

Quelle croissance en 2019 et 2020 pour la France ? Les enseignements de l'OFCE, un panel de prévisions

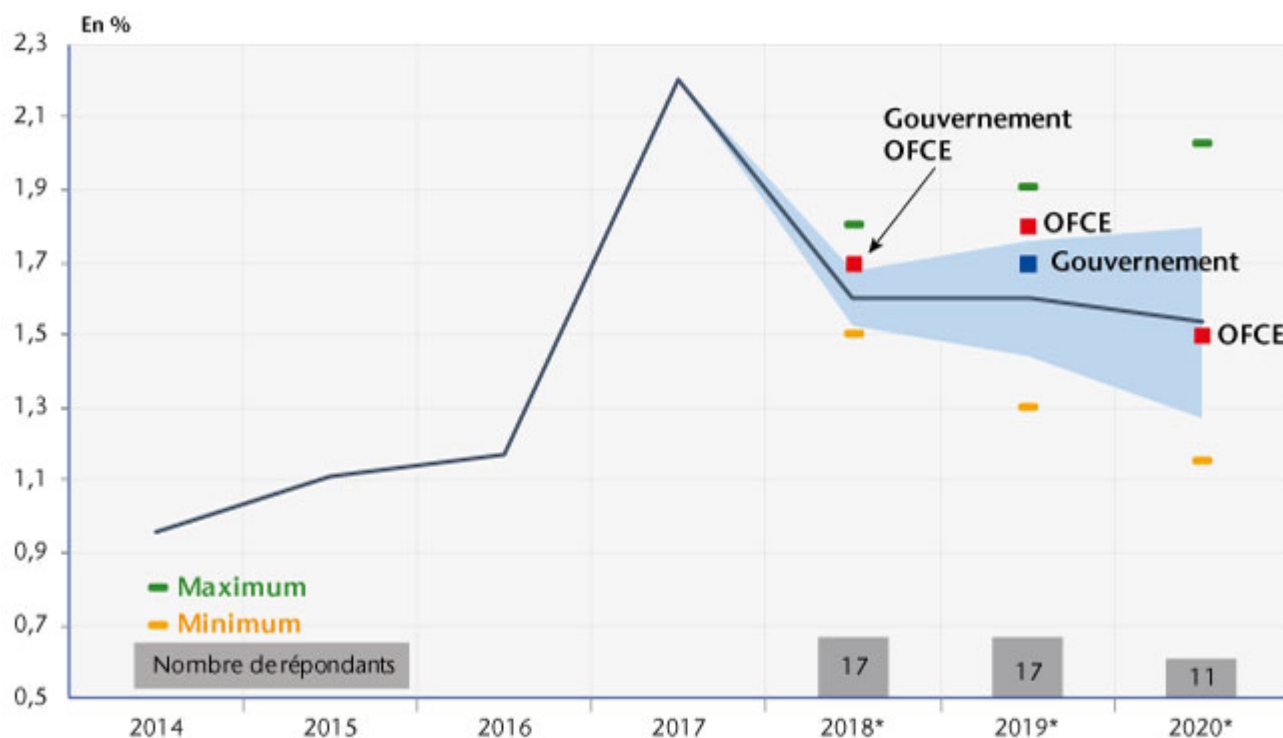
par [Magali Dauvin](#) et [Christine Rifflart](#)

Au moment où les prévisions de croissance pour la France de l'OFCE étaient rendues publiques (le 18 octobre, disponibles [ici](#)), l'OFCE conviait à un atelier, appelé l'Observatoire Français des Comptes Nationaux, les différentes institutions françaises publiques (Banque de France, Direction Générale du Trésor, Insee) et internationales (Commission européenne, OCDE et FMI) ainsi que les institutions privées françaises ou opérant en France. Le sujet de la journée était la conjoncture française et son environnement international, les prévisions macroéconomiques à l'horizon 2020, les perspectives budgétaires ainsi que des éléments de méthodes ou structurels comme l'écart de production ou les déséquilibres macroéconomiques. Cette rencontre annuelle dont c'est la deuxième édition, a eu lieu mercredi 17 octobre 2018. Au total, 18 instituts pratiquant la prévision à 1 ou 2 ans étaient représentés [\[1\]](#). Une analyse détaillée de ces prévisions sera publiée prochainement dans un *Policy brief* de l'OFCE.

Après une année 2017 marquée par une accélération de l'activité française à + 2,3 % et un acquis de croissance à + 1,3 % à l'issue du premier semestre 2018, l'ensemble des prévisionnistes s'accorde sur un dynamisme moindre de l'activité économique en France en 2018 (Graphique 1). Comprise entre 1,5 % et 1,8 %, la moyenne des prévisions situe la croissance à + 1,6 % pour cette année, soit quasiment la même prévision que celle du gouvernement à + 1,7 %, estimée

« crédible » par le Haut Conseil des Finances Publiques dans son avis datant du 19 septembre 2018[2]. Le ralentissement commun à tous les instituts s'inscrit dans un contexte où l'environnement international est moins porteur qu'il ne l'a été en 2017, avec une augmentation des prix du pétrole et une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

Graphique. Prévisions de croissance du PIB français à l'horizon 2020



Note : Les années avec * sont des périodes de prévisions. La ligne bleue correspond à la moyenne des réponses fournies par les 18 instituts. La bande bleue est bornée par les écart-types. L'écart-type pour 2020 est plus élevé car le nombre de réponses est plus faible, et la volatilité plus élevée.

Sources : Insee, calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018.

Pour l'année 2019, la moyenne des prévisions donne une croissance stable par rapport à 2018, à + 1,6 %, avec toutefois des disparités dans la dynamique. Même si le consensus s'oriente vers une plus forte contribution de la demande intérieure hors stocks à la croissance (en particulier de la consommation des ménages), la contribution du commerce extérieur fait davantage débat parmi les prévisionnistes. Le ralentissement de l'activité serait en partie imputable à une contribution du commerce extérieur négative en 2019, l'accélération des importations n'étant pas compensée par celle des exportations.

Ensuite, alors que l'environnement international à l'horizon 2020 est jonché d'incertitudes et de risques majoritairement orientés à la baisse (à titre d'exemple, selon l'ensemble des répondants, le commerce mondial ralentirait de 4,3 % en 2018 à 3,6 % en 2020), la grande majorité des prévisionnistes s'accorde sur un chemin de croissance plus modéré, se rapprochant du potentiel. Les prévisions de croissance, plus dispersées, sont comprises entre 1,2 % et 2 % pour les plus optimistes, avec une moyenne hissant l'augmentation de l'activité à + 1,5 %. Enfin, la journée a permis de mettre en lumière, au delà des chiffres de croissance, les différences des atouts de l'économie française. Nous réservons le détail de ces analyses pour un prochain *Policy brief* de l'OFCE.

[\[1\]](#) D'autres organismes étaient présents comme l'ACOSS, la DARES, l'Unedic, l'AFEDE, en tant qu'observateurs.

[\[2\]](#) Avis n° HCFP – 2018 – 3 relatif aux Projets de lois de finances et de financement de la sécurité sociale pour l'année 2019 (24 septembre 2018), [téléchargeable ici](#).

Espagne : un budget 2018 dans les clous, n'en déplaie à la Commission

Par [Christine Rifflart](#)

Avec un déficit à 3,1 % du PIB en 2017, l'Espagne a réduit son déficit de 1,4 point par rapport à 2016 et satisfait ses engagements vis-à-vis de la Commission européenne. Elle

devrait franchir le seuil des 3 % en 2018 sans difficulté et serait donc le dernier pays à sortir de la Procédure pour déficit excessif (PDE), après la France en 2017. Après avoir été présenté à la Commission européenne le 30 avril, le budget 2018 a été voté au Congrès des députés espagnols le 23 mai dans un contexte politique extrêmement tendu qui a conduit le 1^{er} juin à la destitution du président du gouvernement Mariano Rajoy (avec notamment le soutien des élus nationalistes basques du PNV qui avaient voté le budget 2018 quelques jours plus tôt). Il devrait être adopté au Sénat prochainement par une nouvelle majorité. L'orientation expansionniste du budget 2018, validée par le gouvernement du nouveau président socialiste Pedro Sanchez, ne satisfait pas la Commission qui juge l'ajustement des finances publiques insuffisant pour atteindre l'objectif de 2,2 % du PIB repris dans le Pacte de stabilité et de croissance 2018-2021. Selon les hypothèses du gouvernement précédent, non seulement le déficit reviendrait en dessous des 3 % mais la cible nominale serait respectée.

Certes, si, compte tenu de la vigueur de la croissance espagnole attendue en 2018, le déficit public sera facilement inférieur à 3 % en 2018 et répondra donc aux exigences fixées dans le cadre de la PDE, la nouvelle loi budgétaire ne va pas dans le sens de l'orthodoxie budgétaire attendue à Bruxelles. L'absence de majorité au Congrès des élus du Parti Populaire a conduit l'ex-président Mariano Rajoy à des alliances stratégiques avec Ciudadanos et le PNV pour faire adopter le budget 2018 (avec notamment l'espoir d'éviter des élections législatives anticipées), au prix d'importantes concessions :

- Une hausse du salaire des fonctionnaires de 1,75 %[\[1\]](#) en 2018 et d'au moins 2,5 % en 2019, avec une hausse plus importante si la croissance du PIB est supérieure à 2,5 % (coût estimé à 2,7 milliards en 2018 et à 3,5 milliards en 2019 selon le gouvernement sortant) ;
- Une baisse des impôts pour les ménages à bas revenus (*via* la hausse du seuil d'abattement fiscal de 12 000 à

14 000 euros de revenu par an, des crédits d'impôt pour les frais de garde, l'aide aux personnes handicapées et les familles nombreuses, baisse de l'impôt sur les revenus bruts salariaux compris entre 14 000 et 18 000 euros) (coût 835 millions en 2018 et 1,4 milliard en 2019) ;

- La revalorisation des pensions et des retraites de 1,6 % en 2018 et 1,5 % en 2019 (coût de 1,5 et 2,2 milliards), en plus d'une hausse jusqu'à 3 % des pensions minimales et des non contribuables, et entre 1 et 1,5 % pour les pensions les plus basses (coût 1,1 milliard en 2018).

Selon l'ancien gouvernement, ces mesures coûteraient un peu plus de 6 milliards en 2018 (0,5 % du PIB) et près de 7 milliards en 2019 (0,6 % du PIB). La revalorisation des retraites devrait être en partie couverte par l'introduction d'une taxe sur les activités numériques (Google tax) en 2018 et 2019 dont les recettes sont attendues à 2,1 milliards d'euros. Au final, les dépenses qui devaient baisser de 0,9 point de PIB en 2018 selon les engagements inscrits dans le précédent PSC 2017-2020, ne baisseraient que de 0,5 point de PIB dans le PSC 2018-2021 (à 40,5 % du PIB) (tableau). Mais surtout, malgré les baisses d'impôts qui viennent d'être introduites, le surcroît de recettes attendu du supplément de croissance devrait représenter 0,1 point de PIB (à 38,3 % du PIB). De fait, le caractère redistributif du budget, combiné à la révision à la baisse de l'impact de la crise catalane sur l'économie (0,1 % du PIB selon l'AIReF[\[2\]](#)) ont conduit tous les instituts (Banque d'Espagne, gouvernement, Commission européenne) à relever leurs prévisions de croissance 2018 par rapport à celles de l'hiver dernier de 0,2 ou 0,3 point de PIB pour l'amener légèrement en dessous de 3 % (2,6 % pour l'OFCE selon nos prévisions d'avril[\[3\]](#)).

Tableau. Décomposition des finances publiques espagnoles

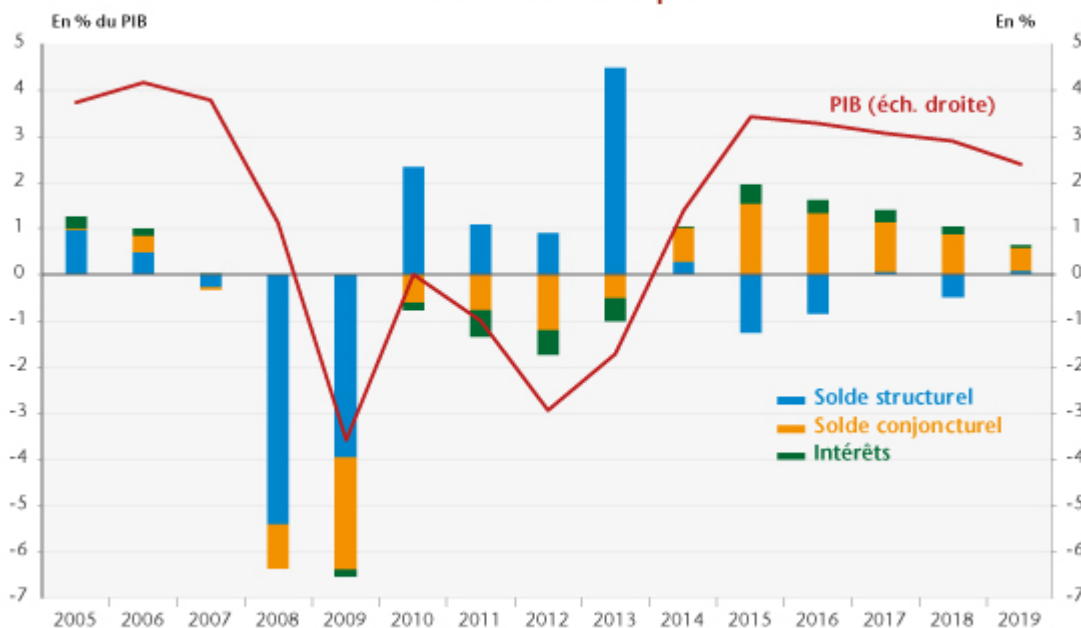
En % du PIB	2017			2018			2019*		
	Gvt	CE	OFCE	Gvt	CE	OFCE	Gvt	CE	OFCE
PIB	3,1	3,1	3,1	2,7	2,9	2,6	2,4	2,4	1,9
PIB potentiel	1,0	1,0	0,9	1,0	1,2	1,1	1,3	1,4	1,1
Output gap	-1,6	-0,2	-2,9	0,1	1,4	-1,4	1,2	2,3	-0,6
Solde budgétaire	-3,1	-3,1	-3,1	-2,2	-2,6	-2,3	-1,3	-1,9	-1,5
Recettes	37,9	37,9		38,3	38,1		38,5	38,1	
Dépenses	41,0	41,0		40,5	40,7		39,8	40,0	
Solde conjoncturel	-0,8	-0,1	-1,5	0,0	0,8	-0,7	0,6	1,3	-0,3
Intérêts	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3
Solde primaire ajusté du cycle	0,3	-0,4	1,0	0,2	-1,0	0,8	0,4	-0,8	1,1

* En 2019, le solde primaire ajusté du cycle devrait s'améliorer de 0,2 point de PIB du fait de la suppression de mesures exceptionnelles estimées par le gouvernement espagnol à 0,2 point de PIB.

Sources : Commission européenne, OFCE - prévisions avril 2018.

Néanmoins, au-delà de l'optimisme partagé sur la croissance espagnole, le chiffrage diverge sur le coût des nouvelles mesures entre autorités espagnoles et Commission. Selon le gouvernement, le surcroît de croissance devrait comme on l'a dit, doper les recettes fiscales et neutraliser le coût attendu des nouvelles dépenses. En 2018, la réduction de 0,9 point du déficit (qui passerait de 3,1 % à 2,2 %) serait donc atteint par l'accroissement de 0,8 point de PIB du solde conjoncturel, combiné à la baisse de 0,2 point des charges de la dette, le solde structurel restant stable (la politique budgétaire deviendrait neutre au lieu d'être restrictive comme inscrit dans la version antérieure du Pacte). Mais ce scénario n'est pas partagé par Bruxelles[\[4\]](#), pour qui le coût des mesures, et notamment de la hausse du salaire des fonctionnaires est sous-évalué. Les dépenses devraient être plus importantes de 0,2 point de PIB et les recettes inférieures de 0,2 point de PIB que ce qui est annoncé par le gouvernement. Selon la Commission, le solde conjoncturel devrait certes s'améliorer de 0,9 point de PIB mais l'impulsion budgétaire dégraderait le solde structurel de 0,6 point de PIB. Dans ces conditions, le déficit franchirait bien la barre des 3 % mais la politique budgétaire deviendrait clairement expansionniste et l'objectif des 2,2 % ne serait pas atteint. Le déficit public se situerait à 2,6 % en 2018 (graphique 1).

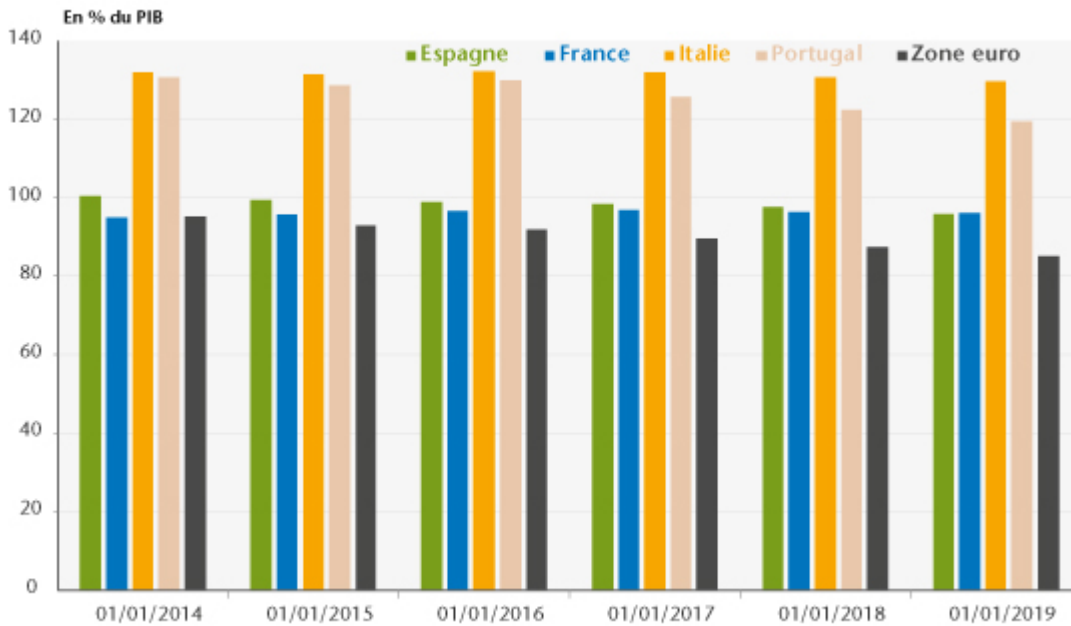
Graphique 1. Décomposition du solde public, en % du PIB, selon la Commission européenne



Source : Commission européenne.

Cette orientation plus expansionniste du budget 2018 résulte avant tout de considérations politiciennes de l'ancien gouvernement Rajoy pour débloquer une impossibilité à gouverner (les faits ont d'ailleurs démontré la fragilité de cette posture). Néanmoins, le *timing* est idéal. Car le seul engagement budgétaire qui s'impose en 2018 est de franchir le seuil des 3 % de déficit afin de sortir du volet correctif du PSC. L'année 2018 rend donc encore possible de mener une politique budgétaire généreuse, tout en franchissant la barre des 3 %, sans s'exposer à des sanctions. La situation aurait été plus délicate en 2019, lorsque s'appliqueront les règles communautaires visant à réduire une dette encore très supérieure au 60 % du PIB, notamment par l'ajustement du solde structurel (graphique 2).

Graphique 2. La dette publique en zone euro



Source : Commission européenne.

[1]

<https://www.boe.es/boe/dias/2018/03/26/pdfs/B0E-A-2018-4222.pdf>

[2]

https://elpais.com/economia/2018/04/17/actualidad/1523949570_477094.html?rel=str_articulo#1526464987471

[3] Voir la Partie Espagne du dossier :

<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/11-1550FCE.pdf> , pp 137-141.

[4] Ni par l'AIReF d'ailleurs.

La croissance française en

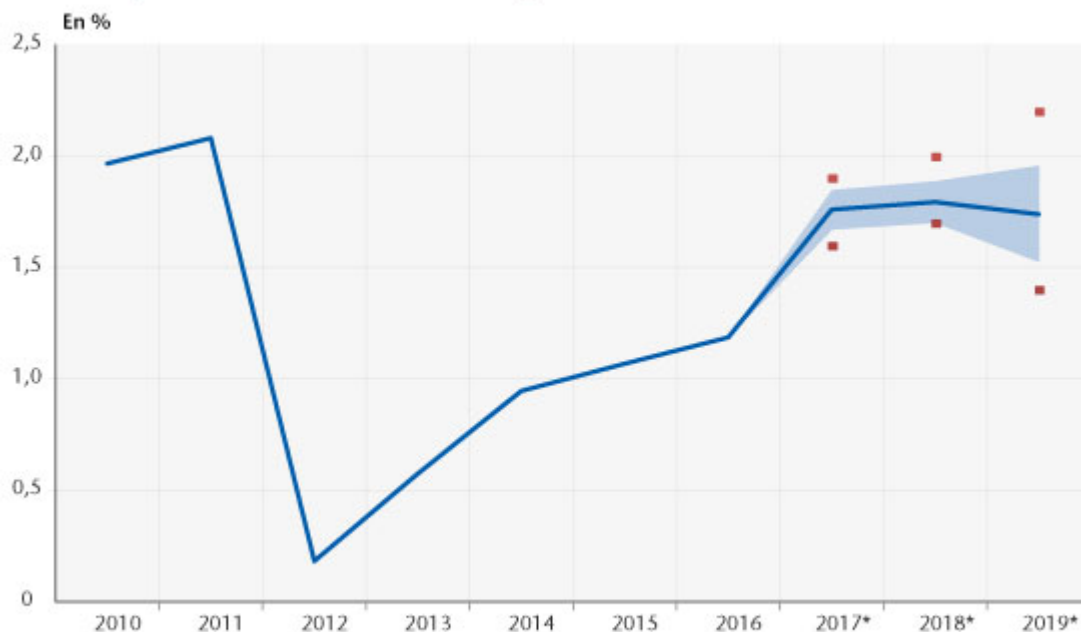
2018-2019 : ce qu'en disent les prévisionnistes ...

Par [Sabine Le Bayon](#) et [Christine Rifflart](#)

Alors que l'INSEE vient de publier [la première version des comptes du quatrième trimestre 2017](#) et donc une première estimation de la croissance annuelle, nous nous interrogeons sur les perspectives 2018 et 2019 à travers une analyse comparative des prévisions réalisées sur la France par 18 instituts (publics et privés, dont l'OFCE), entre septembre et décembre 2017. Ce billet de blog présente les points saillants de cette analyse, détaillée dans le [Policy brief de l'OFCE \(n° 32 du 8 février 2018\)](#), intitulé « Une comparaison des prévisions macroéconomiques sur la France », et le [document de travail \(n° 06-2018\)](#) associé (où figurent les tableaux des prévisions par institut).

Après la profonde récession de 2008-2009 et la crise de la zone euro de 2011, la croissance française avait amorcé en 2013 un timide mouvement de récupération qui s'est accéléré fin 2016. L'année 2017 est donc une année de reprise, avec une croissance légèrement plus dynamique que ce qu'anticipaient récemment la plupart des prévisionnistes : 1,9 % selon la première estimation de l'INSEE contre 1,8 % prévue en moyenne. En 2018 et 2019 cette dynamique devrait se poursuivre puisque la moyenne des prévisions atteint 1,8 % et 1,7 % respectivement. Les écarts-types sont faibles (0,1 point en 2018 et 0,2 en 2019), les prévisions restant assez proches pour 2018 et divergeant plus nettement en 2019 (1,4 % pour la prévision plus basse à 2,2 % pour la plus haute) (graphique 1). En 2019, 5 instituts sur 15 prévoient une accélération de la croissance et 8 prévoient un ralentissement.

Graphique 1. Croissance du PIB en prévisions
(prévisions réalisées entre septembre et décembre 2017)

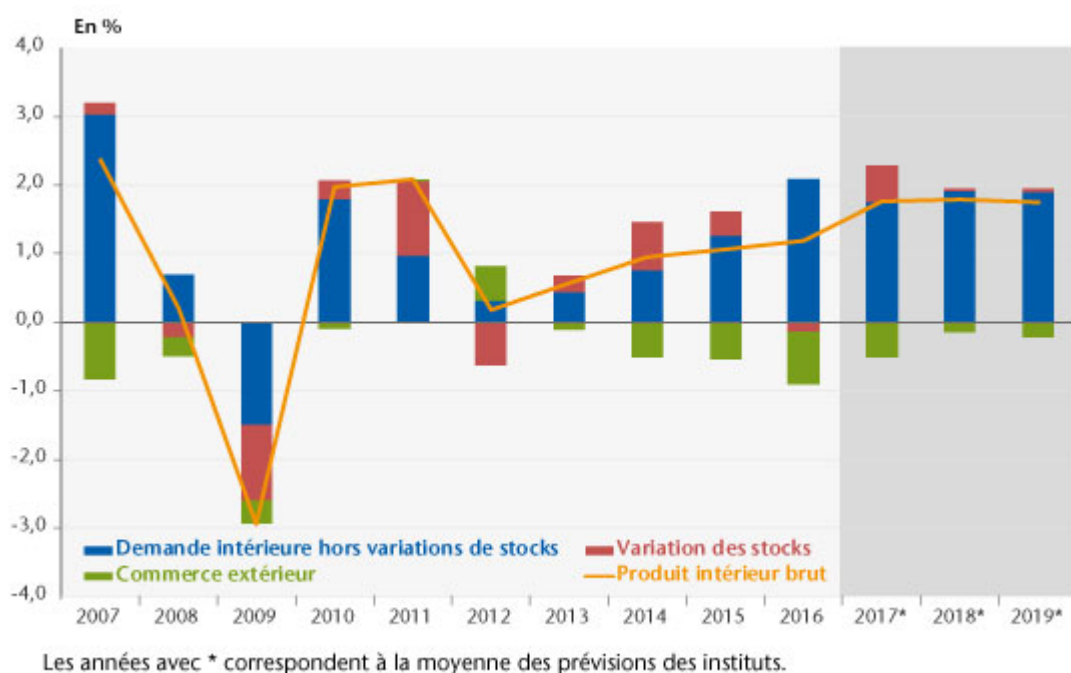


Les années avec * sont des périodes de prévisions. La ligne bleue est la moyenne des réponses fournies par les 18 instituts. La bande bleue est bornée par les écarts types. Les points rouges représentent le minimum et le maximum des prévisions.

Globalement, tous les instituts, sauf 4, prévoient un rééquilibrage des moteurs de la croissance sur la période avec un commerce extérieur moins pénalisant que par le passé et une demande intérieure toujours dynamique (graphique 2). Pour autant, le redressement du commerce extérieur fait débat face aux pertes chroniques des parts de marché enregistrées depuis le début des années 2000. Il semble en effet que l'accélération anticipée des exportations en 2018 soit davantage le fruit du rebond de la demande étrangère adressée à la France et du dégonflement des stocks accumulés en 2016 et 2017 dans certains secteurs (matériel de transport, aéronautique notamment) et destinés à être exportés, qu'à un regain de compétitivité. Pour 2019 des avis différents concernant l'impact des politiques d'offre mises en place depuis 2013 sur la compétitivité prix et hors prix des entreprises françaises. Certains instituts inscrivent une amélioration des performances à l'exportation et donc un redressement des parts de marché à l'horizon 2019, tandis que d'autres maintiennent des baisses du fait d'investissements jugés insuffisants dans les secteurs à forte valeur ajoutée,

et d'un coût du travail encore trop pénalisant pour les entreprises.

Graphique 2. Contributions à la croissance du PIB (en points de %)



Un autre débat porte sur les prévisions d'emplois et de salaires et notamment sur l'impact de la baisse des emplois aidés, l'effet des politiques de baisse des coûts du travail en 2019 (transformation du CICE en baisse des cotisations sociales patronales), et la productivité (tendance et cycle). En moyenne, le taux de chômage devrait passer de 9,5 % en 2017 à 8,8 % en 2019 allant de 8,1 % pour les plus optimistes à 9,2 % pour les plus pessimistes. L'appréciation du degré de tensions sur le marché du travail et aussi l'impact sur les salaires de la décentralisation des négociations collectives mise en place en 2017 sont des éléments d'explication sur les écarts de prévisions sur les salaires. De 1,8 % en 2017, le salaire progresserait en moyenne de 1,9 % en 2018 et 2 % en 2019 (avec 1,3 % pour les plus bas et 2,6 % pour les plus élevés).

Dans ce contexte, la croissance progressera beaucoup plus vite que la croissance potentielle estimée par la plupart des instituts autour de 1,25 % (certains instituts prévoient une

accélération du fait de l'impact positif des réformes structurelles et des investissements réalisés, d'autres inscrivent une croissance potentielle plus faible). Si en 2017, l'écart de croissance – mesurant la différence entre le PIB observé et le PIB potentiel – est franchement négatif (entre -2,2 et -0,7 point de PIB potentiel), il se réduirait en 2019. Pour une majorité des instituts (parmi ceux qui nous ont fourni des données chiffrées ou des informations qualitatives), l'*output gap* se refermerait (proche de 0 ou clairement positif) et des tensions inflationnistes pourraient apparaître. Pour 4 instituts, l'*output gap* serait aux alentours de -0,7 point.

Enfin, le déficit budgétaire devrait repasser sous le seuil des 3 % du PIB dès 2017 pour la totalité des instituts. La France sortirait de la Procédure de déficit excessif en 2018. Mais malgré la vigueur de la croissance, et en l'absence d'une consolidation budgétaire plus stricte, le déficit public resterait élevé sur la période pour une majorité d'instituts.

Pétrole : du carbone pour la croissance

Par [Céline Antonin](#), [Bruno Ducoudré](#), Hervé Péléraux, Christine Rifflart, [Aurélien Saussay](#)

Ce texte renvoie à [l'étude spéciale du même nom](#) qui accompagne les Perspectives 2015-2016 pour la zone euro et reste du monde

La chute du prix du Brent de 50 % entre l'été 2014 et janvier 2015 et son maintien à un bas niveau au cours des mois suivants est une bonne nouvelle pour les économies importatrices de pétrole. Dans un contexte de faible croissance, ces évolutions se traduisent par un transfert de

richesse au bénéfice des pays importateurs nets *via* la balance commerciale, ce qui stimule la croissance et alimente la reprise. La baisse du prix des produits pétroliers augmente le pouvoir d'achat des ménages, accélère la consommation et donc l'investissement, dans un contexte où les coûts de production des entreprises sont réduits. Les exportations sont plus dynamiques, le surcroît de demande en provenance des autres économies importatrices de pétrole étant supérieur au ralentissement enregistré du côté des économies exportatrices.

Cependant, cette baisse des prix n'est pas neutre pour l'environnement. En effet, un faible prix du pétrole réduit l'attractivité des modes de transport et de production pauvres en carbone et pourrait bien ralentir la transition énergétique ainsi que la nécessaire réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES).

Ce contre-choc pétrolier n'aura toutefois des effets favorables sur la croissance des pays importateurs nets de pétrole que s'il est durable. A l'horizon de 2016, l'excès d'offre sur le marché pétrolier, alimenté par le développement passé de la production de pétrole de schiste aux États-Unis et le laisser faire de l'OPEP, se tassera. La production de pétrole non-conventionnel aux États-Unis, dont la rentabilité n'est plus assurée en deçà de 60 dollars le baril, devra s'ajuster à la baisse des prix mais le repli, attendu à partir du deuxième semestre 2015, sera insuffisant pour ramener les cours vers leur niveau d'avant le choc. Le prix du pétrole Brent pourrait rester autour de 55 dollars le baril avant d'amorcer à la fin de l'année 2015 une remontée vers 65 dollars un an plus tard. Les prix devraient rester donc inférieurs aux niveaux de 2013-début 2014, et malgré la tendance haussière à prévoir, l'impact à court terme restera positif sur la croissance.

Pour mesurer l'impact de ce choc sur l'économie française, nous disposons de deux modèles macroéconométriques *e-mod.fr* et *ThreeMe* grâce auxquels nous réalisons différents exercices de simulations. Ces modèles nous permettent également d'évaluer l'impact macroéconomique et les transferts d'activité d'un secteur à un autre ainsi que l'impact environnemental d'une consommation accrue d'hydrocarbures. Les résultats sont présentés en détail dans [l'étude spéciale](#). Il ressort qu'une baisse de 20 dollars du prix du pétrole entraîne, pour l'économie française, un surcroît de

croissance de 0,2 point de PIB la première année et de 0,1 point de PIB la deuxième, mais s'accompagne d'un coût environnemental non négligeable. Ainsi, au terme de 5 ans, cette baisse conduirait à un surcroît d'émissions de GES de 2,94 MtCO₂, soit près d'1% du total des émissions françaises en 2013. Ce volume représente pour la France près de 4% de l'[objectif européen](#) de réduction des émissions de 20% par rapport à leur niveau de 1990.

En adaptant le modèle français *e-mod.fr* aux caractéristiques de consommation, d'importations et de production d'hydrocarbures, les simulations sont étendues aux grandes économies développées (Allemagne, Italie, Espagne, Etats-Unis et Royaume-Uni). A l'exception des États-Unis, l'impact positif du contre-choc pétrolier est significatif et assez proche pour tous les pays, l'Espagne étant celui qui en bénéficie un peu plus en raison d'une intensité pétrolière plus élevée. Au final, en considérant les variations passées et prévues des prix du pétrole (hors effet taux de change), le surcroît de croissance attendu en moyenne dans les grands pays de la zone euro serait de 0,6 point en 2015 et de 0,1 point en 2016. Aux Etats-Unis, les effets positifs sont en partie contrebalancés par la crise que traverse l'activité de production de pétrole non-conventionnel^[1]. L'impact sur le PIB serait positif en 2015 (de 0,3 point) et négatif en 2016 (de 0,2 point). Il en ressort que si la baisse du prix du pétrole est bien un choc positif pour la croissance économique mondiale, cela n'est malheureusement pas le cas pour l'environnement...

[1] Voir le Post [L'économie américaine à l'arrêt au premier trimestre : l'impact du pétrole de schiste](#), d'Aurélien Saussay, du 29 avril sur le site de l'OFCE.

De la difficulté de mener des réformes structurelles en période de chômage élevé

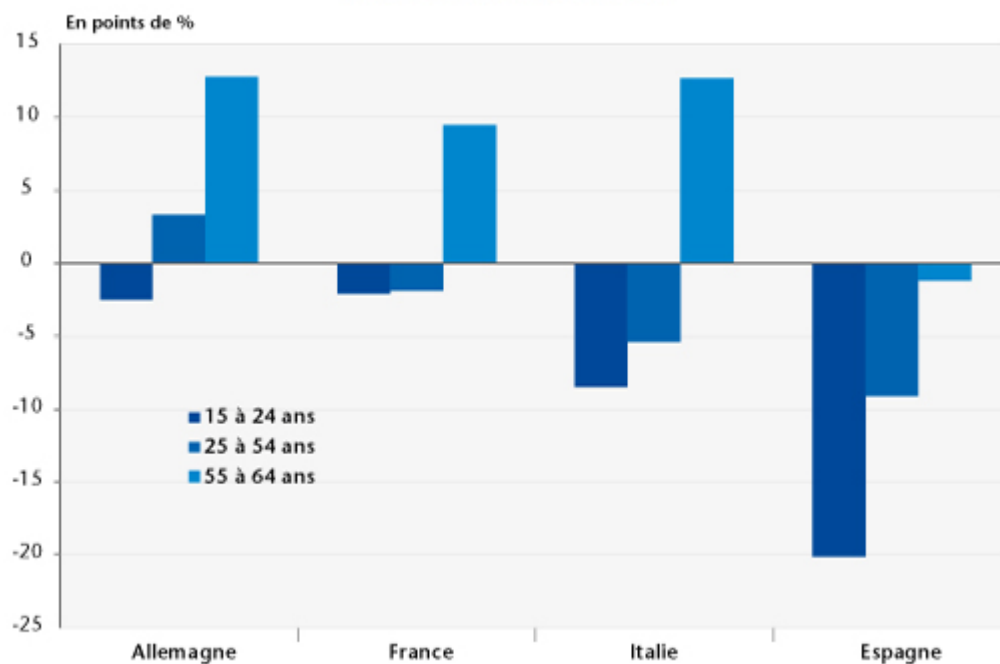
par Sabine Le Bayon, [Mathieu Plane](#), Christine Rifflart, Raul Sampognaro

Les réformes structurelles visant à flexibiliser le marché du travail sont souvent parées de toutes les vertus pour lutter contre le chômage de masse et limiter la segmentation du marché du travail entre ceux qui y sont intégrés dans des contrats stables (*insiders*) et ceux qui sont au chômage ou en contrat précaire (*outsiders*). Si, dans une économie en croissance, ces mesures peuvent faciliter les créations d'emplois au profit des *outsiders*, les résultats à en attendre peuvent être plus incertains en situation de chômage de masse et de croissance atone. En effet, les réformes structurelles peuvent réduire la dualité du marché du travail liées aux mesures réglementaires mais elles ne peuvent combattre la dualité du marché du travail inhérente au capital humain qui se renforce en période de chômage de masse : à qualification égale, c'est l'expérience qui fait la différence, et à expérience égale, c'est la qualification qui fait la différence. Le chômage élevé renforcerait donc le phénomène de « file d'attente » pour accéder aux emplois plus stables. Ainsi, les réformes structurelles visant à fluidifier le marché du travail affecteront prioritairement les salariés qui ont les qualifications et l'expérience les moins élevées sans pour autant permettre aux *outsiders* d'accéder à une situation professionnelle plus stable. De ce fait, une hausse des inégalités entre les actifs est à attendre, sans effet positif sur l'emploi du fait de la faiblesse de l'activité économique. Seul un pilotage macroéconomique intégrant l'objectif du retour au plein-emploi pourrait rendre les réformes structurelles performantes

Comme nous le montrons dans l'étude spéciale [« La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant » \(Revue de l'OFCE, n° 136, novembre 2014\)](#), la segmentation sur le marché du travail s'est accrue au cours de la crise malgré la mise en place de réformes structurelles dans les pays de la zone euro. Ainsi, depuis 2008, le taux d'emploi[\[1\]](#) des seniors et des plus qualifiés a mieux résisté que celui des autres catégories de population dans les quatre plus grands pays de la zone euro (graphiques 1 et 2).

La forte baisse du taux d'emploi des jeunes depuis 2008 est générale – y compris en Allemagne, pays où le marché de l'emploi est resté dynamique – et contraste avec la hausse du taux d'emploi des seniors (ou leur faible baisse en Espagne). L'écart entre ces deux catégories est compris entre 12 points de pourcentage en France et 21 points en Italie (15 points en Allemagne et 19 en Espagne). L'ajustement du taux d'emploi des 25-54 ans se situe dans une position intermédiaire. La résistance du taux d'emploi des seniors à la crise résulte probablement de la combinaison de deux causes : les réformes des systèmes de retraite introduites au cours des dernières années (allongement des durées de cotisation et/ou recul de l'âge légal de départ en retraite) et le coût relativement plus élevé de licenciement des seniors qui, le plus souvent, occupent des positions hiérarchiques plus élevées. Dans un contexte de crise, il est fort probable que cela ait engendré un effet de substitution de l'emploi des seniors au détriment des plus jeunes.

Graphique 1 : Variation du taux d'emploi par tranche d'âge
entre 2008 (T1) et 2014 (T2)

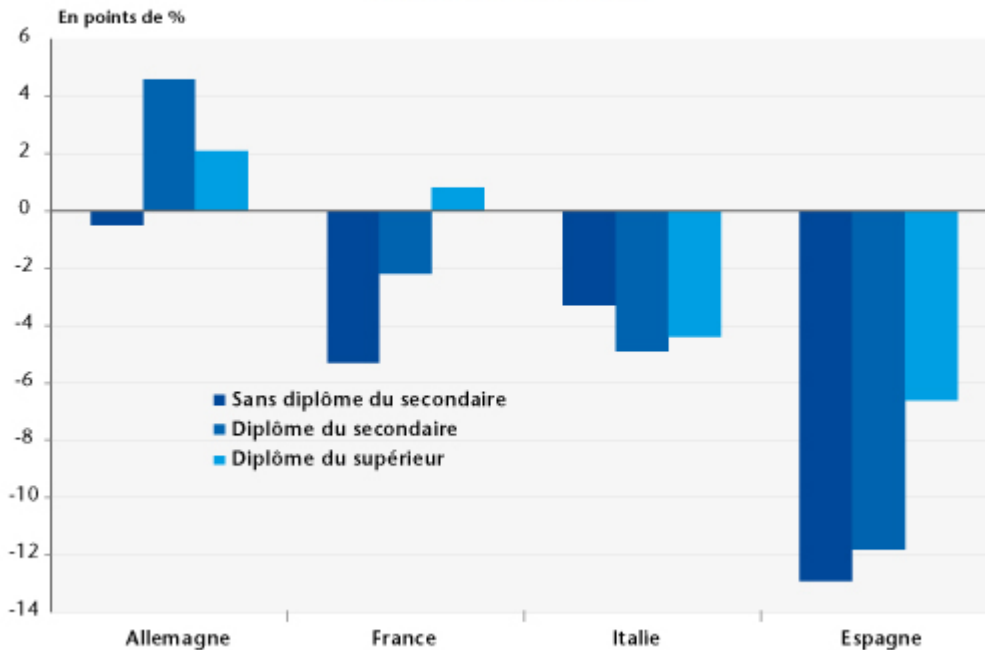


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Les ajustements des taux d'emploi ont été aussi plus marqués pour les populations sans diplôme du secondaire, à l'exception de l'Italie où le diplôme ne semble pas protéger du chômage ou de l'inactivité. En France, l'ajustement des taux d'emploi a clairement été décroissant avec le type de diplôme. En Allemagne, le taux d'emploi des moins diplômés a baissé pendant la crise alors que celui des autres catégories a augmenté. En Espagne, les diplômés du supérieur ont un taux d'emploi qui résiste mieux que les autres catégories de population. A ces évolutions différentes des taux d'emploi par catégorie de diplôme, s'ajoute le fait que les revenus salariaux en Italie, Espagne et France n'ont baissé que pour les premiers déciles de revenus salariaux. L'ajustement sur les revenus salariaux des premiers déciles s'est opéré vraisemblablement par une réduction de la durée du travail sur l'année (temps partiel, contrats temporaires de plus courte durée ou phases de chômage plus longues entre deux contrats, réduisant la rémunération moyenne sur l'année). Ainsi, dans les pays les plus touchés par la crise, les populations les plus fragiles, présentant le capital humain le plus faible, se sont retrouvées les plus exposées à la dégradation du marché

du travail, que ce soit par la baisse des taux d'emploi ou la réduction des rémunérations salariales annuelles.

**Graphique 2 : Évolution des taux d'emploi entre 2008 (T1)-T1 et 2014 (T2)
selon le niveau diplôme**



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Dans un contexte de marché du travail dégradé, en acceptant un faible déclassement, ce serait d'abord le chômeur le plus qualifié qui retrouverait un emploi, chassant celui qui aurait pu l'avoir, qui lui-même, ferait la même chose à un échelon inférieur. Ceci pourrait expliquer qu'en bout de file, les moins qualifiés soient, quelle que soit la législation du travail, victimes du chômage ou de précarité dans l'emploi.

Ainsi, l'existence d'une segmentation « spontanée » sur le marché de l'emploi et d'un phénomène de « file d'attente » peut limiter la réussite d'une stratégie de réformes structurelles et de dévaluation salariale. Dans ce cas, une plus grande flexibilité du marché du travail conjuguée à une réduction de la protection sociale pourrait accroître les inégalités entre les catégories d'actifs sans augmenter les créations d'emplois en équivalent temps plein.

[\[1\]](#) Il s'agit du ratio : emploi/population en âge de travailler.

La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant

Sabine Le Bayon, [Mathieu Plane](#), Christine Rifflart, Raul Sampognaro

Depuis le déclenchement de la crise financière en 2008 et de la crise des dettes souveraines en 2010-2011, les pays de la zone euro ont mis en place des stratégies d'ajustement destinées à restaurer la confiance des marchés et à remettre les économies sur le chemin de la croissance. Les pays les plus frappés par la crise sont ceux qui présentaient une forte dépendance aux marchés financiers et des déficits courants très élevés (Espagne, Italie mais aussi Irlande, Portugal et Grèce). Aujourd'hui, les déficits sont largement résorbés mais la zone euro est plongée dans une situation de croissance molle, aux tendances déflationnistes qui pourraient s'accroître si un changement n'est pas amorcé. A défaut d'un ajustement sur les taux de change, l'ajustement se fait sur l'emploi et les salaires. Les conséquences de cette dévaluation par les salaires, que nous résumons ici, sont plus largement décrites dans [l'étude spéciale publiée dans le dossier des prévisions de l'OFCE \(Revue de l'OFCE, n° 136, novembre 2014\)](#).

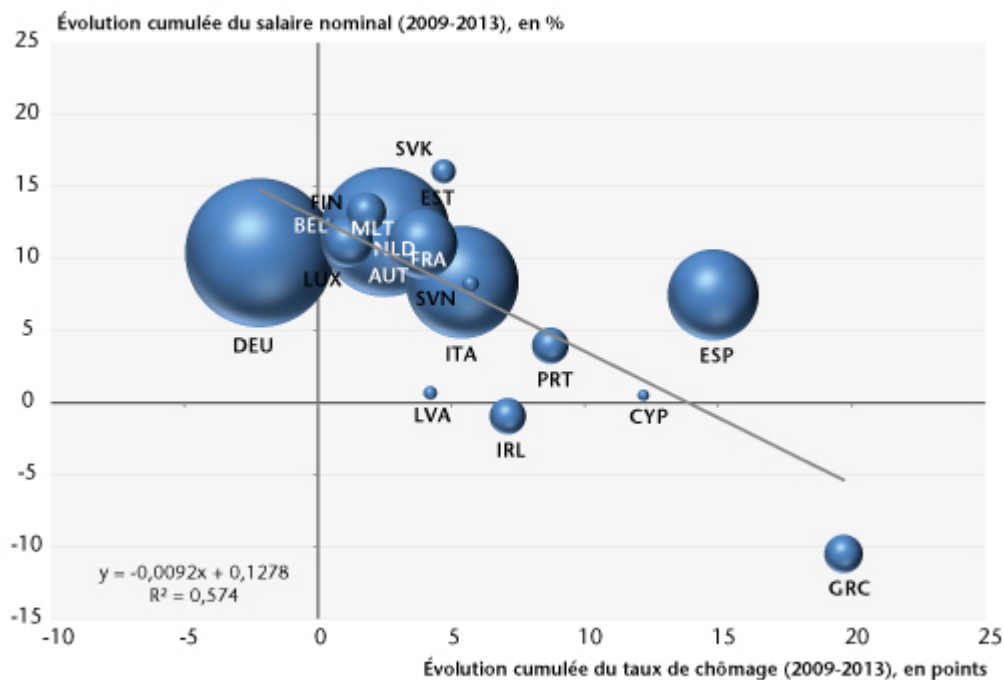
Un ajustement désormais tiré par une modération salariale

croissante...

Face à la chute de la demande, les entreprises se sont ajustées en coupant massivement dans l'emploi afin de réduire leurs coûts, ce qui a conduit à une forte augmentation du chômage. En septembre 2014, la zone euro compte 7 millions de chômeurs de plus qu'en mars 2008. La situation est particulièrement dégradée dans certains pays comme la Grèce où le taux de chômage est de 26,9 %, l'Espagne (24,2 %), le Portugal (13,8 %) ou l'Italie (12,5 %). Seule l'Allemagne se distingue par le recul de son taux de chômage, jusqu'à 5,0 % de la population active.

Conformément à ce que suggère la courbe de Phillips, l'emballement du chômage a fini par peser sur les conditions de revalorisation salariale, notamment dans les pays les plus en crise (graphique 1). Si entre 2000 et 2009, l'évolution des salaires était plus dynamique dans les pays périphériques (+3,8 % en moyenne annuelle) que dans les pays au cœur de la zone euro [\[11\]](#) (+2,3 %), la situation s'est inversée après 2010. Les rémunérations nominales ont ralenti dans les pays périphériques (+0,8 %) mais ont gardé un rythme proche de celui de l'avant-crise (+2,6 %) dans les pays au cœur de la zone. Cette hétérogénéité s'explique par l'ampleur de la dégradation du chômage différente selon les pays. Selon Buti et Turrini (2012) [\[21\]](#) de la Commission européenne, le renversement dans la dynamique des salaires serait un des principaux moteurs du rééquilibrage des soldes courants en zone euro.

Graphique 1. Évolution du taux de chômage et des rémunérations nominales par salarié



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

En outre, l'analyse des données macroéconomiques masque l'ampleur de la modération salariale en cours, les effets de la crise étant concentrés sur les populations les plus fragiles (jeunes, salariés non-diplômés) à salaires plus faibles. Or, la déformation de la structure de l'emploi en faveur des plus qualifiés et des plus expérimentés ([voir le post OFCE : " De la difficulté des réformes structurelles dans un contexte de chômage élevé](#)) pousse à la hausse les salaires moyens. Comme l'attestent plusieurs études fondées sur l'analyse de données microéconomiques[3], le dynamisme des salaires corrigés de ces effets de composition est inférieur à celui du salaire moyen.

... qui comprime la demande intérieure et s'avère peu efficace en termes de

compétitivité

Derrière cette politique d'ajustement déflationniste par les salaires, l'enjeu pour les entreprises est d'améliorer leur compétitivité et de regagner des parts de marché. Ainsi, par rapport au début de l'année 2008, les coûts salariaux unitaires (CSU) [\[4\]](#) ont baissé dans les pays les plus en crise (Espagne, Portugal et Irlande), ralenti en Italie et ont continué leur progression haussière dans les pays au cœur de la zone euro, ceux les plus préservés des tensions financières (Allemagne, France, Belgique et Pays-Bas).

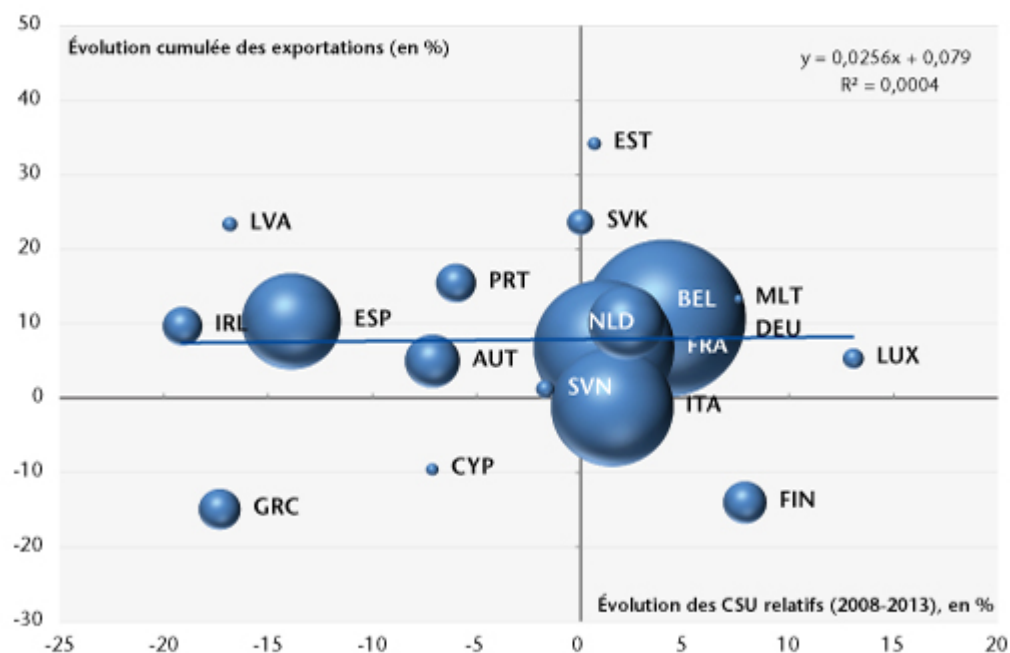
L'ajustement le plus important a eu lieu en Espagne. Déflatés de l'inflation, les CSU y ont baissé de 14 % depuis 2008, dont 13 points s'expliquent par le redressement de la productivité, obtenu au prix de coupes massives dans l'emploi. Les salaires réels n'ont augmenté que de 1 % sur la période. A l'inverse, en Italie, l'ajustement a surtout porté sur les salaires dont le pouvoir d'achat a baissé de 5 %. Toutefois, cette baisse n'a pas été suffisante pour compenser la dégradation de la productivité, et donc empêcher la hausse des CSU réels. En Allemagne, après une année 2008 marquée par le renchérissement des CSU réels, les salaires réels ont continué de progresser mais moins que les gains de productivité. En France, depuis 2009, salaires réels et productivité augmentent de concert à un rythme modéré. Les CSU, déflatés de l'inflation, sont donc stables depuis 2009 mais restent dégradés par rapport à 2008.

Bien que destinée à redresser la compétitivité des entreprises, cette stratégie s'avère doublement perdante. Tout d'abord, parce qu'ils sont menés conjointement dans l'ensemble des pays de la zone euro, ces efforts finissent par se neutraliser les uns les autres. Au final, ce sont les pays qui vont le plus loin dans cette stratégie déflationniste qui gagnent la « prime ». Ainsi, parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Espagne peut en bénéficier, en raison de la très forte réduction de ses CSU du fait de ses propres efforts mais

aussi du maintien d'un certain dynamisme salarial chez ses principaux partenaires. La France et l'Italie n'enregistrent aucun gain et l'Allemagne connaît une dégradation de ses CSU d'environ 3 % entre 2008 et 2013. Par ailleurs, si la dévaluation salariale avait dû contribuer à améliorer l'activité, elle aurait dû le faire à travers le rebond des exportations. Or, il est difficile de trouver une corrélation entre exportations et ajustements salariaux au cours de la crise (graphique 2). Ces résultats ont déjà été soulignés par [Gaulier et Vicard \(2012\)](#). Même si les pays les plus en crise (Espagne, Grèce, Portugal) ont pu gagner des parts de marché, les volumes exportés par chacun d'eux restent à court-moyen terme peu sensibles aux évolutions des coûts salariaux. Cela pourrait s'expliquer notamment par la préférence des entreprises à la reconstitution de leurs marges plutôt qu'à la baisse des prix à l'exportation. Car même dans les pays où les CSU relatifs ont fortement baissé, les prix relatifs à l'exportation ont augmenté de façon non négligeable (6,2 % en Grèce, 3,2 % en Irlande depuis 2008...).

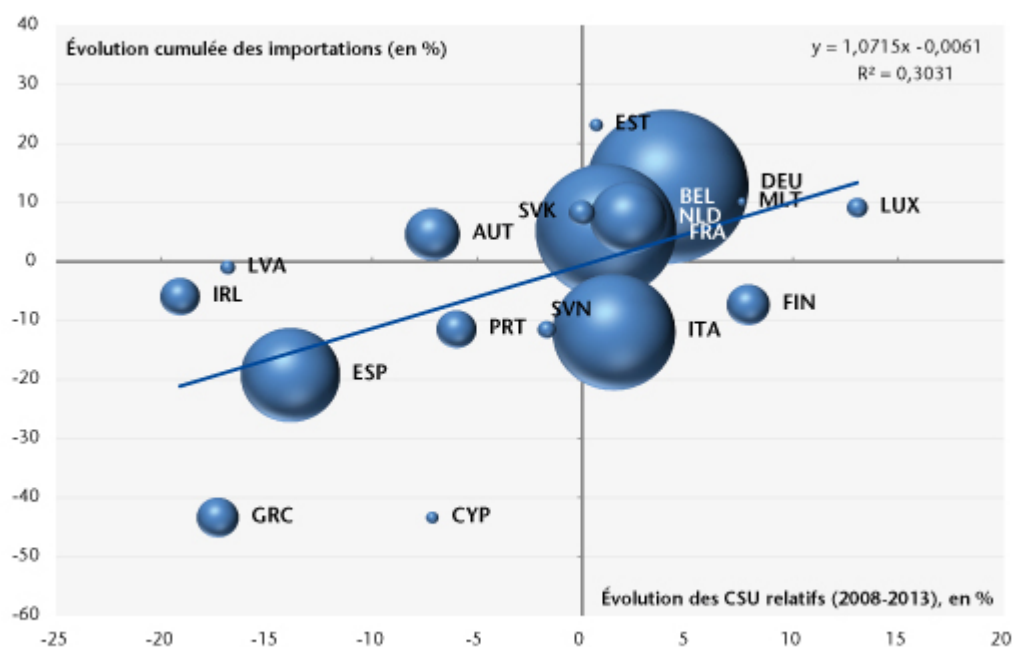
Enfin, en cherchant à améliorer leur compétitivité-coût, les entreprises réduisent leur masse salariale, que ce soit par l'emploi et/ou les salaires. La stratégie de désinflation compétitive se traduit par des pressions sur les revenus des ménages et donc sur leur demande de biens, ce qui freine la progression des importations. En effet, à l'inverse de ce que l'on observe sur les exportations, il existe une relation étroite et positive entre l'évolution des CSU relatifs et l'évolution des volumes importés sur la période 2008-2009 (Graphique 3). Autrement dit, plus l'effort d'ajustement sur les CSU a été élevé au regard des pays concurrents, plus la progression des volumes importés est faible.

Graphique 2 : Évolution des CSU relatifs et des exportations, en volume



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Graphique 3 : Évolution des CSU relatifs et des importations, en volume



Note : la taille des bulles est proportionnelle au PIB de chaque pays dans la zone euro
Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Cette stratégie non-coopérative de rééquilibrage des balances

courantes peut affecter durablement la reprise de l'activité dans un contexte où la réduction de l'endettement des acteurs, privés comme publics, sera rendu encore plus difficile si les pressions déflationnistes venaient à s'installer durablement (du fait de l'augmentation des dettes et taux d'intérêt en termes réels). Dès lors, les déséquilibres des balances courantes dans les différents pays de la zone euro sont en passe d'être résorbés *principalement* par la contraction des importations. Ainsi, la correction de ces déséquilibres par la voie de la dévaluation salariale, telle qu'elle est menée depuis 2010-2011, est doublement coûteuse : faible impact sur la compétitivité, relativement aux pays concurrents, du fait de la concomitance de la stratégie adoptée dans les différents pays de la zone euro et des risques déflationnistes accrus, rendant les conditions du désendettement plus difficiles et alimentant la possibilité d'un scénario de stagnation séculaire dans la zone euro.

[1] L'Allemagne, la France, la Belgique et les Pays-Bas. Quant aux pays périphériques, ils incluent l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce.

[2] Buti et Turrini (2012), « [Slow but steady ? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the Euro Area](#) ».

[3] Pour un comparatif de plusieurs pays de la zone euro en début de crise voir BCE (2012), « [Euro Area Labor Markets and the Crisis](#) ». Pour le cas espagnol, voir Puente et Galan (2014), « [Un analisis de los efectos composición sobre la evolución de los salarios](#) ». Enfin, pour le cas français, voir Verdugo (2013) « [Les salaires réels ont-ils été affectés par les évolutions du chômage en France avant et pendant la crise ?](#) » et Audenaert, Bardaji, Lardeux, Orand et Sicsic

(2014), « [Wage resilience in France since the Great Recession](#) ».

[4] Les coûts salariaux unitaires sont définis comme le coût du travail par unité produite. Ils se calculent comme le rapport entre la rémunération par tête et la productivité moyenne du travail.

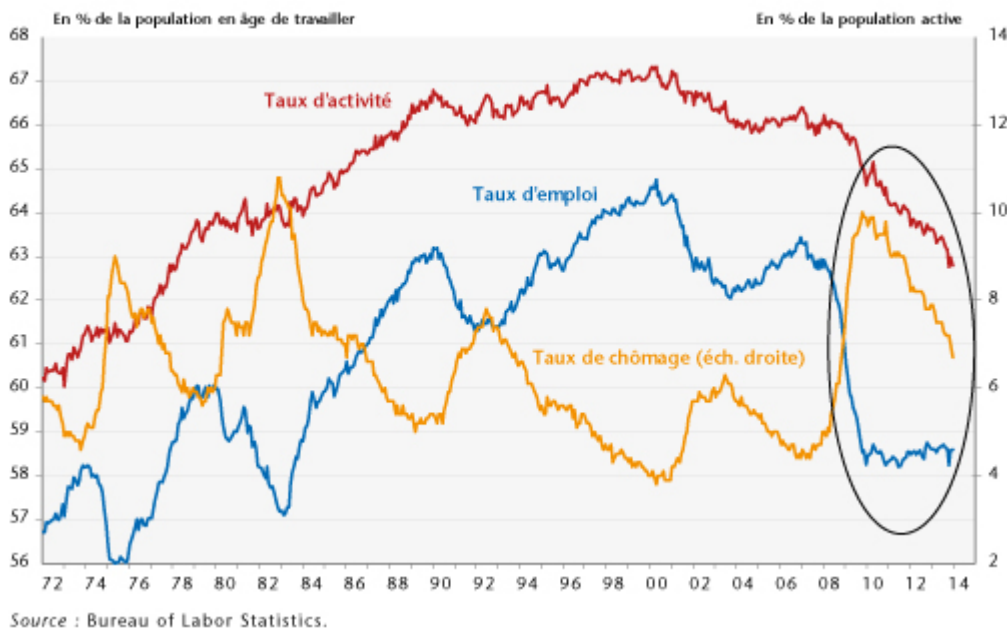
Ce que cache la baisse du taux de chômage américain

par Christine Riffart

Malgré la nouvelle décrue du taux de chômage en décembre, les données du Bureau of Labor Statistics publiées la semaine dernière confirment paradoxalement la mauvaise santé du marché du travail américain. Le taux de chômage américain a baissé de 0,3 point par rapport à novembre (-1,2 point par rapport à décembre 2012) pour terminer l'année à 6,7 %. Il a ainsi perdu 3,3 points depuis son plus haut historique d'octobre 2009 et se rapproche de plus en plus du [taux de chômage non inflationniste](#) défini par l'OCDE à 6,1 % depuis 2010. Pourtant ces résultats sont loin de refléter un raffermissement de l'emploi. Ils masquent plutôt une nouvelle dégradation de la situation.

Si le taux de chômage est l'indicateur standard pour synthétiser le degré de tensions sur le marché du travail, l'analyse peut également s'appréhender au travers de deux autres indicateurs que sont le taux d'emploi et le taux d'activité de la population et qui, dans le cas américain, donnent une toute autre vision de la situation sur le marché du travail (graphique).

Le marché du travail aux États-Unis



Ainsi, après avoir baissé de près de 5 points en 2008 et 2009, le taux d'emploi reste constant depuis 4 ans, au niveau du début des années 1980 (soit 58,6 % après un maximum à 63,4 % à la fin 2006). Dès lors, la baisse du taux de chômage reflète la décrue du taux d'activité et les chiffres du mois de décembre confirment cette tendance. Sur la période 2010-2013, ce dernier a perdu un peu plus de 2 points pour revenir fin décembre à son plus bas niveau depuis 1978 (62,8 % après un maximum à 66,4 % à la fin 2006).

Ces mauvaises performances s'expliquent par l'insuffisance des créations d'emplois dont l'effet est triple. Malgré une croissance positive du PIB – qui tranche avec la récession de la zone euro –, la demande est loin d'être suffisante pour rassurer les entreprises et redynamiser le marché du travail. Après quatre années de reprise, l'emploi n'a toujours pas retrouvé à la fin 2013 son niveau d'avant-crise. Les créations nettes d'emplois salariés dans le secteur privé sont même insuffisantes pour absorber l'augmentation démographique de la population en âge de travailler. Résultat : le taux d'emploi ne se redresse pas, il reste à son niveau plancher.

Par ailleurs, la difficulté à trouver un emploi favorise la sortie, ou retarde l'entrée ou le retour d'une partie de cette

population en âge de travailler sur le marché du travail. Cet effet, connu en économie, est qualifié d'effet de flexion : les jeunes sont incités à étudier plus longtemps, les femmes à rester à leur domicile après avoir élevé leurs enfants, et des chômeurs découragés cessent de chercher un emploi. Or, malgré la reprise de la croissance économique et des créations d'emploi, cet effet de flexion a continué de jouer à plein en 2013. Car si la baisse du taux d'activité s'était infléchie en 2011 et 2012 – la croissance de la population active était redevenue positive mais restait inférieure à celle de la population en âge de travailler –, elle s'est accélérée en 2013 avec le repli de la population active. Durant le second semestre 2013, 885 000 personnes se sont en effet détournées du marché du travail, en raison notamment du durcissement du contexte économique et social.

La réticence des entreprises à réembaucher s'inscrit dans un contexte économique particulièrement tendu. Le choc fiscal du début de l'année 2013 a pesé sur l'activité : la croissance du PIB est passée de 2,8 % en 2012 à 1,8 % environ attendu pour 2013. Cet ajustement budgétaire va encore se durcir en 2014. Au-delà des coupes drastiques (liées aux séquestrations^[1]) dans les dépenses de l'Etat, un certain nombre de mesures exceptionnelles mises en place depuis 2008-2009, destinées aux ménages les plus pauvres et aux chômeurs de longue durée (3,9 millions sur 10,4 millions de chômeurs) arrivent à leur terme et ne sont pas reconduites. Selon les estimations du CPBB, 1,3 million de chômeurs, qui avaient épuisé leur droit aux allocations de base (sur 26 semaines) et qui bénéficiaient d'une extension exceptionnelle, se trouvent sans ressources depuis le 1^{er} janvier 2014 du fait du non renouvellement de la mesure, et presque 5 millions de chômeurs devraient être concernés d'ici à la fin de l'année.

Dès lors, le risque est que cette situation place un nombre croissant de personnes en situation de pauvreté. Selon le Census Bureau, le taux de pauvreté se situe depuis 2010 à 15

%. Or, toujours selon le [CBPP](#), les allocations chômage auraient évité à 1,7 million de personnes de sombrer dans la pauvreté. La fragilisation de la situation des chômeurs de long terme et le désengagement d'une partie de la population du marché du travail sont bien les conséquences directes d'un marché du travail atone, ce que ne reflète pas la baisse ininterrompue du taux de chômage.

[1] Voir [Le casse-tête budgétaire américain](#) du 9 décembre 2013.

Le casse-tête budgétaire américain

Par Christine Rifflart

Avant le 13 décembre prochain, le *Budget Conference Committee* doit présenter les résultats de ses discussions lancées à la suite du *shutdown* et de la crise de la dette du mois d'octobre 2013. L'objectif des négociations : permettre le vote du Budget 2014 au Congrès, dont l'année fiscale a démarré le 1^{er} octobre dernier[1] et trouver une alternative aux coupes automatiques dans les dépenses du gouvernement fédéral qui devraient s'appliquer au 1^{er} janvier 2014. Un accord ne semble pas hors d'atteinte. Même si l'opposition entre républicains et démocrates reste vive, la raison devrait l'emporter et le risque d'une nouvelle crise budgétaire semble exclu. Au pire, une nouvelle *Continuing Resolution*[2] sera votée permettant le

fonctionnement des institutions et laissant l'arbitraire des coupes budgétaires automatiques dans les dépenses structurelles conduire la politique du gouvernement. Au mieux, les négociations aboutiront à des coupes raisonnées sur ces dépenses, voire à des hausses de certaines recettes qui assoupliront alors la violence de l'ajustement, violence amplifiée par l'arrivée à terme de mesures exceptionnelles de soutien aux revenus et à l'activité prises au cœur de la crise.

Les marges de négociations sont étroites. Sur l'année fiscale 2013, le déficit de l'ensemble du secteur public atteint 7 % du PIB – après 12,8 % sur l'année fiscale 2009, et le déficit du gouvernement fédéral affiche 4,1 % du PIB – après 9,8 %. La dette fédérale représente actuellement 72,7 % du PIB et continue d'augmenter. Par ailleurs, la croissance reste faible : 2,2 % en moyenne annuelle depuis la reprise de 2010 et 1,8 % attendu en 2013, et surtout insuffisante pour redynamiser le marché de l'emploi. Dès lors, comment mener une politique budgétaire de soutien à la croissance sur fond de rigueur budgétaire, de réduction des déficits et surtout de respect des engagements antérieurement actés par le Congrès [\[3\]](#), notamment du *Budget Control Act of 2011* ? A la suite de la crise du plafond de la dette fédérale en juillet 2011, le président Obama signait le 2 août 2011 le *Budget Control Act of 2011* qui conditionnait le relèvement du plafond de la dette fédérale à une réduction massive des dépenses publiques sur 10 ans. En plus de l'introduction de plafonds sur les dépenses discrétionnaires [\[4\]](#), 1200 milliards de dollars de coupes automatiques (*sequestrations*) dans les dépenses ont été prévus sur la période 2013-2021 selon un principe de parité entre les budgets de la défense et hors défense. Ont été exemptés un certain nombre de programmes sociaux (assurance vieillesse, programme Medicaid, garanties de revenu...) tandis que les coupes du programme Medicare, destiné aux personnes âgées, ont été limitées à 2 %. Au total, les coupes s'appliquent sur un peu moins de la moitié des

dépenses du gouvernement fédéral et représentent 109 milliards par an d'économies réalisées sur le déficit, soit 0,6 % du PIB.

Sur l'année fiscale 2014, selon le [CBO](#), la combinaison de ces deux mesures (dépenses discrétionnaires plafonnées et coupes automatiques dans les budgets non protégés) ainsi que la reconduction du montant des crédits de 2013 à 2014 (donc un budget constant en nominal), conduisent à des coupes dans les dépenses discrétionnaires de 20 milliards de dollars qui devront être intégralement supportées par le Pentagone. Sur cette base, si les coupes sont maintenues, les dépenses discrétionnaires des budgets de la défense et hors défense auront baissé respectivement de 17 % et 17,8%, en termes réels entre 2010 et 2014.

Mais en plus de ces coupes brutales, d'autres programmes, dont ceux principalement destinés aux ménages à bas revenus, vont connaître en 2014 une réduction de leur budget du fait de l'arrivée à échéance des mesures exceptionnelles dont ils bénéficiaient jusqu'alors. Ainsi, le programme d'extension de l'allocation chômage créé le 30 juin 2008 pour les chômeurs ayant épuisé leurs droits (*Emergency Unemployment Compensation*) se termine au 1^{er} janvier 2014. Cet arrêt devrait frapper 4 millions de personnes si rien n'est envisagé.

C'est également le cas du programme SNAP (*Supplemental Nutrition Assistance Program*) qui avait bénéficié dans le cadre de l'*American Recovery and Reinvestment Act* de 2009 de ressources supplémentaires qui se sont éteintes au 1^{er} novembre dernier. Or, 47,7 millions de bénéficiaires (soit 15 % de la population) ont reçu des bons alimentaires cette année. Selon le [CBPP](#), cette baisse de 7 % des ressources du programme devrait se traduire par un recul de 4 millions du nombre de bénéficiaires.

Autre exemple, le programme des aides au logement pour les 2,1

millions de familles qui ne peuvent se loger dignement devrait être affecté lui aussi par l'arrivée à échéance des rallonges budgétaires instituées en 2009 et les coupes automatiques. Si les budgets ne sont pas reconduits, entre 125 000 à 185 000 des familles bénéficiaires à la fin 2012 ne percevront plus les aides à la fin 2014.

Selon les informations actuellement disponibles, un accorda *minima* du *Budget Conference Committee* semble se dessiner. Les coupes dans le budget de la défense pourraient être validées[5] tandis que d'éventuelles hausses de redevances de services publics permettraient de financer des rallonges budgétaires pour certains programmes sociaux, et d'alléger l'impact des coupes automatiques. En avril dernier, le Président Obama avait présenté devant le Congrès son Projet de Budget 2014. Il proposait à l'époque de supprimer les procédures de coupes automatiques, de réduire à long terme la dette par une vaste réforme budgétaire, et à plus court terme, de différer une partie des restrictions budgétaires 2014 sur les années fiscales 2015 et 2016 afin de soutenir la croissance. L'accord qui sera vraisemblablement présenté au Congrès d'ici le 13 décembre ne devrait pas avoir cette ambition. Face aux républicains (majoritaires à la Chambre des représentants) partisans d'économies supplémentaires, les démocrates (majoritaires au Sénat) vont avoir du mal à défendre une hausse des dépenses publiques en 2014 et empêcher que la politique budgétaire soit aussi pénalisante pour la croissance cette année qu'elle ne l'a été en 2013.

[1] A défaut d'avoir été adopté par le Congrès, le budget 2014 est depuis le 16 octobre financé par une *Continuing Resolution* (voir note 2) sur la base des montants du budget 2013. La résolution agit rétroactivement à partir du 1^{er} jour de l'année

fiscale 2014, soit le 1^{er} octobre 2013, et jusqu'au 15 janvier 2014.

[2] Une *Continuing Resolution* est une résolution provisoire adoptée par le Congrès qui permet de reconduire les crédits alloués l'année fiscale précédente à l'année fiscale en cours, en attendant que soient votés les nouveaux crédits.

[3] Selon le [CBPP](#), si l'on considère l'ensemble des mesures de réduction du déficit prises depuis 2010 dans le Budget 2011, le *Budget Control Act of 2011* et l'*American Taxpayer Relief Act* de 2012, l'impact cumulé sur le déficit serait de 4000 milliards sur la période 2014-2023, soit l'équivalent de 24 % du PIB de 2013.

[4] Les dépenses discrétionnaires (33 % des dépenses fédérales) sont les dépenses dont les budgets sont votés sur une base annuelle à la différence des dépenses obligatoires (61 %) qui sont assises sur des programmes faisant l'objet d'une loi antérieure. La politique budgétaire du gouvernement, côté dépenses, est principalement assise sur l'évolution des dépenses discrétionnaires, qui sont des dépenses structurelles.

[5] Les dépenses liées à la défense ont déjà baissé de 13,1 % en termes réels, entre le troisième trimestre 2010 et le troisième trimestre 2013.

Pas de surprise du côté de la Fed*

par Christine Riffart

Sans grande surprise, lors de sa réunion des 29 et 30 octobre, le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis a décidé de maintenir ses mesures non conventionnelles et de laisser inchangé son taux des fonds fédéraux. Depuis la fin de l'année 2012, la Réserve fédérale procède en effet à des achats massifs de titres (obligations publiques et titres de dette hypothécaire) au rythme de 85 milliards de dollars par mois. L'objectif est de faire pression sur les taux longs et soutenir l'activité, y compris sur le marché immobilier.

Par ailleurs, la Réserve fédérale, engagée dans une stratégie de transparence et de communication qui vise à ancrer les anticipations des investisseurs, n'a fait que confirmer le maintien du taux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation anticipée à l'horizon d' 1 à 2 ans ne sera pas supérieure d'un demi-point à l'objectif d'inflation de long terme, fixé à 2 %, et que les anticipations d'inflation de long terme resteront stables. Selon nos prévisions d'octobre (voir [Etats-Unis : la croissance plafonnée](#)), le taux de chômage, de 7,2 % en septembre pourrait atteindre 6,9 % fin 2014. Enfin, l'inflation, à 1,5 % au troisième trimestre 2013, ne dépasserait pas 1,8 % en 2014. Dans ces conditions, aucune hausse n'est attendue avant le deuxième semestre 2015. La politique restera donc particulièrement accommodante.

Les incertitudes portaient davantage sur le retrait effectif des mesures non conventionnelles qui maintiennent les taux longs à des niveaux artificiellement bas. Annoncé en mai dernier, l'arrêt ou la réduction de ces mesures est attendu par les marchés, ces mesures n'ayant pas vocation à durer. Entre mai et septembre 2013, les investisseurs privés ou publics étrangers avaient anticipé le début du retrait et s'étaient défaussés d'une partie de leurs titres. Cet afflux de titres avait fait chuter les prix et entraîné une hausse d'un point des taux longs publics en quelques semaines. Mais

la fragilité de la croissance, l'insuffisance des créations d'emploi et surtout l'exercice de communication dans lequel se sont lancées les Banques centrales pour rassurer les marchés financiers ont éloigné au fil des mois, la date d'application de ce retrait des achats. Les taux longs ont à nouveau baissé, et encore plus ces dernières semaines après la crise budgétaire d'octobre.

Si, rétrospectivement, il apparaît que l'anticipation d'un retrait des mesures non conventionnelles était prématurée, il n'en demeure pas moins que la question du *timing* se pose. Dans son communiqué, le Comité précise que la décision dépendra des perspectives économiques tout autant que de l'évaluation coût / bénéfice du programme. Or, le paysage économique ne devrait pas s'améliorer dans les prochains mois. Si le Congrès parvient à un accord budgétaire avant le 13 décembre, celui-ci se fera assurément sur la base de coupes dans les dépenses publiques. Ce nouveau choc budgétaire viendra freiner encore la croissance et pénaliser davantage le marché du travail. L'émission de nouveaux titres de dette, contrainte en 2013 par le plafond légal de la dette, progresserait alors très lentement en 2014 du fait des ajustements budgétaires. Face à cette modération de l'offre de titres, la Réserve fédérale pourrait réduire ses achats au profit des autres investisseurs. L'équilibre sur le marché des titres pourrait alors être maintenu sans baisse brutale du prix des actifs.

Cette normalisation des instruments de politique monétaire ne devrait pas tarder. Mais elle n'est pas sans risque car une brusque hausse des taux longs n'est pas exclue. Les marchés sont volatiles et l'épisode des mois de mai et juin l'a rappelé. Mais une grande partie du mouvement est déjà intégré par les marchés. La Réserve fédérale devra donc amplifier sa stratégie de communication (en annonçant à l'avance par exemple la date et l'ampleur du retrait) si elle veut réussir le difficile exercice d'équilibriste de maintien d'une politique monétaire très accommodante tout en levant

progressivement ses mesures exceptionnelles de bas taux d'intérêt. On fait l'hypothèse que l'exercice sera réussi. Les taux longs publics de 2,7 % au troisième trimestre 2013, ne devraient pas dépasser 3,5 % à la fin de 2014.

*Ce texte s'appuie sur l'étude « Politique monétaire : est ce le début de la fin ? » à paraître prochainement dans [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

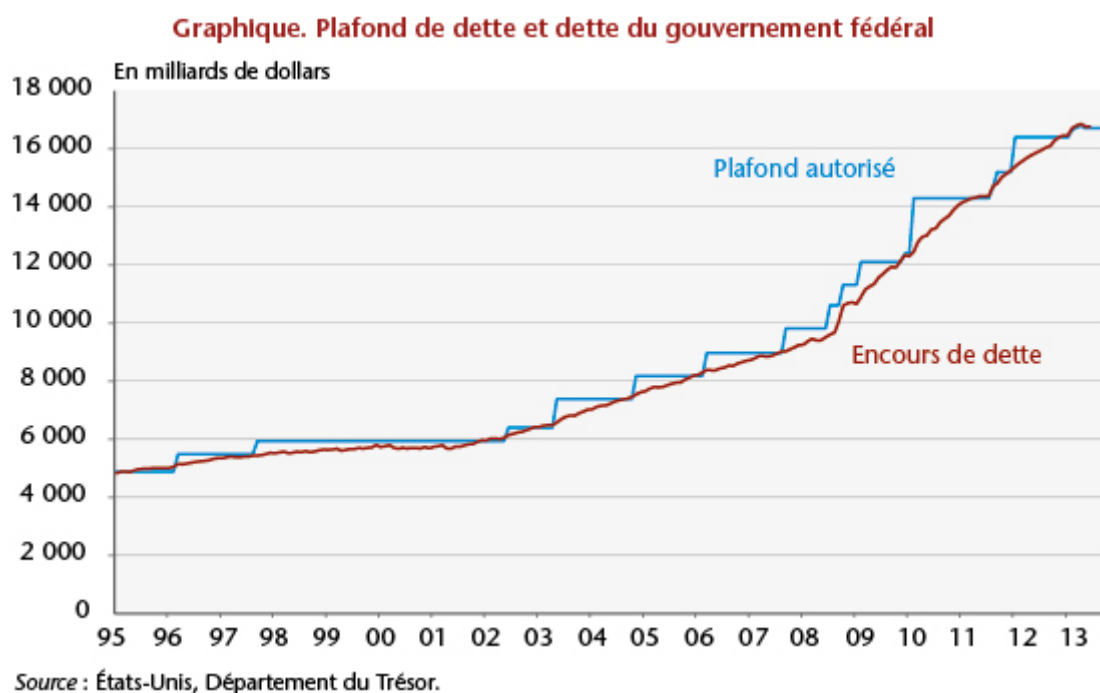
Le déclin de l'Empire américain

par Christine Riffart

Après deux semaines de [shut down](#), et au bord de la cessation de paiement si aucun accord durable n'est trouvé avant la fin octobre, l'administration américaine est confrontée à une combinaison de crises sans précédent. Les coupes brutales sur les dépenses non votées dans le budget 2014 dont l'exercice fiscal a commencé le 1er octobre vont porter un coup fatal à la croissance du quatrième trimestre. La menace d'un défaut de paiement agite les marchés financiers, inquiète à juste titre les détenteurs de bons du Trésor et autres titres publics et fait planer le doute d'une nouvelle crise financière qui serait autrement plus grave pour l'économie mondiale que la crise de 2008. Enfin, le pays est en train de sombrer dans une crise institutionnelle sans précédent dont on a du mal à imaginer une issue positive. Car la proposition faite vendredi par les républicains (voir [article du Financial Times](#) du 11 octobre) de relever le plafond de dette pendant une période de six semaines pour désamorcer la crise autour du défaut aura

fait long feu, puisque dès samedi elle était rejetée par le Président (voir [article](#) du 12 octobre). Cet épisode est apparu davantage comme une secousse supplémentaire à ce séisme qui n'en finit pas qu'un début de réponse crédible à la situation.

Pour commencer, il faut rappeler que le plafond de la dette est la limite statutaire fixée par le Congrès sur le montant d'emprunts que le Trésor peut émettre pour satisfaire à ses obligations légales (remboursement de la dette fédérale, paiement des intérêts, dépenses budgétaires, ...). Dans la mesure où le budget voté par le Congrès est en déficit, il génère un besoin de financement qui doit être couvert par une nouvelle dette[1]. Si la dette atteint la limite autorisée, le Trésor ne peut plus émettre de nouveaux titres, sauf dans la limite où d'anciens titres arrivent à maturité. Le Congrès doit alors relever le plafond de dette pour permettre l'application de la politique budgétaire, ou bien voter un budget qui dégage un excédent budgétaire primaire suffisant pour couvrir les obligations légales du Trésor. C'est bien dans cette problématique que se trouve actuellement l'administration américaine.



Depuis le 19 mai 2013[2], le plafond de la dette est atteint. Ne pouvant plus émettre de nouvelles dettes, le Trésor finance ses opérations par des mesures exceptionnelles (en recourant notamment aux réserves des Fonds de pension des fonctionnaires du gouvernement fédéral, du service postal, ou encore du Fonds de Stabilisation des changes) lesquelles, selon le [Secrétaire américain au Trésor](#), seront épuisées le 17 octobre.

Au-delà, le Trésor ne devrait plus disposer que de ses recettes fiscales perçues quotidiennement et d'un peu de cash pour continuer à honorer ses engagements normalement. La cessation de paiement pourrait être prononcée entre le 18 octobre et le 1er novembre, selon le [Bipartisan Policy Center](#). Le *Congressional Budget Office* situe cette date au 22 octobre.

Tableau. Principaux engagements budgétaires à très court terme

Date d'échéance	Montants estimés (en milliards de dollars)	Engagements
15 octobre	2	Prestations sociales
23 octobre	12	Prestations sociales
24 octobre	57	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	115	Renouvellement de dette arrivant à maturité
31 octobre	6	Paiement des intérêts sur la dette
1 ^{er} novembre	58	Prestations sociales et salaires des militaires
14 novembre	12	Prestations sociales
15 novembre	29	Paiement des intérêts sur la dette

Source : Bipartisan Policy Center.

La proposition d'un relèvement du plafond de dette pendant six semaines devait reporter d'autant l'échéance d'un défaut et donner du temps au Congrès pour négocier un nouveau budget. Mais cela changeait-il vraiment la donne ?

Même en l'absence d'un vote au Congrès, d'importantes dépenses sont déjà engagées sur le budget 2014. Ainsi, dans la [version révisée du Budget du Président](#) de juillet dernier, sur les 3 642 milliards de dollars de dépenses fédérales prévues, 2 236 milliards sont des dépenses obligatoires (*mandatory programs*), principalement au titre des programmes sociaux (sécurité sociale, Medicare, Medicaid), 614 milliards sont destinés à la Défense et ont été votées dans les précédents budgets, et 222 milliards sont des charges d'intérêts. Or, les

recettes fiscales étant insuffisantes pour couvrir ces dépenses déjà actées, le Trésor devra s'endetter pour les financer et sans relèvement suffisant du plafond, il ne pourra pas le faire.

L'objectif des républicains est donc bien de revenir sur les programmes sociaux. Mais là non plus le Congrès ne peut revenir sur des programmes qui ont déjà été votés et dont il a pris l'engagement de les respecter.

On voit bien la guerre politique qui se joue désormais. Le plafond de la dette s'est placé au cours des deux dernières années, au cœur de la politique budgétaire américaine^[3] pour devenir aujourd'hui un puissant outil d'injonction. Pis encore, un outil d'injonction contradictoire ! Le refus du Congrès de relever le plafond de la dette contraint le Trésor et le gouvernement américain à enfreindre leurs obligations respectives. Le Congrès se soustrait à la responsabilité budgétaire qui est la sienne soit en n'autorisant pas le Trésor à financer des dépenses qu'il a lui-même votées, soit en reniant ses propres engagements. Ce faisant, il force le Président Barack Obama à s'engager dans une crise politique majeure autour de l'interprétation de la constitution et de la séparation des pouvoirs qu'elle implique.

Dès lors, si les républicains restent aussi fermés sur leurs objectifs de réduction des dépenses publiques, ce ne sont pas six semaines qui vont changer la nature du conflit. Les fondements mêmes des institutions sont attaqués. Au-delà des conséquences dramatiques que cette crise pourra avoir aux niveaux économique et financier, c'est bien tout l'édifice de la puissance américaine qui vacille.

[1] Dette_t – Dette_{t-1} = Solde budgétaire primaire_t + taux d'intérêt_t * Dette_{t-1}

[2] Le 31 décembre 2012, le plafond était atteint et le 4 février 2013, le Président signait le *No Budget, No Pay Act* qui supprimait cette contrainte pendant une période de deux mois. Réintroduit le 19 mai sur la base de l'ancien plafond augmenté du montant des nouveaux emprunts réalisés entre le 4 février et le 18 mai 2013, le nouveau plafond a été fixé à 16 699 milliards de dollars. Mais, dès sa remise en application, le nouveau plafond a posé problème puisqu'il correspondait par construction au montant de la dette fédérale existant à cette date.

[3] Le relèvement du plafond signé le 2 août 2011 par le Président dans le cadre du *Budget Control Act of 2011* était directement lié à l'engagement de réduire de 1 200 milliards de dollars les dépenses budgétaires à l'horizon de 10 ans, et dont les premiers effets ont commencé en mars dernier avec les coupes automatiques (séquestrations).