

La zone euro écartelée

par [Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#), Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie de la zone euro](#).

Après six trimestres de baisse, le PIB de la zone euro a renoué avec la croissance au deuxième trimestre 2013. Ce redémarrage de l'activité est un signal positif que corroborent également les enquêtes de conjoncture. Il montre que la zone euro a cessé de s'enfoncer dans les profondeurs de la dépression. Il serait cependant prématuré de conclure que la reprise est enclenchée, car ce niveau de croissance trimestriel (0,3 %) est insuffisant pour entraîner une décrue significative du chômage. En octobre 2013, le taux de chômage se stabilise à un niveau record de 12 % de la population active. Surtout, la crise laisse des stigmates et crée de nouveaux déséquilibres (chômage, précarité et déflation salariale) qui seront autant de freins à la croissance à venir, en particulier dans certains pays de la zone euro.

Plusieurs facteurs permettent d'anticiper un redémarrage de l'activité qui devrait perdurer au cours des prochains trimestres. Les taux d'intérêt souverains de long terme ont baissé, notamment en Espagne et en Italie. Cela témoigne de l'éloignement de la menace d'un éclatement de la zone euro et ce, en partie grâce au soutien conditionnel annoncé par la BCE il y a un peu plus d'un an (voir [Amis des acronymes : voici l'OMT](#)). Surtout, l'austérité budgétaire devrait s'atténuer parce que la Commission européenne a accordé des délais supplémentaires à plusieurs pays, dont la France, l'Espagne ou les Pays-Bas, pour résorber leur déficit budgétaire (voir [ici](#) pour un résumé des recommandations formulées par la Commission européenne). Par les mêmes mécanismes que nous avons décrits dans nos précédentes prévisions, il résulte de cette moindre

austérité (-0,4 point de PIB d'effort budgétaire en 2013 contre -0,9 en 2013 et -1,8 en 2012) un peu plus de croissance. Après deux années de récession en 2012 et 2013, la croissance s'établirait à 1,1 % en 2014.

Cependant, cette croissance sera insuffisante pour effacer les traces laissées par l'austérité généralisée mise en œuvre depuis 2011 et qui a précipité la zone euro dans une nouvelle récession. En particulier, les perspectives d'emploi ne s'améliorent que très lentement car la croissance est trop faible. Depuis 2008, la zone euro a détruit 5,5 millions d'emplois et nous n'anticipons pas une franche reprise des créations nettes d'emploi. Le chômage pourrait diminuer dans certains pays mais cette baisse s'expliquera principalement par des retraits d'activité de chômeurs découragés. Dans le même temps, la réduction de l'austérité ne signifie pas qu'il n'y aura plus d'austérité. A l'exception de l'Allemagne, les efforts de consolidation budgétaire se poursuivent dans tous les pays de la zone euro. Qu'elle passe par la réduction des dépenses publiques ou par une hausse de la pression fiscale, les ménages supporteront l'essentiel du fardeau de l'ajustement. Dans le même temps, la persistance d'un chômage de masse continuera à alimenter les pressions déflationnistes déjà à l'œuvre en Espagne ou en Grèce. Dans ces pays, l'amélioration de la compétitivité qui en résulte stimulera les exportations, mais au prix d'une demande interne de plus en plus affaiblie. La paupérisation des pays du sud de l'Europe va donc s'accroître. En 2014, la croissance dans ces pays sera de nouveau inférieure à celle de l'Allemagne, l'Autriche, de la Finlande ou de la France (tableau).

Par conséquent, la zone euro deviendra de plus en plus hétérogène, ce qui pourrait cristalliser les opinions publiques des différents pays contre le projet européen et rendre la gouvernance de l'union monétaire encore plus difficile tant que les intérêts nationaux divergeront.

Tableau. Croissance dans la zone euro

En %

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

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

La crise sur un plateau

par [Xavier Timbeau](#)

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

Six années après le début de la crise financière et économique, l'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 (tableau 1) aurait pu laisser espérer la fin du marasme. Certes, la crise des dettes souveraines en zone euro est terminée, ce qui constitue une étape importante, mais, 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 dans la zone – la crainte du défaut sur les dettes publiques ou privées – peuvent faire replonger à tout instant les économies, des États-Unis comme de l'Europe, du Royaume-Uni comme celle du Japon.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

| | Poids ¹ dans le total | PIB en volume | | |
|-----------------|-------------------------------------|---------------|------|------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 |
| EUZ | 15,5 | -0,5 | -0,4 | 0,9 |
| GBR | 3,2 | 0,1 | 1,3 | 1,7 |
| USA | 20,8 | 2,8 | 1,5 | 2,4 |
| Japon | 6,3 | 2,0 | 2,0 | 1,0 |
| Pays développés | 53,5 | 1,3 | 0,9 | 1,7 |
| Monde | 100 | 2,8 | 2,5 | 3,1 |

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

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

La crise est globale et 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 dont le poids dans la masse globale de dette publique est faible. 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 suscite beaucoup d'interrogations quant à la sortie de crise. La politique monétaire est au cœur de cette incertitude : les mesures extraordinaires mises en place retiennent-elles les économies au bord du gouffre ? 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 économique, mesurée par le PIB de l'ensemble de la zone euro, ne se contracte plus. Pour autant, la situation de sous-activité ne se résorbe pas. Or, tant que les économies restent en situation de sous-activité, les effets de la crise persistent et se diffusent au cœur des sociétés. Que l'on observe le PIB par tête, les écarts de production ou le chômage, les indicateurs nous décrivent un plateau, largement en deçà de 2007. Ainsi, la persistance du chômage au-dessus de son niveau d'équilibre gonfle-t-elle les cohortes de chômeurs

non-indemnisés ou de longue durée. Le niveau élevé du chômage pèse sur la cohésion sociale et menace les sociétés bâties sur l'intégration par le travail. 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 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 et dont les salaires finissent par être affectés ou qui sont contraints d'accepter des conditions de travail dégradées. C'est ainsi que l'Europe du Sud s'engage dans la déflation salariale et, par le jeu de la concurrence, y entraînera les pays voisins.

Cette absence de reprise ne doit pas surprendre. Un programme généralisé et massif de consolidation budgétaire a été conduit dans les pays développés. Le cumul des impulsions de 2008 à 2013 permet de faire le bilan de la stimulation des économies pendant la récession de 2008/09 puis de la consolidation qui a suivi (tableau 2).

Tableau 2. 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 |
| 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.

Le débat sur les multiplicateurs budgétaires, à partir 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. Une grande part de l'écart de production en 2013 résulte de la consolidation budgétaire. Il n'y a pas d'effet permanent de la crise sur l'activité, mais la conséquence d'une austérité budgétaire sans précédent.

Les pays développés se sont engagés dans cet effort de consolidation sous la pression des marchés financiers, relayée par les autorités européennes. La crainte de difficultés pour financer la dette publique (dont le renouvellement se fait dans des proportions importantes chaque année et dont la maturité est de l'ordre de 10 ans dans les pays développés), voire la crainte de perte de l'accès au financement, s'est matérialisée par une 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 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 alternative 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.

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 et réduction du

chômage, maintien des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme bien tempéré. 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. En zone euro, elle repose sur un engagement crédible des États membres vers l'assainissement budgétaire à moyen terme et un engagement de la Banque centrale européenne pour que les écarts de taux soient réduits au maximum. La discipline budgétaire par les marchés ne fonctionne pas, il faut lui opposer la volonté politique de la stabilité économique.

France-Allemagne : y-a-t-il un dividende démographique ?

par Vincent Touzé

Grace à un taux de natalité élevé, la France vieillit moins vite que l'Allemagne. Selon Eurostat, la population française devrait dépasser la population allemande à partir de 2045. La France pourrait ainsi devenir une championne européenne. Mais dans quelle mesure faut-il parler d'un dividende démographique ?

Certes, le renouvellement des générations est important. Il permet de maintenir une taille de population active suffisante pour faire face au coût social (retraite, santé et dépendance) des personnes âgées qui vivent de plus en plus longtemps. En ce sens, la France devrait faire mieux que l'Allemagne. Mais la croissance démographique porte également son lot d'inconvénients. En effet, dans un contexte de rareté des ressources, la taille de la population est avant tout un

diviseur des quantités disponibles par tête. Par exemple, sur un marché du travail rationné qui peine à conserver les postes offerts en raison de problèmes de débouchés et de coûts de production insuffisamment compétitifs au niveau international, la dynamique de la population active se compte aussi en nombre de chômeurs. Pour éviter un tel écueil, un marché du travail plus efficient assis sur une économie prospère devient indispensable. Le dividende démographique dépend autant de la capacité productive des nouvelles générations de travailleurs que de leur taille.

La dernière [Note de l'OFCE \(n°35 du 11 octobre 2013\)](#) compare les performances relatives de la France par rapport à l'Allemagne sur la période 2001-2012. Cette étude montre que les évolutions économiques récentes ont été nettement favorables à l'économie allemande. Malgré un avenir démographique radieux, la France s'est embourbée dans une croissance faible et un chômage de masse qui frappe massivement les jeunes. Le dividende démographique tarde donc à venir.

Shut down : l'Amérique sur la selle

par Christine Riffart

Un Etat qui demande à plus d'un tiers de ses fonctionnaires de rester chez eux parce qu'il ne peut plus les payer est dans une situation critique. Quand il s'agit des Etats-Unis, c'est le monde entier qui s'inquiète.

L'absence d'un accord sur le budget 2014, dont l'exercice

légal a débuté mardi 1^{er} octobre 2013, illustre le bras de fer au Congrès entre démocrates et républicains. Ces tensions budgétaires ne sont pas nouvelles : aucun budget n'a été voté depuis 2011 et l'administration fédérale a fonctionné jusqu'alors à coup de *continuing resolutions* qui permettent de débloquer, de façon provisoire, les financements nécessaires à son fonctionnement et à ses opérations. Aujourd'hui, le blocage est d'une autre ampleur et une partie de l'administration doit fermer ses portes, faute de financement. Cette situation exceptionnelle n'est pas inédite : 17 *shut downs* ont eu lieu depuis 1976, les deux derniers sous l'administration Clinton avaient duré respectivement une semaine (du 13 au 18 novembre 1995) et trois semaines (du 15 décembre 1995 au 6 janvier 1996).

Selon l'Office of Management and Budget, sur les 2,1 millions de salariés du gouvernement fédéral, plus de 800 000 sont interdits de service pendant que d'autres doivent venir travailler, sans garantie d'être payés. Par exemple, sont concernés par l'interdiction de travailler 97 % des salariés de la NASA, 93 % de l'agence de protection de l'environnement, 87 % du Ministère du Commerce, 90 % des services des impôts... Chacun d'eux a pu recevoir [une lettre du Président](#) disant son amertume. Concrètement, cela signifie aussi qu'une partie des services sociaux n'est plus assurée, les plateformes téléphoniques des administrations sont fermées, les monuments et les 368 parcs nationaux ne sont plus ouverts au public, les nouvelles demandes de prêts subventionnés, d'aides au logement, de garanties de prêts ne sont plus examinées, les services du gouvernement sont fermés :



U.S. Department of Commerce

Bureau of Economic Analysis

Due to the lapse in government funding,
www.bea.gov will be unavailable until further
notice. This includes access to all data and the e-
File system.

We sincerely regret this inconvenience.

Additional information can be found at [link to PDF](#).

Updates regarding government operating status and resumption of normal operations
can be found at www.usa.gov.

Sont épargnés néanmoins les services vitaux et les programmes dont le financement n'est pas lié au vote du budget annuel (*mandatory spending*) qui comptent pour plus de 60 % des dépenses hors charges d'intérêt et représentent 12,7 % du PIB. Certains programmes de sécurité sociale (Medicare, Medicaid), le service postal, la sécurité nationale, les opérations militaires sont ainsi protégés du *shut down*, dans la limite néanmoins où ceux-ci ne sont pas affectés par les restrictions de leur personnel dont les salaires sont pris sur le budget 2014.

Une autre crise politico-budgétaire se profile : le gouvernement pourrait être mis en défaut de paiement à partir du 17 octobre si le plafond de la dette autorisé n'est pas relevé. Cette situation d'attente attise la nervosité des marchés financiers et la dureté du climat politique au sein du Congrès ne laisse pas présager d'une fin honorable dans ce que les médias qualifient de *chicken game* [1]. En 1995, pourtant, Clinton était sorti vainqueur de cette crise contre les républicains et avait été réélu en 1996, malgré la majorité

des républicains au Congrès.

En attendant la sortie de crise, l'économie pourrait être durement touchée. En cas de non-paiement des salaires et traitements des fonctionnaires fédéraux, le manque à gagner serait en moyenne de plus de 1 500 dollars par semaine pour chaque famille concernée. Pour l'ensemble des 2,1 millions de fonctionnaires fédéraux, cela représente 0,08 % du PIB trimestriel. Sur trois semaines, cela fait 0,25 % du PIB de revenus en moins dans l'économie au quatrième trimestre. Le Congrès pourrait cependant voter le paiement rétroactif des salaires. C'est ce qui a été généralement exécuté lors des précédents *shut downs*.

Mais surtout, cela est sans compter la désorganisation de l'économie. En considérant sur une base annuelle que la moitié des dépenses discrétionnaires du gouvernement fédéral (soit 37 % des dépenses fédérales ou 7,6 % du PIB) [\[2\]](#) est affectée par le blocage car financée sur le budget 2014, ce manque à dépenser représente 0,15 point de PIB par semaine. Compte tenu de la désorganisation impliquée par la fermeture des administrations (on applique un multiplicateur budgétaire de 1,5), l'effet sur la croissance pourrait alors avoisiner au moins 0,22 point de PIB par semaine. Si la crise dure 3 semaines, l'impact sur le PIB du quatrième trimestre serait d'au moins 0,7 point de PIB. De quoi faire passer l'économie américaine en récession à la fin de l'année !

D'autres estimations existent. L'Office of Management and Budget avait évalué le [coût des shut downs de 1995](#) (du 13 au 18 novembre 1995 puis du 15 décembre au 6 janvier 1996) à 1,4 milliard de dollars d'alors (soit 0,5 % du PIB trimestriel). Sur la base des *shut downs* de 1995, [Goldman Sachs](#) évalue à 8 milliards de dollars le coût hebdomadaire pour l'économie américaine, soit un impact de 0,2 % sur le PIB du quatrième trimestre. L'agence Moody's Analytic Inc. estime un impact de 0,35 % point de PIB trimestriel par semaine de *shut down*.

Si la crise budgétaire ne dure que quelques jours, les répercussions sur l'économie française seront minimales : on évalue à 0,17 % la baisse de la croissance française si la croissance américaine se réduit d'1 %. Mais si le blocage dure plusieurs semaines et se superpose à la crise sur le plafond de la dette publique dont la date butoir est proche, les conséquences pourraient alors être tout autres. Les deux crises (blocage budgétaire et défaut de paiement de la dette publique) se combineraient et s'alimenteraient l'une l'autre, comme le souligne ce [post du New York Times](#). On imagine à peine la panique sur les marchés financiers, la hausse des taux d'intérêt qui en résulterait et la dégringolade du dollar. Ce serait alors une toute autre histoire...

[1] Dans la théorie des jeux, le *chicken game* (ou jeu de la poule mouillée) est un jeu d'influence entre deux joueurs dans lequel aucun ne doit céder. Ainsi, dans le cas d'une course automobile frontale, la poule mouillée est le conducteur qui sort de sa trajectoire pour éviter la mort due à la collision des deux voitures.

[2] Une grande partie des dépenses du Ministère de la Défense sont votées sur une base pluri-annuelle et ne sont pas soumises à restriction du fait de ce blocage. Or, les dépenses du Ministère de la Défense comptent pour plus de la moitié de ces dépenses discrétionnaires. Par ailleurs, les autres dépenses (*mandatory outlays*) ne sont pas financées sur des crédits soumis au vote du Budget.

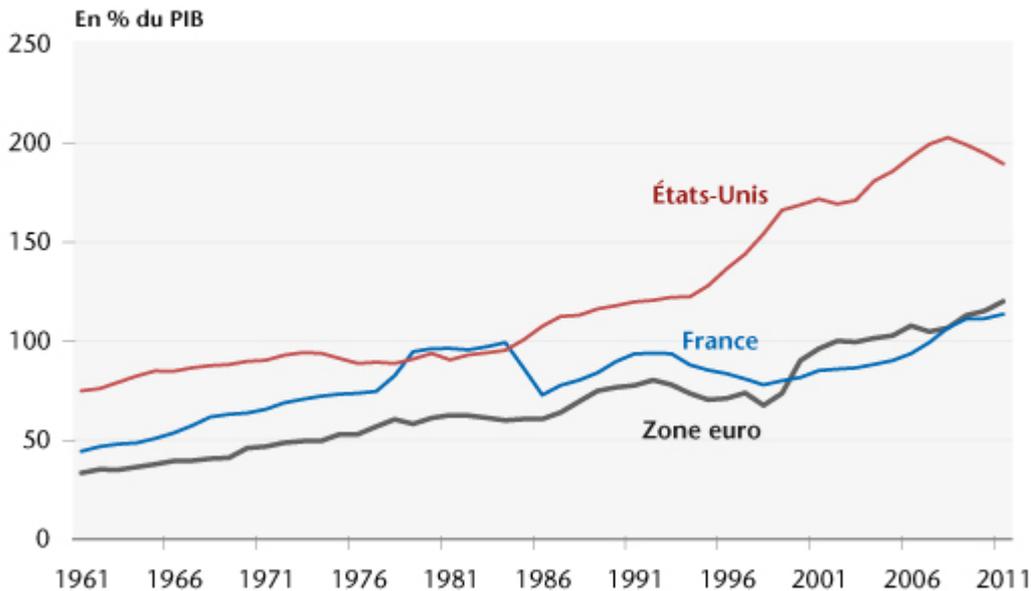
Trop de finance tue-t-il la croissance ?

par [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

Existe-t-il un niveau optimal de financiarisation de l'économie ? Un document de travail du [FMI](#) écrit par Arcand, Berkes et Panizza (2012) s'intéresse à cette question et tente d'évaluer empiriquement ce niveau. Il met en avant les effets négatifs engendrés par une financiarisation trop approfondie.

La financiarisation renvoie à la place prise par les services financiers dans une économie et par conséquent au niveau d'endettement des agents économiques. Traditionnellement, l'indicateur du niveau de financiarisation se mesure en calculant le ratio entre les crédits au secteur privé et le PIB. Jusqu'au début des années 2000, cet indicateur ne prenait en compte que les crédits octroyés par les banques de dépôt, mais le développement du *shadow banking* ([Bakk-Simon et al., 2012](#)) incite dorénavant à prendre également en compte les prêts accordés par l'ensemble des institutions financières. Cet indicateur nous permet d'appréhender l'intermédiation financière ([Beck et al., 1999](#))[1]. Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la financiarisation dans la zone euro, en France et aux Etats-Unis depuis les années 1960. Cette dernière a plus que doublé dans les trois économies. Avant le déclenchement de la crise des *subprime* à l'été 2007, les crédits accordés au secteur privé dépassaient 100% du PIB dans la zone euro et 200% aux Etats-Unis.

Graphique. Crédits accordés au secteur privé par les banques et autres institutions financières



Source : Banque Mondiale.

Arcand, Berkes et Panizza (2012) se demandent dans quelle mesure la place de plus en plus prépondérante prise par la finance a un impact sur la croissance économique. Pour comprendre l'intérêt de ce papier, il est utile de rappeler les divergences existantes dans les conclusions de la littérature empirique. Une partie, la plus prolixe, mettait en évidence jusqu'à récemment une causalité positive entre développement financier et croissance économique ([Rajan et Zingales, 1998](#), ou [Levine, 2005](#)) : le secteur financier est un lubrifiant de l'économie qui permet une meilleure allocation des ressources et l'émergence de firmes innovantes. Ces enseignements tirés de modèles de croissance (endogène notamment) sont confirmés par des comparaisons internationales incluant des pays en développement dotés de petits secteurs financiers.

Certains auteurs, plus sceptiques, estiment que le lien finance-croissance économique est surestimé ([Rodrik et Subramanian, 2009](#)). [De Gregorio et Guidotti \(1995\)](#) mettent notamment en avant que ce lien est ténu, voire inexistant, dans les pays développés et suggèrent qu'à partir d'une certaine richesse économique, le secteur financier ne

contribue plus que marginalement à améliorer l'efficacité des investissements. Il abandonne son rôle de facilitateur de la croissance économique pour se concentrer sur sa propre croissance ([Beck, 2012](#)). Cela génère de grands groupes bancaires et financiers de type « too big to fail » permettant à ces entités de prendre des risques exagérés tout en se sachant couverts par les autorités publiques. Leur fragilité se transmet rapidement à l'ensemble des autres groupes et à l'économie dans son ensemble. La crise des *subprime* a bien montré la puissance et l'ampleur de ces effets de corrélation et de contagion.

Pour tenter de réconcilier ces deux courants, plusieurs travaux supposent une relation non linéaire entre financiarisation et croissance économique. C'est le cas de l'étude d'Arcand, Berkes et Panizza (2012). Ils expliquent, dans le cadre d'une méthodologie en panel dynamique, la croissance du PIB par tête par l'intermédiaire des variables usuelles de la théorie de la croissance endogène (à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation) et ajoutent à leur modèle les crédits au secteur privé et cette même variable élevée au carré, afin de tenir compte d'une potentielle non-linéarité. Ils parviennent ainsi à montrer que :

1. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé est positive ;
2. la relation entre la croissance économique et les crédits au secteur privé élevés au carré (c'est-à-dire l'effet des crédits au secteur privé lorsqu'ils sont à un niveau élevé) est négative ;
3. pris ensemble, ces deux éléments indiquent une relation concave – une courbe en cloche – entre la croissance économique et les crédits au secteur privé.

La relation entre croissance et finance est donc positive

jusqu'à un certain niveau de financiarisation, et au-delà de ce seuil, les effets de la financiarisation commencent progressivement à devenir négatifs. Suivant les différentes spécifications estimées par Arcand, Berkes et Panizza (2012), ce seuil (en part de PIB) est compris entre 80% et 100% de crédits accordés au secteur privé[2].

Alors que le niveau de financiarisation des économies développées se situe au-dessus de ces seuils, ces conclusions incitent à contrôler le développement de la financiarisation et l'efficacité marginale que celui-ci peut avoir sur l'économie. De plus, l'argument des lobbys bancaires, selon lequel réguler la taille et la croissance du secteur financier aurait un impact négatif sur la croissance des économies concernées, n'est pas corroboré par les données dans le cas des pays développés.

[1] S'il peut sembler succinct, car ne rendant pas compte de la désintermédiation, l'utilisation de cet indicateur se justifie par sa disponibilité au niveau international qui permet des comparaisons. Par ailleurs, les enseignements qu'il nous apporte seraient certainement amplifiés avec un indicateur protéiforme de la financiarisation.

[2] [Cecchetti et Kharroubi \(2012\)](#) précisent que ces seuils ne doivent pas être perçus comme des cibles mais davantage comme des « extrema » à n'atteindre qu'en période de crise. En période « normale », il conviendrait dès lors que les niveaux d'endettement soient plus faibles afin de laisser une certaine marge de manœuvre aux économies en cas de crise.

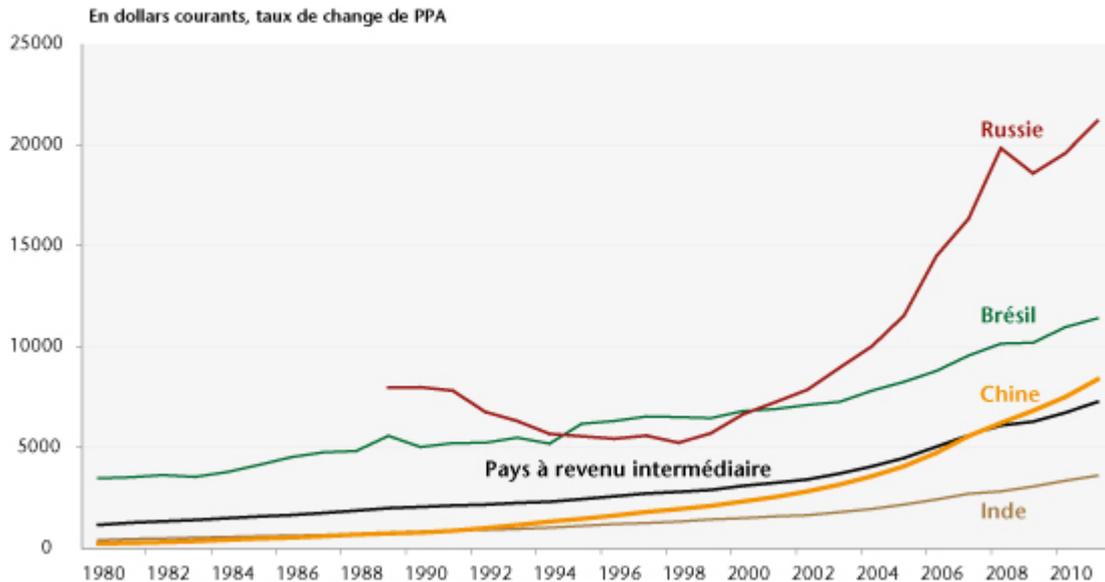
Quand la jeunesse brésilienne rêve d'autre chose que de foot...

par Christine Rifflart

La hausse du prix des transports publics n'a pas été appliquée plus de deux semaines mais elle a allumé le feu de la révolte et amorcé un nouveau virage dans ce qu'il est convenu d'appeler le « modèle de développement brésilien ». Aspirant à des services publics de qualité (éducation, santé, transports, ...), la nouvelle classe moyenne qui s'est formée au cours de la dernière décennie revendique ses droits et rappelle au gouvernement que les sommes englouties pour l'accueil des grands événements sportifs (Coupe du Monde de 2014, Jeux Olympiques de 2016) ne doivent pas être dépensées au détriment des autres priorités, surtout quand la croissance n'est plus au rendez-vous et que la contrainte budgétaire appelle à réaliser des économies.

Depuis 10 ans, la croissance brésilienne s'est accélérée : elle est passée de 2,5 % en moyenne par an dans les décennies 1980 et 1990 à presque 4 % entre 2001 et 2011. Mais surtout, elle a, pour la première fois, bénéficié à une population traditionnellement exclue de ses bienfaits. Jusqu'alors, la faible progression du revenu par tête allait de pair avec le renforcement des inégalités (supérieur à 0,6 sur la période, le [Coefficient de Gini](#) est l'un des plus élevés au monde) et la hausse du taux de pauvreté – qui a dépassé 40 % pendant les années 1980. Avec la fin de l'hyperinflation vaincue par le « Plan Real » de 1994, la croissance a repris mais est restée fragile du fait de la succession de chocs externes qui sont venus frapper le pays (conséquences de la crise asiatique de 1997 et de la crise argentine de 2001).

Évolution du revenu par habitant des BRIC et des pays à revenu intermédiaire selon la Banque mondiale

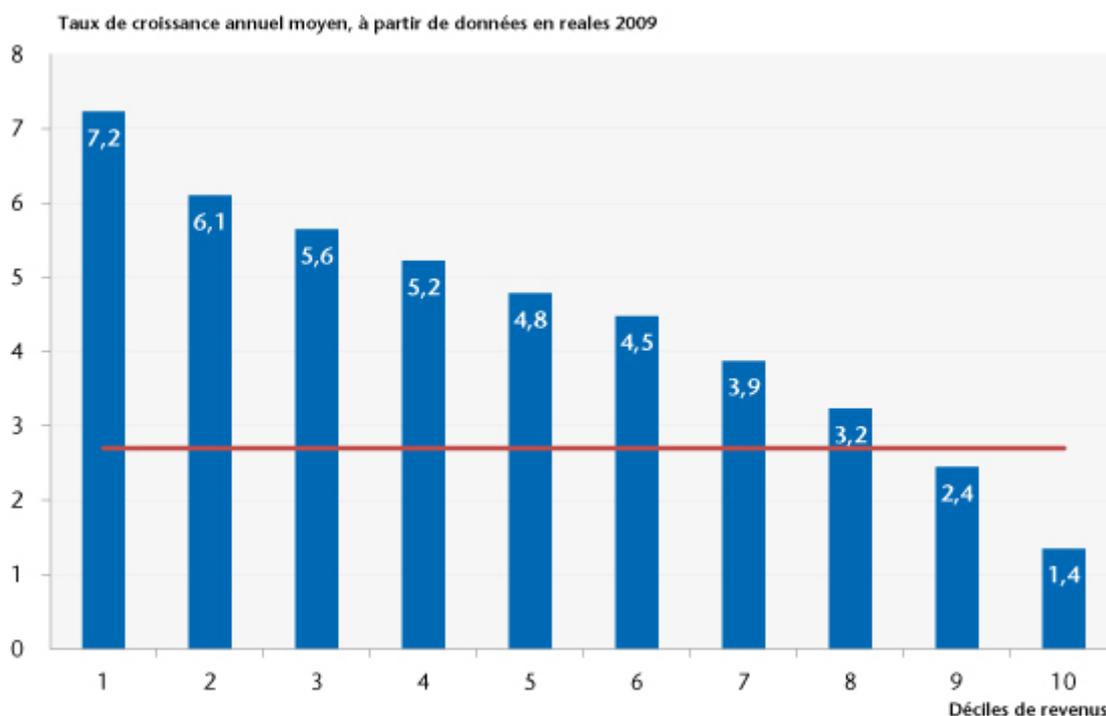


Source : Banque mondiale.

L'arrivée de Lula à la présidence le 1^{er} janvier 2003 a marqué un véritable tournant dans cette dynamique de croissance (graphique 1). Poursuivant à la fois l'orthodoxie libérale en matière de gestion macro-économique et de stabilisation financière de son prédécesseur F. H. Cardoso (à la différence de l'Argentine par exemple), le nouveau gouvernement a mis à profit la reprise de la croissance pour mieux répartir les richesses du pays et tenter d'éradiquer la pauvreté. Selon les enquêtes réalisées auprès des ménages, le revenu réel par ménage a progressé en monnaie nationale de 2,7 % par an entre 2001 et 2009 et le taux de pauvreté a reculé de près de 15 points, pour atteindre 21,4 % de la population en fin de période. De plus, le revenu réel des huit premiers déciles, en particulier celui des 20 % de la population la plus pauvre, a augmenté beaucoup plus vite que le revenu moyen (graphique 2). Au final, 29 millions de Brésiliens ont rejoint les rangs de la nouvelle classe moyenne qui compte désormais 94,9 millions d'individus (soit 50,5 % de la population) tandis que la classe à revenu supérieur a accueilli 6,6 millions de Brésiliens supplémentaires (et représente désormais 10,6 % de la population). A l'inverse, la population pauvre a baissé de 23 millions, et représente 73,2 millions d'individus en 2009.

En termes de revenu, cette nouvelle classe moyenne accapare désormais 46,2 % des revenus distribués, soit plus que la catégorie la plus riche qui a vu sa part diminuer à 44,1 %[\[1\]](#).

Progression sur la période 2001-2009 des revenus réels des ménages brésiliens par décile



Note : la ligne rouge est la progression du revenu réel moyen par tête: elle est de 2,7 % sur la période.
Source : IPEA.

Cette nouvelle configuration de la société brésilienne modifie les modes de consommation et les aspirations, notamment en termes d'éducation, d'accès aux soins, d'infrastructures, ... Mais si la consommation des ménages s'est accélérée depuis 10 ans (notamment en biens durables) et a stimulé l'investissement privé, ce vent de démocratisation pose un sérieux défi pour le gouvernement. Car si la hausse du tarif des transports publics a pu être rapidement annulée, l'offre de nouvelles infrastructures et l'amélioration de la qualité des services publics dans un pays grand comme 15 fois la France ne se fait pas en un jour. En 2012, sur 144 pays enquêtés, le [World Economic Forum \(pp 116-117\)](#) situait le Brésil à la 107^e place pour la qualité de ses infrastructures et à la 116^e place pour la qualité de son système éducatif. Les

autorités doivent donc adroitement rebondir sur cette demande légitime de la population, notamment de la jeunesse[2].

Le pays dispose d'atouts importants pour y faire face et stimuler les investissements : un cadre politique et macroéconomique stable, des finances publiques saines, un endettement extérieur inférieur à 15 % du PIB, des réserves de changes abondantes, la confiance des marchés financiers ainsi que des investisseurs directs étrangers, et bien sûr des richesses naturelles variées et abondantes, tant agricoles (soja, café, ...) que minières (minerai de fer, houille, zinc, bauxite, ...) et énergétiques (hydroélectricité, pétrole).

Mais les difficultés à relever restent nombreuses. Actuellement, la croissance fait défaut alors même qu'elle bute sur les capacités de production. En 2012, elle n'a été que de 0,9 % (insuffisante pour accroître le revenu par tête) et, même si l'investissement repart, les prévisions pour 2013 sont régulièrement révisées à la baisse, autour de 3 %. Simultanément, l'inflation accélère, alimentée par de fortes tensions sur le marché du travail (à 5,5 %, le taux de chômage est très bas) et une productivité qui stagne depuis 2008. A 6,5 % en mai, l'inflation est sur le haut de la fourchette autorisée par les autorités monétaires. Pour respecter sa cible de 4,5 %, plus ou moins 2 points de moins, la banque centrale a remonté en avril dernier son taux directeur de 7,25 % à 8 %. La politique monétaire reste malgré tout très accommodante – l'écart du taux directeur avec le taux d'inflation n'a jamais été aussi bas – et la modération de la croissance devrait avoir raison des tensions inflationnistes. Par ailleurs, ce relatif soutien de la politique monétaire à l'économie est contrebalancé par une politique de consolidation budgétaire qui se poursuit. Après un excédent primaire de 2,4 % du PIB en 2012, l'objectif est de le maintenir à 2,3 % cette année. La dette nette du secteur public continue de baisser. De 60 % il y a dix ans, elle est passée à 43 % en 2008 et atteignait 35 % en avril dernier.

Cette quasi-stagnation de la croissance tient notamment à un grave problème de compétitivité qui ampute le potentiel de croissance du pays. Dans un contexte de conjoncture internationale morose, la hausse des coûts de production et une monnaie qui apparaît surévaluée se traduisent par une chute des performances à l'exportation, une frilosité de l'investissement et un recours accru aux importations. Le solde courant s'est dégradé de 1 point de PIB en un an pour atteindre 3 % en avril dernier.

Pour résorber ce problème d'offre, la banque centrale du Brésil intervient de plus en plus pour contrer les effets néfastes des entrées de capitaux – attirés par les taux d'intérêt élevés – sur le taux de change tandis que le gouvernement cherche à doper l'investissement. Inférieur à 20 % du PIB depuis plus de 20 ans et plutôt proche de 15 % entre 1996 et 2006, celui-ci est structurellement insuffisant pour entraîner l'économie sur une trajectoire de croissance vertueuse. Pour mémoire, le taux d'investissement a été au cours des 5 dernières années de 44 % en Chine, de 38 % en Inde et de 24 % en Russie. Pour amener le taux d'investissement autour d'une cible de 23-25 %, le gouvernement a mis en place en 2007 un Programme d'accélération de la croissance (PAC) basé sur la réalisation de grandes infrastructures. En 4 ans, les investissements publics sont passés de 1,6 % du PIB à 3,3 %. En 2011 a été lancée la deuxième phase du PAC qui prévoit d'y consacrer un budget d'1 % du PIB par an pendant 4 ans. A cela s'ajoutent d'autres programmes d'investissement dont les retombées, décevantes en 2012, devraient néanmoins aider à résoudre une partie des problèmes. Mais les efforts restent insuffisants. Selon une étude de Morgan Stanley de 2010 [\[3\]](#), le Brésil aurait besoin d'investir dans les infrastructures 6 à 8 % du PIB chaque année pendant 20 ans pour rattraper le niveau des infrastructures de la Corée du Sud, et 4 % pour rattraper celui du Chili, référence en la matière en Amérique du Sud !

En améliorant l'offre productive et en stimulant la demande

par la hausse de l'investissement public, l'objectif des autorités est donc bien de rattraper une partie du retard accumulé par le passé. Mais est-il possible de mener à bien des projets d'investissements de grande ampleur tout en poursuivant une politique de désendettement quand la dette publique nette est proche de 35 % du PIB ? Les autorités doivent accélérer le jeu des réformes pour mobiliser les investisseurs privés, notamment en favorisant le développement d'une épargne nationale de long terme (réforme des retraites, ...) et, ce qui va de pair, en stimulant l'intermédiation financière. Le volume de crédits accordés par le secteur financier au secteur non financier ne représentait que 54,7 % du PIB en mai dernier. Un peu moins de la moitié sont des crédits fléchés (crédit rural, Banque nationale de développement, ...) et à des taux d'intérêt largement subventionnés (0,5 % en terme réel contre 12 % pour les crédits non aidés aux entreprises, et 0,2 % contre 27,7 % respectivement pour les particuliers). Mais l'Etat doit également réformer une administration publique lourde et corrompue.

Le Brésil est un pays émergent depuis plus de quatre décennies. Avec un revenu de 11 500 dollars PPA par habitant, il est temps que ce grand pays passe à l'âge adulte en proposant les standards de qualité des services publics des pays développés et en recentrant son nouveau modèle de développement sur cette nouvelle classe moyenne dont les besoins restent à couvrir.

[1] Voir [The Agenda of the New Middle Class | Portal FGV](#) sur le site de la Fondation Gétulio Vargas.

[2] <http://www.oecd.org/eco/outlook/48930900.pdf>

[3] Voir l'étude de Morgan Stanley [Paving the way](#), 2010.

Quels ont été les freins à la croissance depuis 2010 ?

par [Eric Heyer](#) et Hervé Péléraux

A la fin de l'année 2012, cinq ans après le début de la crise, le PIB de la France n'est toujours pas revenu à son niveau antérieur (graphique 1). Dans le même temps, la population active en France a augmenté continûment et le progrès technique n'a pas cessé d'accroître la productivité des travailleurs. Nous sommes donc plus nombreux et plus productifs qu'il y a 5 ans alors que la production est moindre : l'explosion du chômage observé est le symptôme de ce désajustement. Pour quelles raisons la reprise entrevue en 2009 s'est-elle étouffée mi-2010 ?



Le principal facteur de l'étouffement de la reprise est la politique d'austérité mise en place en France et en Europe dès 2010, puis accentuée en 2011 et en 2012 (tableau 1). Les effets de cette politique de rigueur sont d'autant plus marqués qu'elle est générale dans l'ensemble des pays de la zone euro. Les effets restrictifs internes se cumulent avec ceux qui résultent du freinage de la demande adressée par les partenaires européens. Alors que 60 % des exportations de la France sont à destination de l'Union européenne, la stimulation extérieure s'est quasiment évanouie à la mi-2012, moins du fait du ralentissement de la croissance mondiale qui reste voisine de 3 %, mais en conséquence des mauvaises performances de la zone euro, au bord de la récession. Cette politique est à l'origine du déficit de croissance, avec un freinage apparent dès 2010 (-0,7 point), freinage qui s'est

accentué en 2011 et en 2012 (respectivement -1,5 et -2,1 points) du fait de l'intensification de la rigueur et de l'existence de multiplicateurs budgétaires élevés. En effet, la mise en place dans une période de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire appliquées simultanément dans l'ensemble des pays européens et alors que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont très faibles (taux d'intérêt réel proche de zéro), concourt à élever la valeur du multiplicateur. Il existe d'ailleurs aujourd'hui un consensus large sur le fait que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont élevés d'autant plus que le plein emploi est encore hors d'atteinte (voir [Heyer \(2012\)](#) pour une revue de la littérature sur les multiplicateurs). Le débat théorique sur la valeur du multiplicateur et le rôle des anticipations des agents doit s'effacer devant le constat empirique : les multiplicateurs sont positifs et supérieurs à 1.



Au frein budgétaire est venu s'ajouter l'effet de conditions monétaires restrictives : l'assouplissement de la politique monétaire – visible notamment dans la baisse des taux d'intérêt directs – est loin d'avoir compensé l'effet négatif sur l'économie du durcissement des conditions d'octroi de crédit ainsi que de l'élargissement du *spread* entre les investissements privés et les placements publics, sans risques.

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 été de 2,6 % en moyenne au cours des trois dernières années. La réalisation de ce potentiel aurait conduit à la poursuite de la résorption des surcapacités de production et aurait finalement coupé court au scénario de retournement à la baisse de l'économie qui s'est effectivement réalisé.

Le calice de l'austérité jusqu'à la lie

[Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#) et Danielle Schweisguth

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La situation macroéconomique et sociale de la zone euro reste préoccupante. L'année 2012 a été marquée par un nouveau recul du PIB (-0,5 %) et une hausse continue du taux de chômage qui atteignait 11,8 % en décembre. Si l'ampleur de cette nouvelle récession n'est pas comparable à celle de 2009, elle l'est cependant au moins par la durée puisque, au dernier trimestre 2012, le PIB a baissé pour la cinquième fois consécutive. Surtout, pour certains pays (Espagne, Grèce et Portugal) cette récession prolongée marque le commencement d'une déflation qui pourrait rapidement s'étendre aux autres pays de la zone euro (voir [Le commencement de la déflation](#)). Enfin, cette performance est la démonstration d'un échec de la stratégie macroéconomique mise en œuvre dans la zone euro depuis 2011. La consolidation budgétaire amplifiée en 2012 n'a pas ramené la confiance des marchés ; les taux d'intérêt n'ont pas baissé sauf à partir du moment où le risque d'éclatement de la zone euro a été atténué grâce à la ratification du TSCG (Traité de stabilité, de coordination et de gouvernance) et à l'annonce de la nouvelle opération OMT permettant à la BCE d'intervenir sur les marchés de la dette souveraine. Pour autant, il n'y a aucune remise en cause du dogme budgétaire, si bien que les pays de la zone euro poursuivront en 2013, et si nécessaire en 2014, leur marche forcée pour réduire leur déficit budgétaire et atteindre le plus rapidement possible le seuil symbolique de 3 %. Le martellement médiatique de la volonté française de tenir cet engagement est le reflet parfait de cette stratégie

et de son absurdité (voir [France : tenue de rigueur imposée](#)). Ainsi, tant que le calice ne sera pas bu jusqu'à la lie, les pays de la zone euro semblent condamnés à une stratégie qui se traduit par de la récession, du chômage, du désespoir social et des risques de rupture politique. Cette situation représente une plus grande menace pour la pérennité de la zone euro que le manque de crédibilité budgétaire de tel ou tel Etat membre. En 2013 et 2014, l'impulsion budgétaire de la zone euro sera donc de nouveau négative (respectivement de -1,1 % et -0,6 %), ce qui portera la restriction cumulée à 4,7 % du PIB depuis 2011. Au fur et à mesure que les pays auront réduit leur déficit budgétaire à moins de 3 %, ils pourront ralentir le rythme de consolidation (tableau). Si l'Allemagne, déjà à l'équilibre des finances publiques, cessera dans les deux prochaines années de faire des efforts de consolidation, la France devra maintenir le cap pour espérer atteindre 3 % en 2014. Pour l'Espagne, le Portugal ou la Grèce, l'effort sera moindre que celui qui vient d'être accompli mais il continuera à peser significativement sur l'activité et l'emploi, d'autant plus que l'effet récessif des impulsions passées restera important.

Dans ce contexte, la poursuite de la récession est inévitable. Le PIB reculera de 0,4 % en 2013. Le chômage devrait battre de nouveaux records. Le retour de la croissance n'est pas à attendre avant 2014 ; mais même en 2014, en l'absence d'inflexion du dogme budgétaire, les espoirs risquent à nouveau d'être déçus dans la mesure où cette croissance, attendue à 0,9 %, sera insuffisante pour enclencher une baisse significative du chômage. De plus, ce retour de la croissance sera trop tardif et ne pourra pas effacer le coût social exorbitant d'une stratégie dont on aura insuffisamment et tardivement discuté les alternatives.

Tableau. Solde public et impulsion budgétaire des pays de la zone euro

En points de PIB

| | Solde public | | | Impulsion budgétaire | |
|---------------|--------------|----------|----------|----------------------|----------|
| | 2012 | 2013 (p) | 2014 (p) | 2013 (p) | 2014 (p) |
| Allemagne | 0,2 | -0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,0 |
| Autriche | -3,0 | -2,5 | -1,8 | -0,6 | -0,3 |
| Belgique | -3,0 | -2,8 | -1,9 | -0,5 | -1,0 |
| Espagne | -10,2 | -6,5 | -5,8 | -2,0 | -1,1 |
| Finlande | -1,6 | -1,5 | -0,9 | -0,8 | -0,7 |
| France | -4,8 | -3,9 | -3,0 | -1,8 | -1,4 |
| Grèce | -6,6 | -5,4 | -4,5 | -3,8 | -2,0 |
| Irlande | -8,2 | -8,4 | -6,6 | -1,9 | -1,8 |
| Italie | -3,0 | -3,9 | -3,4 | -1,4 | -0,7 |
| Pays-Bas | -4,1 | -3,4 | -3,0 | -1,7 | -0,7 |
| Portugal | -5,0 | -4,4 | -3,0 | -2,1 | -1,9 |
| Zone euro 11* | -3,2 | -2,6 | -1,8 | -1,1 | -0,6 |

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

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision OFCE mars 2013.

La crise va se poursuivre ...

Rapport de l'IMK-OFCE-WIFO, mars 2013 (Contact à l'OFCE : [Catherine Mathieu](#))

Version courte du Communiqué de Presse diffusé par l'IMK, mars 2013. Le texte original est consultable sur : http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_80_2013.pdf ; la version anglaise sera prochainement en ligne.

L'économie allemande n'a connu qu'une faible croissance en 2012. Le PIB a augmenté de 0,7 % en moyenne annuelle, soit de 0,4 % seulement en glissement. Les perspectives de cette prévision sont modérément optimistes. L'économie mondiale ne croîtra que faiblement à court terme, mais la croissance repartirait en cours d'année, ce qui sera favorable aux exportations allemandes. Sous l'hypothèse d'une stabilisation de la situation dans la zone euro, les incertitudes devraient

progressivement se lever et permettre un redémarrage de l'investissement. Les Instituts prévoient une croissance de 0,9 % en Allemagne en 2013, qui masque une dynamique sous-jacente plus vigoureuse : en glissement, la croissance serait de 1,9 %. En 2014, le PIB allemand augmenterait de 1,5%. Le taux de chômage resterait à peu près stable au cours des deux années à venir, à 5,1 % et 5,0 % selon la définition du BIT, soit respectivement 6,8 % et 6,7 % selon la définition nationale. Le PIB de la zone euro baisserait de 0,3 % cette année et augmenterait de 0,5 % l'an prochain. Le taux de chômage resterait supérieur à 12 %.

Le rapport présente des simulations à moyen terme qui suggèrent que l'économie allemande restera contrainte par l'impact de la crise de la zone euro. Ceci passe par deux canaux principaux : les exportations allemandes vers la zone euro continueront d'être freinées par les politiques d'austérité conduites en Europe, et la politique budgétaire allemande elle-même sera restrictive, ce qui pèsera sur la croissance des revenus et la demande intérieure. La croissance serait en moyenne de 1,3 % par an d'ici 2017. Des scénarios alternatifs montrent que si des politiques expansionnistes étaient menées, comportant en particulier un programme européen d'investissement, la croissance serait nettement plus forte dans la zone euro que dans le scénario de référence.

La politique économique européenne doit viser à faire sortir les pays en crise de la récession et les autres économies européennes de la stagnation, à faire redémarrer la croissance en Europe pour accroître l'utilisation des capacités de production et réduire le chômage, à réduire les déséquilibres courants, à stabiliser le système financier ; le désendettement doit se poursuivre et les politiques budgétaires doivent être soutenables. La stratégie actuelle de politique économique consistant essentiellement à mener des politiques d'austérité budgétaire, alors que les effets de la politique monétaire sont affaiblis par des primes de risques

de plusieurs pays de la zone euro, ne permettra pas d'améliorer la situation dans ces domaines.

Pour que la zone euro sorte de la crise, il est indispensable que la politique monétaire redevienne plus efficace en rétablissant la confiance dans les titres publics des pays en crise. Ceci doit s'accompagner d'un changement des politiques budgétaires, qui ne doivent plus freiner la demande.

Le rapport propose une offensive en matière d'investissement en Europe. Les pays en crise devraient recevoir un financement extérieur égal à 1 % du PIB pendant 5 ans. Ceci devrait être utilisé pour financer l'investissement public et privé. Les pays de la zone euro ayant des excédents courants, en particulier l'Allemagne devraient mettre en place des mesures de politique budgétaire expansionniste représentant au moins 1 point de PIB, de telle sorte qu'ils jouent le rôle de locomotive pour faire repartir la croissance européenne.

Jusqu'ici tout va bien...

par [Christophe Blot](#)

La zone euro est toujours en récession. En effet, selon [Eurostat](#), le PIB a de nouveau reculé au quatrième trimestre 2012 (-0,6 %). Ce chiffre, inférieur aux attentes, est la plus mauvaise performance trimestrielle pour la zone euro depuis le premier trimestre 2009, et c'est aussi le cinquième trimestre consécutif de baisse de l'activité. Sur l'ensemble de l'année 2012, le PIB baisse de 0,5 %. Ce chiffre annuel cache de fortes hétérogénéités (graphiques 1 et 2) au sein de la zone puisque l'Allemagne affiche une croissance annuelle de 0,9 % tandis que la Grèce devrait subir, pour la deuxième année consécutive, une récession de plus 6 %. Surtout, pour

l'ensemble des pays, le taux de croissance sera plus faible en 2012 qu'il ne l'était en 2011 et certains pays (Espagne et Italie pour n'en citer que deux), s'enfonceront un peu plus dans la dépression. Cette performance est d'autant plus inquiétante que, depuis plusieurs mois un regain d'optimisme avait suscité l'espoir de voir la zone euro sortir de la crise. Cet espoir était-il fondé ?

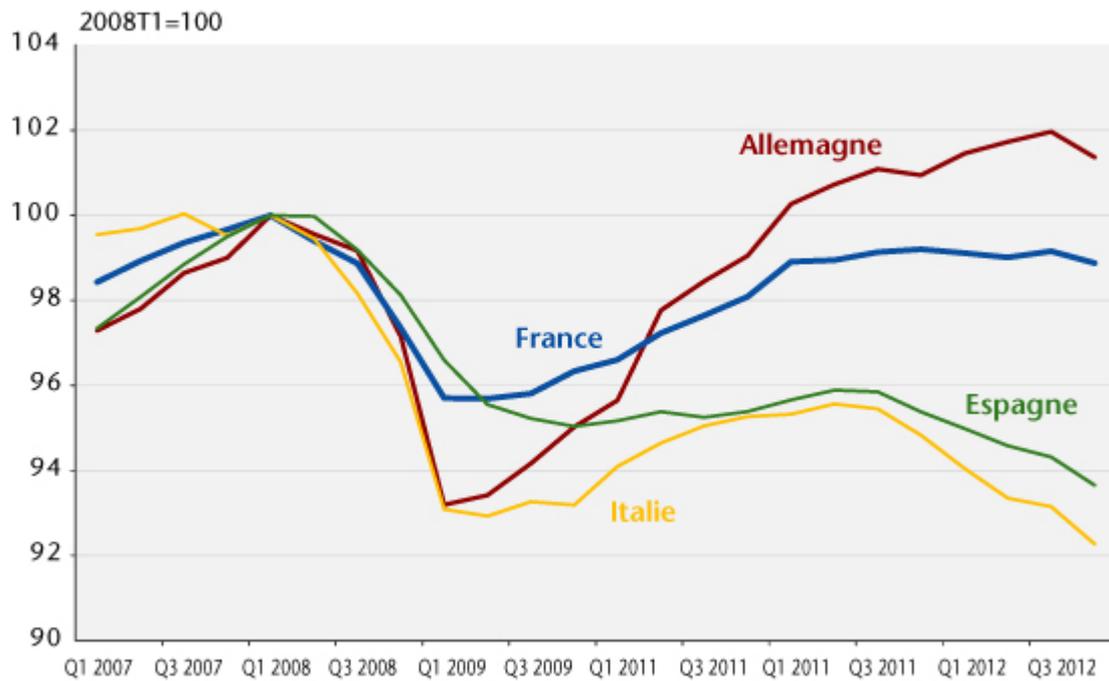
Bien que très prudente sur la croissance pour l'année 2012, la Commission européenne, dans son [rapport annuel](#) sur la croissance, soulignait le retour de quelques bonnes nouvelles. En particulier, la baisse des taux d'intérêt publics à long terme en Espagne ou en Italie et la réussite des émissions de dettes publiques par l'Irlande ou le Portugal sur les marchés financiers témoignaient du retour de la confiance. Force est de constater que la confiance ne suffit pas. La demande intérieure est au point mort en France et en chute libre en Espagne. Le commerce intra-zone pâtit de cette situation puisque la baisse des importations des uns provoque la baisse des exportations des autres, ce qui amplifie la dynamique récessive de l'ensemble des pays de la zone euro. Comme nous le soulignons lors de notre [précédent exercice de prévision](#) ou à l'occasion de la publication de l'[iAGS](#) (independent Annual growth survey), la sortie de crise ne peut en aucun cas s'appuyer uniquement sur un retour de la confiance tant que des politiques budgétaires très restrictives sont menées de façon synchronisée en Europe.

Depuis le troisième trimestre 2011, tous les signaux ont confirmé notre scénario et montré que la zone euro s'enfonçait progressivement dans une nouvelle récession. Le chômage n'a pas cessé d'augmenter battant chaque mois un nouveau record. En décembre 2012, il a atteint 11,7 % de la population active de la zone euro selon Eurostat. Pourtant, ni la Commission européenne, ni les gouvernements européens n'ont infléchi leur stratégie budgétaire, arguant que les efforts budgétaires consentis étaient nécessaires pour restaurer la crédibilité et

la confiance, qui à leur tour permettraient la baisse des taux d'intérêt et créeraient des conditions saines pour la croissance future. Ce faisant, la Commission européenne a systématiquement sous-estimé l'impact récessif des mesures de consolidation budgétaire, négligeant ainsi une littérature de plus en plus abondante qui montre que les multiplicateurs augmentent en temps de crise et qu'ils peuvent être nettement supérieurs à l'unité (voir le post d'[Eric Heyer](#) sur le sujet). Les partisans de l'austérité budgétaire considèrent par ailleurs que les coûts d'une telle stratégie sont inévitables et temporaires. Ils jugent que l'assainissement des finances publiques est un préalable indispensable au retour de la croissance et négligent le coût social durable d'une telle stratégie.

Cet aveuglement dogmatique rappelle la réplique finale du film *La Haine* (réalisé par Mathieu Kassovitz) « C'est l'histoire d'une société qui tombe et qui au fur et à mesure de sa chute se répète sans cesse pour se rassurer : jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien... l'important c'est pas la chute, c'est l'atterrissage ». Il serait temps de reconnaître que la politique économique menée depuis 2011 est une erreur. Elle ne permet pas de créer les conditions d'une sortie de crise. Pire, elle est directement responsable du retour de la récession et de la catastrophe sociale qui ne cesse de s'amplifier en Europe. Comme nous l'avons montré, d'autres stratégies sont possibles. Elles ne négligent pas l'importance de restaurer à terme la soutenabilité des finances publiques. En reportant et en atténuant l'austérité (voir le billet de [Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth](#)), il est possible de retrouver la croissance plus rapidement et de permettre une décrue plus rapide du chômage.

Graphique 1 : PIB en niveau des 4 grands pays de la zone euro



Graphique 2 : PIB en niveau de quelques pays de la zone euro

