bancaires dans la zone euro	64
Impulsion budgétaire et PIB / tête	65
Revenu disponible brut réel des ménages par tête	68
Chômeurs des principaux pays de la zone euro	69
Flux de passif des SNF de la zone euro	70
Enquête BCE sur l'évolution des conditions d'offre et de demande de crédits	72
Taux d'investissement des sociétés non financières	72
Coûts salariaux unitaires nominaux, taux de marge et prix de VA dans le secteur manufacturier	74

Demande adressée à la zone euro	75
Exportations en valeur des grands pays de la zone euro	75
Parts de marché à l'exportation	76
Part de l'extra-zone dans les exportations de chaque pays	77
Productivité dans l'industrie	78
Salaires par tête dans le secteur marchand	78
Taux de change effectifs réels sur la base des coûts salariaux unitaires (ensemble de l'économie)	79
Croissance du revenu et taux d'épargne dans la zone euro	80
Emploi total	83

France : moins d'austérité, plus de croissance

Évolution du PIB durant les cinq années suivant le pic d'activité d'avant-crise	98
Impulsion budgétaire cumulée en France	99
Multiplicateurs en économie ouverte	101
Évolution de la confiance...	102
Croissance du PIB	102
Marges de capacité de production dans l'industrie...	103
Proportion d'entreprises ne pouvant produire davantage en raison de...	104
Taux de marge et taux d'autofinancement des sociétés non financières	105
Évolution du taux de marge des SNF durant les cinq années suivant le pic d'activité	106
Investissement des entreprises en volume	107
Volume horaire dans les secteurs marchands non agricoles	107
Le pouvoir d'achat du RDB réel	108
Différentes évaluations de l'écart de production	110
Multiplicateur selon l'instrument en basse conjoncture	113
Indice de production manufacturière	115
Coûts salariaux unitaires dans les principaux pays européens	119
Parts de marché à l'exportation des principaux pays européens	120
Taux d'investissement des SNFEI	121
Taux de chômage au sens du BIT	123
Évolution de l'emploi corrigé de l'intérim	126
Cycles de productivité par tête	128
Marges de production sans embauches supplémentaires	129
Tendance prévue des effectifs et indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie manufacturière	130

Taux de marge sectoriel	131
Cycle de productivité par tête – Secteur marchand	131
Emplois aidés dans le secteur non marchand	135
CAE – France métropolitaine	137
Effet des politiques de l’emploi sur le taux de chômage	139

Fiche thématique et fiches pays

Écart de prix entre Brent et WTI, 2006-2013	160
Production et exportations de pétrole syrien (1980-2012)	161
Productivité du travail par tête en France et aux États-Unis dans l’ensemble de l’économie	168
PIB dans quelques pays d’Amérique latine	182
Taux de change effectif réel des monnaies	184
PIB en volume	190
Évolution de la valeur ajoutée par secteur, en volume	192
Patrimoine des ménages	196
Évolution des soldes extérieurs	197
Taux d’investissement productif privé en volume	199
Commerce en valeur avec le reste du monde	208
Taux de change effectif réel basé sur les coûts salariaux unitaires, comparaison entre grands pays de la zone euro, 2005-2012	209
Encours de créances litigieuses du secteur privé non financier	210
Contributions à la croissance du revenu disponible brut nominal	211
Exportations en valeur des grands pays de la zone euro	217
Évolution des coûts salariaux unitaires, du coût du travail et de la productivité en Espagne	218

Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ?

PIB en niveau	226
Inflation (g.a)	229
Taux à trois mois courants et anticipés dans	236
Taux d’intérêt sur les titres obligataires du Trésor américain par échéance	238
Dettes publiques du gouvernement fédéral	239
Anticipations d’inflation par les marchés financiers	241
Variation des réserves de change dans les pays émergents	242
Dettes fédérales par types de détenteurs	243
Transmission de la politique monétaire aux États-Unis	247
Conditions de crédits	248
Dettes publiques nationales détenues par les banques centrales	250

Multiplicateurs de base monétaire	251
Taille des bilans des banques centrales	252
Soldes des opérations TARGET	254
Indice boursier de banques européennes et tendance sur 6 mois	256

INDEX DES ENCADRÉS

La crise sur un plateau

L'austérité au Royaume-Uni a-t-elle réussi ?	13
Déflation salariale et endettement : le cas espagnol	18
Estimation du PIB potentiel de la zone euro par la Commission européenne	32
Les risques d'un durcissement rapide de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes	46

La zone euro écartelée

Grèce : un ajustement sans précédent	58
Chômage et flux migratoires	86

France : moins d'austérité, plus de croissance

Des prévisions pour 2014 plus élevées	112
Le CICE	117
Une modélisation de l'emploi par secteur	127
Les contrats uniques d'insertion dans le secteur public (CUI-CAE)	136
Combien coûtera la politique de l'emploi en 2013-2014 ?	140

Fiche pays

La Syrie : le bras de fer se poursuit sans s'étendre	161
La dernière révision complète des comptes nationaux	171

Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ?

Rôle d'une stratégie de <i>forward</i> guidance pour la conduite de la politique monétaire	230
Banques européennes : un peu de calme après les tempêtes	255

AFG	Afghanistan	CPV	Cap-Vert
AGO	Angola	CRI	Costa Rica
ALB	Albanie	CUB	Cuba
AND	Andorre	CYP	Chypre
ARE	Émirats arabes unis	CZE	République tchèque
ARG	Argentine	DEU	Allemagne
ARM	Arménie	DJI	Djibouti
ATG	Antigua-et-Barbuda	DNK	Danemark
AUS	Australie	DO	DMA Dominique
AUT	Autriche	DOM	République dominicaine
AZE	Azerbaïdjan	DZA	Algérie
BDI	Burundi	ECU	Équateur
BEL	Belgique	EGY	Égypte
BEN	Bénin	ERI	Érythrée
BFA	Burkina Faso	ESP	Espagne
BGD	Bangladesh	EST	Estonie
BGR	Bulgarie	ETH	Éthiopie
BHR	Bahreïn	EUZ	Zone euro
BHS	Bahamas	FIN	Finlande
BIH	Bosnie-Herzégovine	FJI	Fidji
BLR	Biélorussie	FRA	France
BLZ	Belize	FSM	Micronésie
BOL	Bolivie	FYR	Macédoine
BRA	Brésil	GAB	Gabon
BRB	Barbade	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BRN	Brunei	GEO	Géorgie
BTN	Bhoutan	GHA	Ghana
BWA	Botswana	GIN	Guinée
CAF	République centrafricaine	GMB	Gambie
CAN	Canada	GNB	Guinée-Bissau
CHE	Suisse	GNQ	Guinée équatoriale
CHL	Chili	GRC	Grèce
CHN	Chine	GRD	Grenade
CIV	Côte d'Ivoire	GTM	Guatemala
CMR	Cameroun	GUY	Guyana
COD	République démocratique du Congo	HND	Honduras
COG	République du Congo	HRV	Croatie
COL	Colombie	HTI	Haïti
COM	Comores	HUN	Hongrie

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
MLT	Malte	SLE	Sierra Leone
MMR	Birmanie	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	Taïwan
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

Achévé de rédiger en France
Dépôt légal : octobre 2013
Directeur de la Publication : Philippe Weil
Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux

Réalisation, composition : Najette Moumni

LA CRISE SUR UN PLATEAU

PERSPECTIVES 2013-2014

sous la direction de Xavier Timbeau

Selon les promoteurs de la rigueur à marche forcée, l'amélioration du climat conjoncturel dans la zone euro illustrerait les premiers bénéfices de la stratégie de consolidation budgétaire telle qu'elle a été conduite depuis 2010. C'est négliger l'effet multiplicateur très négatif de la rigueur sur l'activité, la généralisation des ajustements qui a accentué l'effet récessif de ces choix de politique économique et le mauvais calibrage de l'effort imposé aux pays qui a étouffé la reprise naissante en 2010 et empêché la résorption de la partie conjoncturelle des déficits. On peut plutôt voir dans l'embellie de la conjoncture en zone euro la conséquence des arrangements institutionnels qui ont permis de contenir la crise des dettes souveraines et qui ont consisté à faire endosser le risque de détention de dette souveraine par des tiers via une forme de mutualisation. La zone euro sera enlisée dans la faible croissance d'ici à 2015 et ne pourra guère compter sur le dynamisme vacillant de ses partenaires extérieurs, les États-Unis et les pays émergents.

Sous la direction de Xavier Timbeau avec les contributions de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. Sara Bertin et François Duhon ont participé au débat sur les prévisions inclus dans ce numéro.

24 € ISBN 978-2-312-00832-5

REVUE DE L'OFCE 130 (2013)

www.ofce.sciences-po.fr

ofce



SciencesPo.