

Espagne : une stratégie perdant-perdant

par Danielle Schweisguth

A l'heure où le FMI reconnaît publiquement avoir sous-estimé l'impact négatif des ajustements budgétaires sur la croissance économique européenne, l'Espagne s'apprête à publier le chiffre de son déficit public pour 2012. Il devrait se situer autour de 8% du PIB en première estimation – mais pourrait être revu à la hausse comme ce fut le cas en 2011 – alors que l'objectif négocié avec la Commission européenne est de 6,3%. Tandis que la détresse sociale est à son comble, seul un retour durable de la croissance permettrait à l'Espagne de résoudre ses difficultés budgétaires par la hausse des rentrées fiscales. Or la politique de rigueur imposée par l'Europe retarde le retour de la croissance économique. Et le niveau du multiplicateur budgétaire espagnol, compris entre 1,3 et 1,8 selon nos estimations, rend inefficace la politique de restriction budgétaire puisqu'elle ne permet pas de réduire sensiblement le déficit et maintient le pays en récession.

A l'heure où le [FMI](#) reconnaît publiquement avoir sous-estimé l'impact négatif des ajustements budgétaires sur la croissance économique européenne – le fameux multiplicateur budgétaire – l'Espagne s'apprête à publier son déficit public pour l'année 2012. Ce dernier devrait se situer autour de 8% du PIB en première estimation, mais pourrait être revu à la hausse comme ce fut le cas en 2011. Si l'on exclut les aides financières versées au secteur bancaire qui ne sont pas prises en compte dans la procédure de déficit excessif, le déficit est réduit à 7% du PIB. Ce chiffre reste au dessus de l'objectif officiel de 6,3%, âprement négocié avec la Commission européenne. Rappelons que jusqu'en septembre 2011, l'objectif initial de déficit pour l'année 2012 était de 4,4% du PIB. Ce n'est qu'après la mauvaise surprise liée à la publication d'un

déficit pour l'année 2011 de 8,5% (qui sera plus tard révisé à 9,4%) – largement au-dessus de l'objectif officiel pour 2011 de 6% du PIB – que le gouvernement nouvellement élu de Mariano Rajoy a demandé à la Commission européenne un premier assouplissement. L'objectif bruxellois de déficit a alors été fixé à 5,3% du PIB pour 2012. Puis en juillet 2012, les fortes tensions sur les taux souverains espagnols – ils s'approchaient des 7% – ont conduit le gouvernement à négocier avec la Commission un report de l'objectif de 3% en 2014 et un objectif de déficit de 6,3% du PIB en 2012.

Tableau. Croissance, impulsion budgétaire et déficit public en Espagne

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Croissance du PIB, en %	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Impulsion budgétaire, en % du PIB	0,6	1,0	1,3	-2,2	-0,9	-3,3
Déficit public*, en % du PIB	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-8,0

* Le déficit public comprend les aides financières versées au système bancaire.

Sources : Ministerio de Hacienda y Administraciones Publicas, prévisions OFCE pour 2012.

Mais chercher à réduire le déficit public de 2,6 points de PIB alors que le cycle économique est très dégradé s'est avéré une stratégie inefficace et contre-productive. Aussi le résultat n'est pas à la hauteur des efforts engagés, pourtant loués par les autorités européennes à maintes reprises. L'accumulation de plans d'austérité d'ampleur historique pendant trois années consécutives (2010, 2011 et 2012) n'a conduit qu'à une très faible amélioration du solde budgétaire (tableau). Le déficit a été réduit de 3,2 points en trois ans, quand deux années de crise ont suffi pour qu'il se creuse de 13,3 points (de 2007 à 2009). L'impulsion budgétaire a été de -2,2 points de PIB en 2010, de -0,9 point en 2011 et de -3,3 points en 2012, soit 6,4 points de PIB d'efforts budgétaires cumulés (68 milliards d'euros). Mais la crise a précipité l'effondrement du marché immobilier et considérablement fragilisé le système bancaire. Depuis, le pays est plongé dans une profonde récession : le PIB recule de 5,7% depuis le premier trimestre 2008, ce qui le place à un niveau inférieur de 12% par rapport à son niveau potentiel (sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de 1,5% par an) et le chômage frappe 26% de la population active

et 56% des jeunes.

La dégradation de la situation économique de l'Espagne a fortement pesé sur les rentrées fiscales. Entre 2007 et 2011, les recettes fiscales espagnoles ont connu la chute la plus importante de tous les pays de la zone euro. De 38% du PIB en 2007, elles sont tombées à 32,4% en 2011, malgré les hausses de TVA (2 points en 2010 et 3 points en 2012), l'augmentation des taux d'imposition sur le revenu et la hausse des taxes foncières en 2011. Les hausses d'impôts successives n'ont que faiblement atténué l'effet dépressif de l'effondrement des assiettes fiscales. Les recettes de TVA enregistrent une chute vertigineuse de 41% en termes nominaux entre 2007 et 2012, tout comme l'impôt sur le revenu et la fortune (-45%). En comparaison, la baisse de la pression fiscale en zone euro a été beaucoup plus modeste : de 41,2% du PIB en 2007 à 40,8% en 2011. Enfin, l'envolée du chômage a mis à mal les comptes de la sécurité sociale qui sera déficitaire à hauteur de 1 point de PIB en 2012 pour la première fois de son histoire.

Pour compenser la chute des recettes fiscales, le gouvernement espagnol a dû prendre des mesures drastiques de restriction des dépenses pour tenter de respecter ses engagements : baisse de 5% du salaire des fonctionnaires puis suppression de leur prime de Noël, gel des embauches dans la fonction publique et passage de la semaine de travail de 35 à 37 heures et demi (sans compensation salariale), passage de 65 à 67 ans de l'âge légal de la retraite et gel des pensions (2010), réduction des indemnités chômage pour les chômeurs de plus de sept mois et baisse des indemnités de licenciement de 45 jours par année d'ancienneté à 33 jours (20 si l'entreprise est déficitaire). Tandis que leur revenu stagnait ou baissait, les ménages espagnols ont été confrontés à une hausse considérable du coût de la vie : hausse de 5 points de la TVA, augmentation des tarifs de l'électricité (28% en deux ans et demi), hausse des taxes sur le tabac et baisse du taux de remboursement des médicaments (les retraités paieront 10% du prix et les actifs

entre 40% et 60% selon leur revenu).

La situation sociale en Espagne est très préoccupante. La pauvreté a augmenté (de 23% de la population en 2007 à 27% en 2011 selon Eurostat) ; les ménages ne parvenant pas à payer leurs traites se font expulser de leur logement ; le chômage de longue durée a explosé (9% de la population active) ; les jeunes chômeurs forment une génération sacrifiée et les plus diplômés s'expatrient. La hausse de la TVA en septembre resserre la contrainte budgétaire des ménages : les dépenses alimentaires ont baissé en septembre et en octobre 2012 de respectivement 2,3% et 1,8% en glissement annuel. Par ailleurs le système sanitaire espagnol souffre des coupes budgétaires (-10% en 2012), qui conduisent à la fermeture des services d'urgence la nuit dans des dizaines de municipalités et à l'allongement des listes d'attente pour une intervention chirurgicale (de 50 000 personnes en 2009 à 80 000 en 2012), avec un délai d'attente moyen de près de 5 mois.

La détresse sociale est ainsi à son comble. Le mouvement des indignés a conduit des millions d'Espagnols dans la rue au cours de l'année 2012, dans des manifestations souvent violemment réprimées par les forces anti-émeutes. La région de Catalogne, la plus riche mais aussi la plus endettée d'Espagne, menace de faire sécession, au grand dam du gouvernement espagnol. Le gouvernement catalan a voté le 24 janvier une motion sur la souveraineté de cette région, premier pas d'un processus d'autodétermination qui pourrait déboucher sur un référendum en 2014.

Seul un retour durable de la croissance permettra à l'Espagne de résoudre ses difficultés budgétaires par la hausse des rentrées fiscales. Mais le durcissement des conditions de financement de la dette souveraine espagnole depuis l'été 2012 contraint le gouvernement à renforcer la politique de rigueur, ce qui retarde le retour de la croissance économique. Et la Commission européenne n'accepte de fournir une aide financière à l'Espagne qu'à la condition que celle-ci renonce, au moins

partiellement, à sa souveraineté en matière budgétaire, ce à quoi le gouvernement de Mariano Rajoy ne se résigne toujours pas. L'initiative de la Commission européenne, dont les détails seront publiés au printemps, concernant l'exclusion des dépenses d'investissement du calcul du solde public pour les pays proches de l'équilibre budgétaire va dans le bon sens ([El Pais](#)). Mais cette règle ne s'appliquerait qu'aux sept pays où le déficit budgétaire est inférieur à 3% du PIB (l'Allemagne, le Luxembourg, la Suède, la Finlande, l'Estonie, la Bulgarie et Malte), laissant de côté les pays où la situation économique est la plus dégradée. La prise de conscience des drames sociaux qui se jouent derrière les médiocres performances économiques devrait conduire à une réflexion plus respectueuse des droits fondamentaux des citoyens européens. Par ailleurs, l'OFCE a montré dans le [rapport iAGS 2013](#) qu'une stratégie de rigueur mesurée (restrictions budgétaires limitées à 0,5 point de PIB chaque année) est plus efficace du double point de vue de la croissance et de la réduction des déficits, pour les pays comme l'Espagne où les multiplicateurs budgétaires sont très élevés (entre 1,3 et 1,8 selon nos estimations).

Répéter

par [Jérôme Creel](#)

Dans un très bel ouvrage pour enfants, [Claude Ponti](#) dessinait, toutes les deux pages, deux poussins dont l'un disait à l'autre : « Pète et Répète sont dans un bateau. Pète tombe à l'eau. Qui reste-t-il ? » ; alors l'autre poussin de répondre : « Répète », et c'était reparti pour un tour. En fin d'ouvrage, le second poussin, les yeux exorbités, hurlait : « Répète ! » et cela n'en finissait pas. Un peu comme ces

analyses sur la croissance économique et les contractions budgétaires où l'on redécouvre presque chaque mois que les contractions budgétaires réduisent la croissance économique ou que la sous-estimation des effets réels de la politique budgétaire engendre des erreurs de prévision.

Dernièrement, et après avoir signé en octobre 2012, un encadré dans les *Perspectives économiques 2013*, Olivier Blanchard et Daniel Leigh du FMI ont publié un [document d'appui](#) qui confirme que les erreurs récentes de prévision du FMI s'expliquent par des hypothèses erronées à propos de l'effet multiplicateur. Parce que cet effet a été sous-estimé, notamment en bas de cycle économique, les prévisionnistes du FMI, mais ils ne sont pas les seuls (voir notamment le billet de [Bruno Ducoudré](#)), ont sous-estimé les prévisions de croissance : ils n'avaient pas anticipé que les prescriptions de cure d'austérité et leur mise en œuvre auraient autant d'impact négatif sur la consommation des ménages et sur l'investissement des entreprises. La tentative de désendettement des Etats intervenant en pleine période de désendettement des ménages et des entreprises, le piège de la récession allait être difficile à éviter.

Puisqu'il faut répéter, répétons ! « Les-contractions-budgétaires-expansionnistes et Répète sont dans un bateau. **Les-contractions-budgétaires-expansionnistes tombent à l'eau.** Qui reste-t-il dans le bateau ? Répète ! ». Pour étayer cette courte histoire, on pourra utilement se reporter à la revue de littérature d'[Eric Heyer](#) : il y montre, en effet, l'étendue du consensus sur la valeur des multiplicateurs budgétaires, consensus ayant émergé dès 2009, soit en pleine récession et au moment même où des prescriptions de cure d'austérité commençaient à voir le jour. Le billet de [Xavier Timbeau](#) montre que l'analyse des restrictions budgétaires en cours étaye une évaluation de la valeur du multiplicateur budgétaire en temps de crise bien plus élevée qu'en temps normal ... Quels paradoxes !

Que faire désormais ? Répéter, une fois de plus, que la récession ne peut être une fatalité : comme l'ont souligné [Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth](#) en complément du [rapport iAGS 2013](#), il est urgent d'atténuer l'austérité budgétaire dans la zone euro : la croissance européenne mais **aussi l'assainissement budgétaire effectif** en seraient enfin améliorés.

La récession n'est pas une fatalité

par Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth

La vague de froid sur les prévisions d'automne se poursuit avec la publication par la Banque centrale européenne de ses dernières prévisions. En révisant à la baisse ses perspectives de croissance pour la zone euro (-0,3% en 2013 contre +0,9% prévu en septembre), la BCE pointe à son tour l'austérité renforcée et l'impact croissant de l'incertitude sur les marchés financiers. Force est de constater que la vigueur de la consolidation budgétaire paralyse la croissance en zone euro par le jeu des multiplicateurs budgétaires sans pour autant parvenir à rétablir la confiance. Dans ce billet, nous montrons que l'enchaînement récessif dans lequel s'enlise la zone euro n'est pas une fatalité.

Dans la première édition du [rapport iAGS 2013](#), élaborée en partenariat avec les instituts allemand IMK et danois ECLM, l'OFCE propose une stratégie alternative aux politiques de consolidation budgétaire actuelles. Celle-ci permet de retrouver de la croissance à moyen terme, tout en respectant

les engagements budgétaires européens. Comme l'a montré Jérôme Creel dans son dernier billet « [Une autre politique budgétaire est-elle possible pour la France ?](#) », il existe des marges de manœuvre budgétaires compatibles avec le cadre actuel des traités.

Sous l'égide de la Commission européenne, les pays européens se sont engagés à poursuivre de 2013 à 2015 des programmes d'austérité d'une ampleur considérable, surtout si l'on tient compte de l'effort déjà réalisé. Hormis l'Allemagne, dont l'impulsion budgétaire cumulée sera quasi nulle, la plupart des pays européens prévoient de diminuer leur déficit structurel primaire de plus de 2 points de PIB entre 2012 et 2015 (de -1,4 point pour la Finlande à -7,5 points pour la Grèce, cf. tableau).

Tableau. Impulsions budgétaires cumulées en zone euro

En points de PIB

	Alle- magne	France	Italie	Espa- gne	Pays- Bas	Belgi- que	Grèce	Portu- gal	Irlan- de	Autri- che	Finlan- de
2010-2012	0,1	-4,1	-4,7	-7,0	-2,3	-1,5	-18,3	-9,1	-8,3	-1,1	-3,3
2013-2015	-0,3	-2,9	-2,1	-4,2	-2,9	-2,2	-7,5	-2,6	-5,7	-1,8	-1,4

Source : Données Eurostat, simulations iAGS.

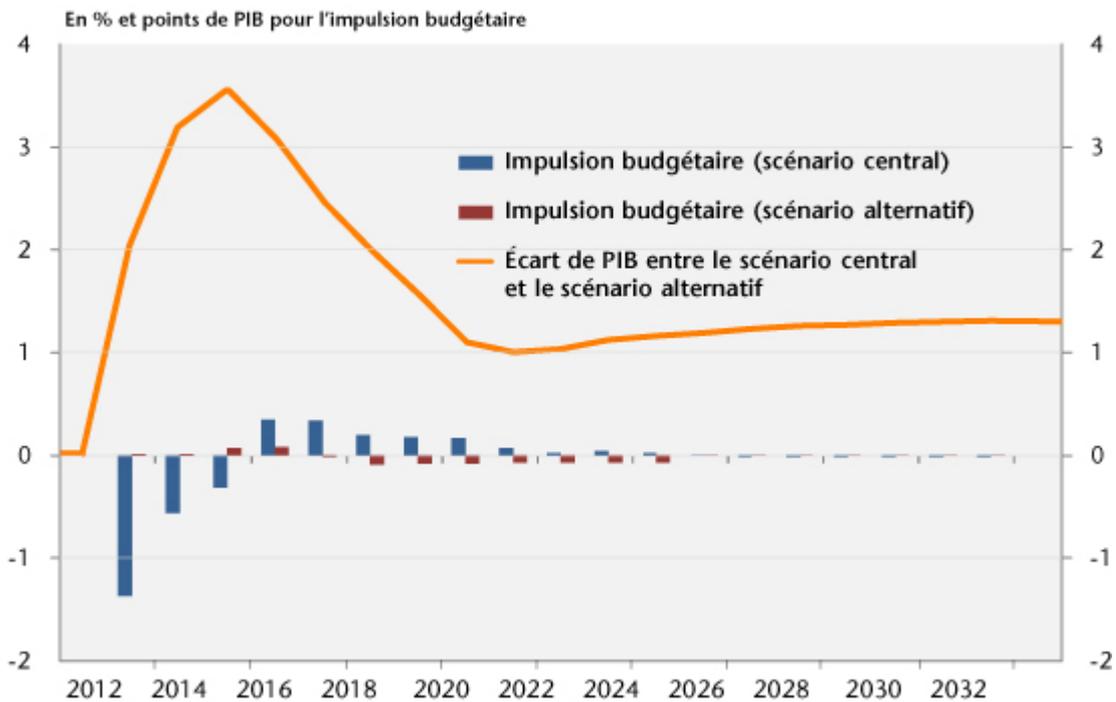
Ces ajustements s'inscrivent dans un contexte conjoncturel très dégradé, marqué par l'austérité budgétaire des années 2010 à 2012 : la croissance de la zone euro serait de -0,4 % pour 2012 et -0,3 % en 2013. Or, selon un ensemble de travaux théoriques et empiriques récents^[1], les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus grands que le cycle économique est creusé. Dans ce contexte, la rapidité et l'ampleur de l'ajustement budgétaire sont particulièrement coûteuses en termes de croissance et contre-productives en matière d'assainissement des finances publiques^[2]. Favoriser le retour de la croissance en atténuant l'austérité permettrait aux économies de la zone euro de sortir de leur spirale récessive, marquée par une forte hausse du chômage.

Afin d'élaborer cette stratégie alternative, nous avons

procédé, à partir du modèle iAGS, à des simulations sur un horizon de 20 ans pour les pays de la zone euro. Celles-ci ont été réalisées en deux étapes :

1. Dans notre scénario central, nous avons intégré les plans de restriction budgétaire annoncés par les différents pays à l'horizon 2015. A partir de 2016, nous avons calculé les impulsions budgétaires nécessaires pour atteindre une dette de 60 % à l'horizon 2032, en limitant le niveau de ces impulsions à +/- 0,5 point de PIB par an. Comme le montre le graphique 1 (scénario central), l'ajustement structurel réalisé entre 2010 et 2015 est suffisamment important dans la plupart des pays pour permettre un assouplissement de la politique économique à partir de 2016, tout en respectant le critère de dette en 2032.
2. Pour chaque pays, nous avons ensuite arrêté une stratégie budgétaire alternative en étalant dans le temps la réduction du déficit structurel. Cette stratégie consiste à procéder dès 2013 à des impulsions budgétaires d'un montant plus limité en valeur absolue que celles annoncées par les gouvernements actuels (au maximum +/- 0,5 point de PIB par an), et ce jusqu'à ce que l'ajustement soit suffisant pour atteindre l'objectif de dette de 60% du PIB en 2032. Cette stratégie conduit à un ajustement budgétaire plus mesuré pour les pays de la zone euro en difficulté et à des impulsions budgétaires légèrement positives dans les pays dont la trajectoire de dette est bien orientée (Allemagne, Finlande, Italie). Sur l'ensemble de la zone, l'impulsion budgétaire est quasi-nulle en 2013 et 2014 et l'essentiel de l'ajustement budgétaire est réparti entre 2017 et 2024.

Graphique 1. Impulsions budgétaires et écart de PIB entre les scénarii central et alternatif

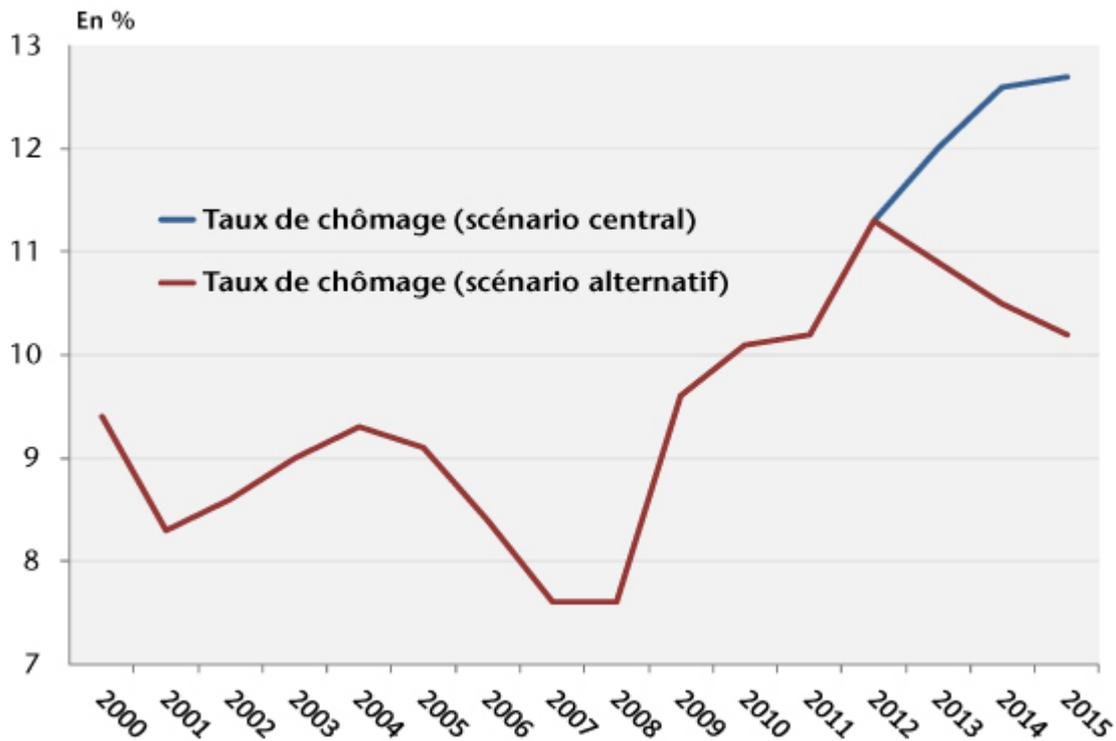


Source : iAGS, calcul des auteurs.

Le graphique 1 montre l'écart du PIB en niveau entre les deux scénarii. Limiter le montant des impulsions budgétaires permet d'atteindre un niveau de PIB plus élevé et reste compatible avec un objectif de dette à 60 % du PIB en 2032 (scénario alternatif). L'efficacité de la consolidation budgétaire se trouve renforcée lorsqu'elle est réalisée dans un contexte moins défavorable à l'activité. Cette stratégie permet d'atteindre le même objectif de dette avec un ajustement budgétaire cumulé inférieur de 50 milliards d'euros à celui du scénario central.

Selon nos calculs, le scénario alternatif permettrait de retrouver 2 % de croissance en zone euro dès 2013, contre -0,3 % si les politiques budgétaires prévues étaient menées à bien. Le regain d'activité dynamiserait le marché du travail et permettrait au taux de chômage de se retourner en 2013 et de revenir à 10,2 % en 2015, contre 12,8 % si les politiques d'austérité persistaient, ce qui représenterait 3 millions de chômeurs en moins à l'horizon 2015.

Graphique 2. Taux de chômage dans la zone euro, scénarii central et alternatif



Source : Données Eurostat, simulation iAGS.

[\[1\] Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !](#)

[\[2\] Que valent les multiplicateurs budgétaires aujourd'hui ?](#)

Révision des multiplicateurs et révision des prévisions – du discours aux actes ?

par Bruno Ducoudré

A la suite du FMI et de la Commission européenne (CE), l'OCDE a elle aussi revu très récemment à la baisse sa prévision de croissance du PIB de la zone euro en 2012 (-0,4% contre -0,1% en avril 2012) et en 2013 (-0,1% contre +0,9% en avril 2012). Dans son [dernier exercice de prévision](#), l'OCDE affirme désormais partager avec les autres institutions internationales ([FMI\[i\]](#) et [CE\[ii\]](#)) l'idée que les multiplicateurs sont aujourd'hui élevés en zone euro [\[iii\]](#) : l'austérité budgétaire opérée simultanément dans l'ensemble des pays de la zone alors que la conjoncture est déjà dégradée, combinée à une Banque centrale européenne disposant de très peu de marges de manœuvre pour baisser encore son taux d'intérêt, conduit à augmenter l'impact de la consolidation budgétaire actuelle sur l'activité économique.

Ce revirement de positionnement des trois institutions pose deux questions :

- – quels sont les facteurs principaux conduisant à la révision des prévisions de croissance ? Compte tenu de l'ampleur des politiques d'austérité menées en zone euro, on peut dès lors s'attendre à ce que les révisions de prévision des impulsions budgétaires soient un déterminant majeur des révisions de prévisions de croissance. Ces révisions sont ainsi le premier facteur explicatif des [révisions de prévision de croissance de l'OFCE pour la France en 2012](#).
- – Ce changement de discours se traduit-il concrètement par une révision à la hausse des multiplicateurs utilisés lors des exercices de prévision ? Généralement, ces institutions ne précisent pas la taille des multiplicateurs utilisés en prévision. L'analyse des révisions de prévisions pour la zone euro en 2012 et 2013 peut cependant nous indiquer dans quelle mesure les multiplicateurs ont bien été révisés à la hausse.

Le graphique ci-dessous montre qu'entre la prévision réalisée en avril de l'année N-1 pour la zone euro et la dernière

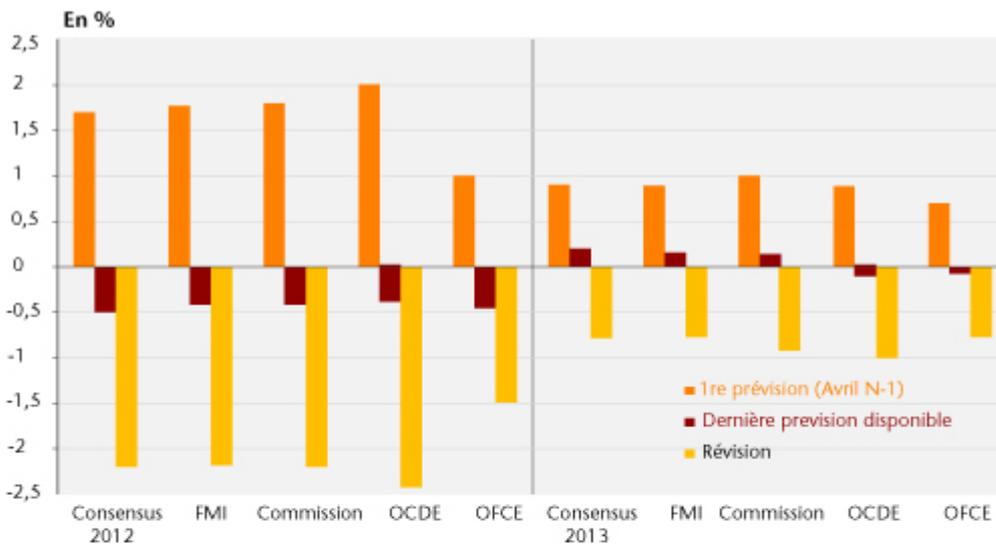
prévision disponible pour l'année N, les trois instituts ont révisé très fortement à la baisse leur prévision de -2,3 points en moyenne pour 2012 et de -0,9 point en moyenne pour 2013.

Dans le même temps, les impulsions budgétaires ont aussi été révisées, de -0,6 point de PIB pour l'OCDE à -0,8 point de PIB pour le FMI pour l'année 2012, et de -0,8 point pour la Commission à +0,2 point pour l'OCDE en 2013, ce qui explique une partie des révisions de croissance pour ces deux années.

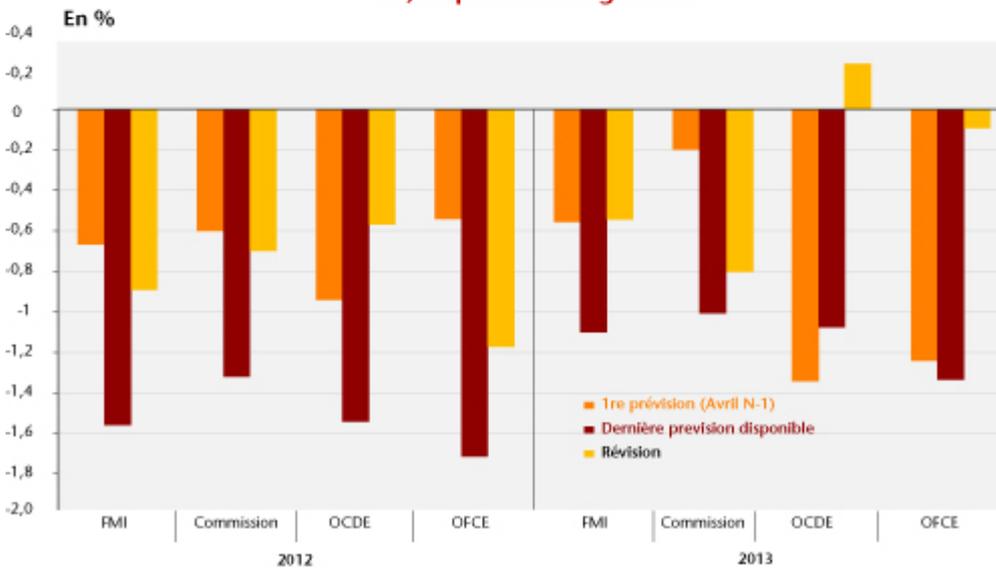
Comparativement, pour 2012 l'OFCE est l'institut qui a le moins révisé sa prévision de croissance, mais qui a le plus changé sa prévision d'impulsion budgétaire (-1,7 point de PIB prévu en octobre 2012 contre -0,5 point de PIB prévu en avril 2011, soit une révision de -1,2 point). Par contre pour 2013, la révision de prévision de croissance est similaire pour tous les instituts, mais les révisions d'impulsions sont très différentes. Ces divergences peuvent ainsi provenir pour partie de la révision des multiplicateurs.

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

a) Croissance



b) Impulsion budgétaire



* : pour chacune des deux années, la première prévision est celle d'avril N-1. La dernière prévision est celle d'octobre/novembre 2012 (FMI, OFCE, OCDE, Commission Européenne) ou septembre 2012 (Consensus Forecast). L'impulsion budgétaire est définie comme l'opposé de la variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles. Sources : Consensus Forecast, FMI, Commission Européenne, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2012

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

- Une révision de l'impulsion budgétaire IB , notée ΔIB ;
- Une révision du multiplicateur k , notée Δk , k_0 étant le multiplicateur initial et k_1 le multiplicateur révisé ;
- Une révision de la croissance spontanée en zone euro (hors effet de la politique budgétaire), des impulsions budgétaires hors de la zone euro... Δe

$$\Delta\tilde{g} = \Delta\tilde{e} + \Delta(k.IB) = \Delta\tilde{e} + \Delta k.IB + k.\Delta IB$$

La révision de prévision de l'OFCE de -1,5 point pour l'année 2012 intervenue entre avril 2011 et octobre 2012 se décompose ainsi en -1,3 point de révision des impulsions budgétaires, et -0,3 point provenant de la révision à la hausse du multiplicateur (tableau). La somme des effets des autres sources de révision ajoute 0,1 point de croissance en 2012 par rapport à la prévision réalisée en avril 2011. Par contre, pour 2013 la révision s'explique principalement par la hausse de la taille du multiplicateur.

Concernant les institutions internationales, tous ces éléments (taille du multiplicateur, croissance spontanée, ...) ne nous sont pas connus, mais les impulsions budgétaires le sont. Il y a alors plusieurs cas polaires permettant d'inférer un intervalle pour les multiplicateurs utilisés en prévision. De plus, si ce sont principalement les révisions d'impulsion budgétaire et les révisions de taille du multiplicateur qui sont la source de la révision des prévisions de croissance, on peut en première approximation faire l'hypothèse $\Delta e = 0$. On peut alors calculer le multiplicateur implicite tel que l'ensemble de la révision est attribué à la révision des impulsions budgétaires, et celui tel que la révision se partage entre révision du multiplicateur et révision de l'impulsion.

Attribuer l'ensemble des révisions de prévisions pour 2012 à la révision des impulsions impliquerait des multiplicateurs initiaux très élevés, de l'ordre de 2,5 pour le FMI à 4,3 pour l'OCDE (tableau), ce qui n'est pas cohérent avec l'analyse du FMI ([qui évalue le multiplicateur actuel entre 0,9 et 1,7](#)). Par contre l'ordre de grandeur des multiplicateurs inférés pour le FMI (1,4) et la Commission (1,1) pour l'année 2013 paraît plus proche du consensus actuel, si on regarde [l'état actuel de la littérature sur la taille des multiplicateurs](#).

On peut aussi faire l'hypothèse que la Commission, l'OCDE et le FMI se basaient dans le passé récent sur les multiplicateurs issus de modèles DSGE, multiplicateurs qui sont généralement faibles, de l'ordre de 0,5^[1]. En retenant cette valeur pour le premier exercice de prévision (avril 2011 pour l'année 2012 et avril 2012 pour l'année 2013), on peut calculer un multiplicateur implicite tel que l'ensemble des révisions se décompose entre la révision de l'impulsion et la révision du multiplicateur. Ce multiplicateur serait alors compris entre 2,8 (OCDE) et 3,6 (CE) pour l'année 2012, tandis qu'il serait compris entre 1,3 (OCDE et FMI) et 2,8 (CE) pour 2013.

Tableau. Décomposition des révisions de prévisions de croissance de la zone euro

Révision des prévisions OFCE							
		$\Delta \hat{g}$	$\Delta k \cdot IB$	$k \cdot \Delta IB$	$\Delta \hat{\epsilon}$	k_0	k_1
2012		-1,5	-0,3	-1,3	0,1	1,1	1,6
2013		-0,8	-0,7	-0,1	0,0	1,1	1,6
Toute la révision est imputée à la révision de l'impulsion							
		$\Delta \hat{g}$	$\Delta k \cdot IB$	$k \cdot \Delta IB$	$\Delta \hat{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	2012	-2,2	0,0	-2,2	0,0	2,5	2,5
	2013	-0,7	0,0	-0,8	0,0	1,4	1,4
Commission	2012	-2,2	0,0	-2,2	0,0	3,1	3,1
	2013	-0,9	0,0	-0,9	0,0	1,1	1,1
OCDE	2012	-2,4	0,0	-2,4	0,0	4,3	4,3
	2013	-1,0	0,0	-1,0	0,0	-4	-4
Toute la révision est imputée à la révision du multiplicateur							
		$\Delta \hat{g}$	$\Delta k \cdot IB$	$k \cdot \Delta IB$	$\Delta \hat{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	2012	-2,2	-1,7	-0,4	0,0	0,5	3,1
	2013	-0,7	-0,4	-0,3	0,0	0,5	1,3
Commission	2012	-2,2	-1,9	-0,4	0,0	0,5	3,6
	2013	-0,9	-0,5	-0,4	0,0	0,5	2,8
OCDE	2012	-2,4	-2,2	-0,3	0,0	0,5	2,8
	2013	-1,0	-1,1	0,1	0,0	0,5	1,3
Le multiplicateur final vaut 1,3							
		$\Delta \hat{g}$	$\Delta k \cdot IB$	$k \cdot \Delta IB$	$\Delta \hat{\epsilon}$	k_0	k_1
FMI	2012	-2,2	-0,5	-0,4	-1,2	0,5	1,3
	2013	-0,7	-0,4	-0,3	0,0	0,5	1,3
Commission	2012	-2,2	-0,5	-0,4	-1,4	0,5	1,3
	2013	-0,9	-0,2	-0,4	-0,3	0,5	1,3
OCDE	2012	-2,4	-0,8	-0,3	-1,4	0,5	1,3
	2013	-1,0	-1,1	0,1	0,0	0,5	1,3

Sources : FMI, Commission Européenne, OCDE, calculs et prévision OFCE 2012.

Les révisions de prévision pour l'année 2012 ne sont pas principalement issues d'une révision conjointe des impulsions budgétaires et de la taille des multiplicateurs. Une part importante des révisions de croissance provient aussi d'une révision à la baisse de la croissance spontanée. Supposons maintenant que les multiplicateurs finaux valent 1,3 (soit la moyenne des bornes de l'intervalle estimé par le FMI) ; la révision de la croissance spontanée en zone euro compte alors pour plus de 50 % de la révision de prévision pour la zone euro en 2012, ce qui traduit un biais d'optimisme commun à la Commission, l'OCDE et le FMI. En comparaison, la révision de croissance spontanée compte pour moins de 10 % dans la révision de prévision de l'OFCE pour l'année 2012.

Par contre, la taille des multiplicateurs inférés à partir des révisions de prévision pour 2013 apparaît en rapport avec l'intervalle calculé par le FMI – de l'ordre de 1,1 pour la Commission, 1,3 pour l'OCDE et 1,3 à 1,4 pour le FMI. Les révisions des prévisions de croissance pour 2013 peuvent dès lors s'expliquer principalement par la révision des impulsions budgétaires prévues et la hausse des multiplicateurs utilisés. En ce sens, la controverse sur la taille des multiplicateurs s'est donc bien traduite par un relèvement de la taille des multiplicateurs utilisés en prévision par les grands instituts internationaux.

[\[1\]](#) Voir par exemple Commission européenne (2012) : « Report on public finances in EMU », *European Economy* n°2012-4. Plus précisément, le multiplicateur issu du modèle QUEST de la Commission européenne vaut 1 la première année pour un choc permanent portant sur les investissements publics ou les traitements des fonctionnaires, 0,5 pour les autres dépenses publiques, et moins de 0,4 pour les impôts et transferts.

[i] Voir par exemple, à la page 41 des [Perspectives Economiques Mondiales du FMI](#) d'octobre 2012 : « The main finding (...) is that the multipliers used in generating growth forecasts have been systematically too low since the start of the Great Recession, by 0.4 to 1.2, depending on the forecast source and the specifics of the estimation approach. Informal evidence suggests that the multipliers implicitly used to generate these forecasts are about 0.5. So actual multipliers may be higher, in the range of 0.9 to 1.7. »

[ii] Voir par exemple, à la page 115 du [Rapport sur les Finances Publiques en UEM de la Commission Européenne](#) : « In addition, there is a growing understanding that fiscal multipliers are non-linear and become larger in crisis periods because of the increase in aggregate uncertainty about aggregate demand and credit conditions, which therefore cannot be insured by any economic agent, of the presence of slack in the economy, of the larger share of consumers that are liquidity constrained, and of the more accommodative stance of monetary policy. Recent empirical works on US, Italy Germany and France confirm this finding. It is thus reasonable to assume that in the present juncture, with most of the developed economies undergoing consolidations, and in the presence of tensions in the financial markets and high uncertainty, the multipliers for composition-balanced permanent consolidations are higher than normal. »

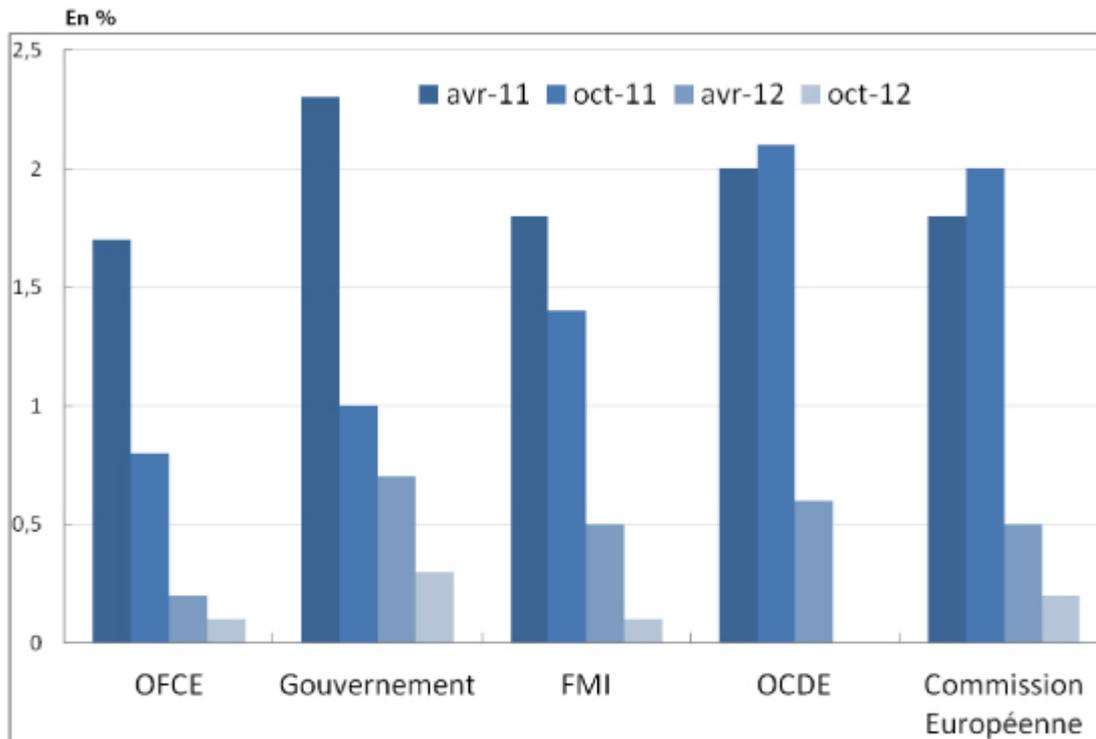
[iii] Voir par exemple, à la page 20 des [Perspectives Economiques de l'OCDE](#) de novembre 2012 : « The size of the drag reflects the spillovers that arise from simultaneous consolidation in many countries, especially in the euro area, increasing standard fiscal multipliers by around a third according to model simulations, and the limited scope for monetary policy to react, possibly increasing the multipliers by an additional one-third. »

Pourquoi la croissance française est-elle révisée à la baisse ?

par Bruno Ducoudré et [Eric Heyer](#)

Dans ses [prévisions d'octobre 2012](#), l'OFCE a révisé ses prévisions de croissance pour 2012 et 2013. De la même façon, les grands instituts internationaux, l'OCDE, le FMI et la Commission européenne, révisent régulièrement leurs prévisions de croissance pour intégrer l'information nouvellement disponible. L'analyse de ces révisions de prévisions est particulièrement intéressante en ce sens qu'elle révèle l'utilisation par ces institutions de multiplicateurs budgétaires faibles lors de l'élaboration des prévisions. Dit autrement, l'impact récessif des politiques budgétaires serait sous-estimé par l'OCDE, le FMI et la Commission européenne, conduisant à des révisions importantes des prévisions de croissance, comme en attestent les revirements spectaculaires du [FMI](#) et de la [Commission européenne](#) sur la taille des multiplicateurs.

Graphique 1. Révisions de la croissance du PIB français pour 2012



Note de lecture : La croissance en 2012 a été prévue à 4 reprises par chaque institut. La première prévision a eu lieu en avril 2011, la deuxième en octobre 2011, la troisième en avril 2012 et la dernière en octobre 2012. L'OCDE n'a pas encore publié ses dernières prévisions.

Sources : FMI, Commission européenne, OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le graphique 1 montre ainsi qu'entre la prévision réalisée en avril 2011 et la dernière prévision disponible, le gouvernement, comme l'ensemble des instituts, ont révisé très fortement à la baisse leur prévision de croissance pour la France.

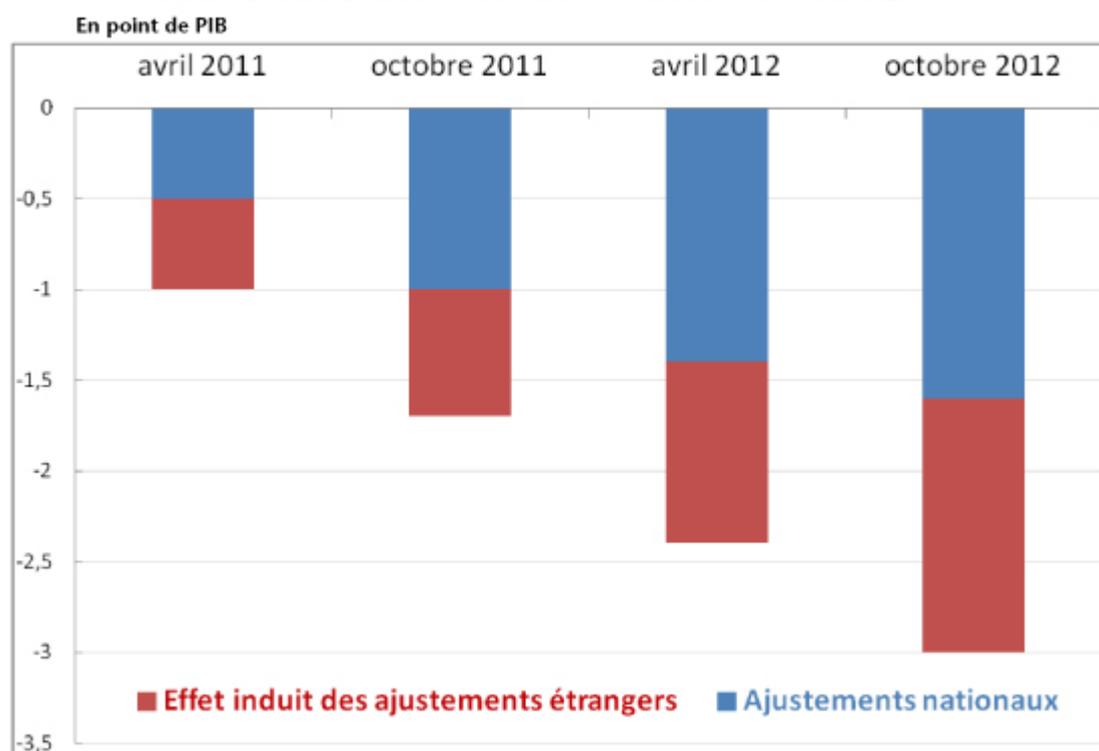
C'est que dans le même temps les politiques d'austérité ont été renforcées, particulièrement en zone euro. Les pays européens se sont en effet engagés dans leur programme de stabilité à retourner en 3 ans à des finances publiques équilibrées. Contrairement aux années précédant la crise, le respect de ces engagements est considéré comme la condition nécessaire, voire suffisante, à la sortie de crise. Par ailleurs, dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par les marchés (hausse des taux souverains, dégradation de sa note, amende de la part de la Commission européenne, contagion implicite des défauts souverains). Mais en tentant de réduire leurs déficits

brutalement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens induisent de nouveaux ralentissements de l'activité.

Un cercle vicieux s'installe : à chaque révision à la baisse de leurs prévisions de croissance pour 2012, les gouvernements européens mettent en place de nouveaux plans d'austérité pour tenir leurs engagements de déficit public. Cela a été le cas en France, mais surtout en Italie qui a multiplié par près de trois son effort budgétaire et en Espagne qui est désormais engagée dans la plus forte cure d'austérité des grands pays européens.

Selon nos évaluations (c'est-à-dire en utilisant un multiplicateur de 1), pour l'économie française, la succession de plans d'économie budgétaire au niveau national a conduit à une révision de -1,1 point de la croissance entre avril 2011 et octobre 2012 (passage d'un impact de -0,5 à -1,6 point de PIB). Au cours de la même période, ce mécanisme étant à l'œuvre chez nos partenaires commerciaux, cela a induit une révision de 0,9 point à la croissance française *via* le commerce extérieur (passage de -0,5 à -1,4 point de PIB) (graphique 2).

Graphique 2. Impact sur la croissance 2012 des ajustements budgétaires



Source : Calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Au total, pour l'année 2012, les révisions de l'OFCE pour l'économie française s'expliquent par la seule surenchère de mesures d'économies annoncée au cours des 12 derniers mois, qu'elle soit nationale ou appliquée chez nos pays partenaires (tableau 1).

Tableau. Déterminants des révisions de prévision de l'OFCE pour la France pour 2012

	Avril 2011	Octobre 2012	Révision
Croissance du PIB	1,70	0,10	-1,60
(a) – Mesures d'austérité (en pt de PIB)	-0,60	-1,60	-1,0
(b) – Valeur du multiplicateur budgétaire	0,95	0,95	0,0
Effet des plans d'austérité en France (a * b)	-0,50	-1,60	-1,10
Effet des mesures d'austérité des partenaires de la France	-0,50	-1,40	-0,90
Autres facteurs de révisions			0,40

Source : Calculs OFCE.

En dehors de cette surenchère d'austérité, notre diagnostic sur l'économie française n'a que très peu évolué au cours des 18 derniers mois : sans elle, nous aurions même revu légèrement à la hausse notre prévision de croissance (0,4 %).

La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?

Par [Christophe Blot](#), [Catherine Mathieu](#) et Christine Rifflart

Ce texte résume l'[étude spéciale](#) de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus ensuite à un niveau proche de 0[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace[2]. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

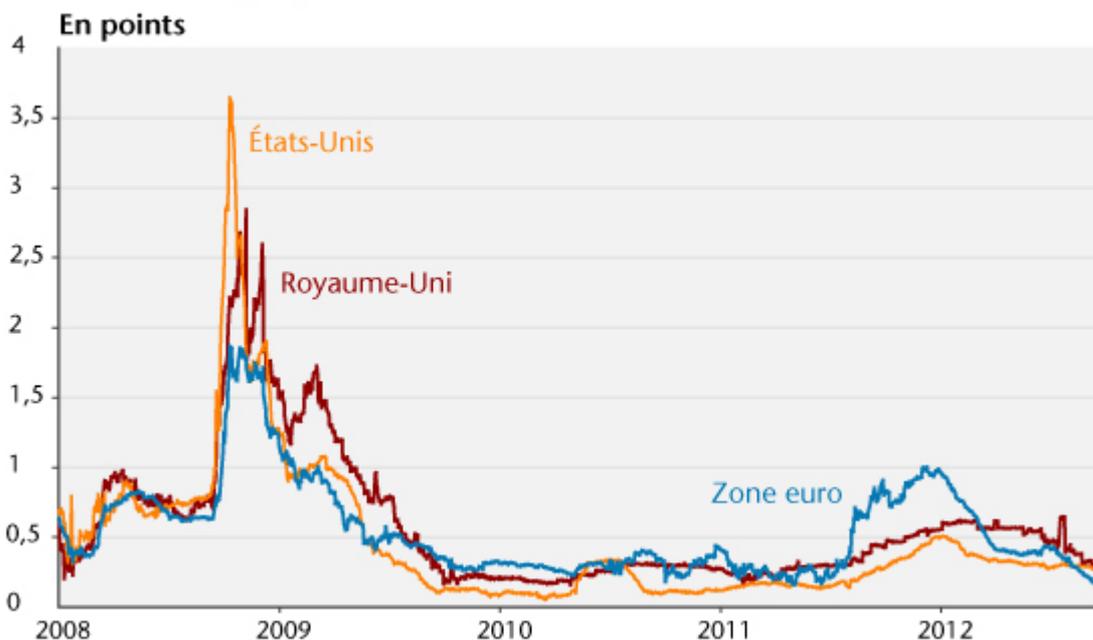
Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles[3]. Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011)[4] proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La

majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012) [\[5\]](#) suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman [\[6\]](#) (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin [\[7\]](#) (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque

l'hypothèse de la trappe à liquidité[8]. L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires*



* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les taux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight interest rate swap (OIS).

Source : Datastream.

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir [Royaume-Uni : l'enlissement](#)) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « [Unconventional monetary policy in theory and in practice](#) », *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « [The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist](#) », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « [Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area](#) », ECB Working Paper n°1397.

[7] « [The ECB and the interbank market](#) », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir [OFCE](#) (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

L'Inégalité Nuit-elle à la Performance Economique ?

par [Francesco Saraceno](#)

La théorie économique a longtemps négligé les effets de la répartition des revenus sur la performance de l'économie. On apprenait aux étudiants dès la première année d'études qu'il fallait séparer le sujet de l'efficacité de celui de l'équité. L'idée étant qu'il fallait élargir au maximum la taille du gâteau avant de le partager. Il était implicite dans cette dichotomie que l'économiste devait traiter la question de l'efficacité, laissant au politique les choix de distribution (ou redistribution). Dans ce cadre l'économiste devait seulement veiller à ce que les choix de redistribution par le canal de l'impôt et de la dépense publique ne nuisent pas à la croissance en perturbant les incitations des agents. Des échos de cette vision se retrouvent aussi bien dans la discussion sur la taxation des très gros revenus envisagée par le gouvernement français, que dans des auteurs, comme [Raghuram Rajan](#), qui justifient les inégalités en se référant au progrès technique et au commerce international, ce que réfute [Paul Krugman](#).

Certes, depuis les travaux de Simon Kuznets dans les années cinquante, quelques économistes se sont demandés si une inégalité excessive ne nuirait pas, notamment en empêchant l'accumulation de capital humain, à la croissance de l'économie. Mais cette perception est longtemps restée minoritaire parmi les économistes. A preuve, l'augmentation spectaculaire des inégalités documentée parmi d'autres par

[Atkinson Piketty et Saez](#), mais aussi par des institutions tels que [l'OCDE](#) et le [FMI](#) n'a pas donné lieu à une réflexion approfondie sur la relation entre inégalité et la performance économique.

Seule la crise a fait resurgir cette préoccupation. L'inégalité croissante [est soupçonnée](#) d'être une des sources de l'augmentation de la dette des ménages et de la formation de bulles spéculatives, menant à l'accumulation de déséquilibres internes et externes qui ont conduit à la crise actuelle. C'est ce que développent des auteurs comme [Joseph Stiglitz](#) et [James Galbraith](#).

Aujourd'hui la dichotomie entre efficacité et répartition n'est plus tenable. L'inégalité devient un thème incontournable de l'analyse économique, de court comme de long terme. Pour stimuler la discussion sur ce sujet, l'OFCE et SKEMA Business School organisent un workshop sur "[Inequality and Economic Performance](#)", à Paris, le 16 et 17 octobre 2012.

Moins d'austérité = plus de croissance et moins de chômage

[Eric Heyer](#) et [Xavier Timbeau](#)

La Commission européenne vient de publier ses [prévisions de printemps](#) et anticipe une récession (légère selon les mots de la Commission, -0,3% tout de même) en 2012 pour la zone euro, rejoignant ainsi [l'analyse de la conjoncture de l'OFCE de mars 2012](#). L'austérité budgétaire brutale engagée en 2010, accentuée en 2011 et encore durcie en 2012 dans pratiquement

tous les pays de la zone euro (à l'exception notable de l'Allemagne, tableau 1 et 1 bis) pèse lourdement sur l'activité en zone euro. En 2012, l'impulsion négative en zone euro, combinaison de hausses d'impôt ou de réduction du poids des dépenses dans le PIB, dépasse 1,5 point de PIB. Dans une situation budgétaire dégradée (de nombreux pays de la zone euro ont un déficit supérieur à 4 % en 2011) et afin de pouvoir continuer à emprunter à un coût raisonnable, la stratégie d'une réduction à marche forcée des déficits s'est imposée.

Tableau 1. La zone euro en 4 agrégats macroéconomiques de 2009 à 2012

	2009	2010	2011	2012
Croissance du PIB (%/an)	-4,4	1,8	1,5	-0,4
Solde des APU (% PIB)	-5,5	-5,5	-3,6	-2,9
Taux de chômage (% pop. act.)	9,6	10,1	10,2	10,9
Impulsion budgétaire (% PIB)	1,7	-0,3	-1,1	-1,5

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

Cette stratégie s'est appuyée sur des annonces de retour au seuil de 3% pour l'année 2013 ou 2014 puis d'un déficit public nul dès 2016 ou 2017 pour une majorité de pays. Cependant, les objectifs sont apparemment trop ambitieux puisqu'aucun pays ne tiendrait ses objectifs pour l'année 2013. La raison en est que le ralentissement de l'activité compromet les rentrées de recettes fiscales nécessaires pour le rétablissement budgétaire. Une prise en compte trop optimiste des effets de la restriction budgétaire sur l'activité (ce que l'on appelle le multiplicateur budgétaire) conduit à se fixer des objectifs irréalistes et à constater que les prévisions de croissance du PIB doivent *in fine* être systématiquement revues à la baisse. La Commission européenne revoit ainsi ses prévisions de printemps de 0,7 point en baisse pour la zone euro en 2012 par

rapport aux prévisions de l'automne 2011. Il existe pourtant aujourd'hui un consensus large sur le fait que les multiplicateurs budgétaires à court terme sont élevés et ce d'autant plus que le plein emploi est encore hors d'atteinte (là encore, [de nombreux auteurs](#) rejoignent des [analyses faites à l'OFCE](#)). En sous-estimant la difficulté à atteindre des cibles inaccessibles, les pays de la zone euro se sont enfermés dans une spirale où la nervosité des marchés financiers est le moteur d'une austérité toujours plus grande.

Le chômage augmente encore en zone euro alors même qu'il n'a pratiquement pas cessé d'augmenter depuis 2009. La dégradation cumulée de l'activité économique compromet aujourd'hui la légitimité du projet européen et le remède de cheval menace la zone euro de dislocation.

Que se passerait-il si la zone euro changeait de cap dès 2012 ?

Supposons que les impulsions budgétaires négatives soient de -0,5 point de PIB au lieu des -1,8 point prévu au total dans la zone euro). Cet effort budgétaire moindre pourrait être répété jusqu'à ce que le déficit public ou la dette publique atteigne un objectif à définir. Par rapport aux plans actuels, parce que l'effort est plus mesuré, le fardeau de l'ajustement pèserait de façon plus juste sur les contribuables de chaque pays, évitant l'écueil des coupes sombres dans les budgets publics.

Le tableau 2 résume le résultat de cette simulation. Moins d'austérité conduit à plus de croissance dans tous les pays (tableau 2 bis) et ce d'autant plus que la restriction budgétaire annoncée pour 2012 est forte. Notre simulation tient compte également des effets de l'activité d'un pays sur les autres pays *via* le commerce extérieur. Ainsi, l'Allemagne, qui ne change pas son impulsion budgétaire dans notre scénario, voit sa croissance supérieure de 0,8 point en 2012.

Tableau 2. Impulsion budgétaire de -0,5 point de PIB dans la zone euro en 2012

	PIB (%/an)		Solde des APU (% PIB)		Taux de chômage (% pop.act.)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
2012, avec les plans actuels	1,5	-0,4	-3,6	-2,9	10,2	10,9
2012, si impulsion à -0,5% PIB		1,7		-3,1		9,7

Note : L'impulsion est la variation du déficit structurel. Le déficit structurel est le déficit public hors effet de la conjoncture. Une impulsion négative indique une politique budgétaire restrictive. APU = Administrations Publiques, intégrant l'État central, les collectivités territoriales et les administrations de sécurité sociale.

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

Dans le scénario « moins d'austérité », le chômage baisserait au lieu de continuer à augmenter. Dans tous les pays, sauf la Grèce, le déficit public serait réduit en 2012 par rapport à 2011. Certes, cette réduction serait moindre que dans le scénario initial dans quelques pays, notamment ceux qui ont annoncé des impulsions négatives très fortes (l'Espagne, l'Italie, l'Irlande, le Portugal et ... la Grèce) et qui sont ceux qui subissent le plus la défiance des marchés financiers. A l'inverse dans certains pays, comme en Allemagne ou aux Pays-Bas, le déficit public se réduirait plus que dans le scénario initial, l'effet indirect positif d'une croissance plus forte l'emportant sur l'effet direct d'une moindre rigueur budgétaire. Pour la zone euro dans son ensemble, le déficit public serait de 3,1 points de PIB contre 2,9 points dans le scénario initial. Une différence faible en regard d'une dynamique de croissance plus favorable (2,1 %) et d'une baisse du chômage (-1,2 point, tableau 2) au lieu d'une hausse dans le scénario initial.

La clef du scénario « moins d'austérité » est de permettre aux pays les plus en difficulté, et donc les plus contraints à une rigueur qui précipite leurs économies dans une spirale redoutable, d'adopter une réduction plus lente de leurs déficits. La zone euro est coupée en deux camps. D'un côté, il y a ceux qui réclament une austérité forte et brutale pour rendre crédible la soutenabilité des finances publiques et qui ont sous estimé ou ignoré délibérément les conséquences pour la croissance ; de l'autre, ceux qui, comme nous, recommandent moins d'austérité pour préserver plus de croissance et un

retour au plein emploi. Les premiers ont failli : la soutenabilité des finances publiques n'est pas assurée et la récession et le défaut d'un ou plusieurs pays guettent. La seconde stratégie est la seule voie de retour à la stabilité sociale, économique mais aussi budgétaire puisqu'elle concourt à la soutenabilité des finances publiques par un meilleur équilibre entre restriction budgétaire et croissance et emploi, comme nous l'avons proposé dans une [lettre au nouveau président de la République française](#).

Tableau 1. bis. Détail de la zone euro en 4 agrégats macroéconomiques de 2009 à 2012

	Croissance du PIB (%/an)				Solde des APU (% PIB)				Taux de chômage (% pop. act.)				Impulsion budgétaire (% PIB)			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
DEU	-5,1	3,6	3,1	0,3	-3,2	-4,3	-1,0	-1,1	7,8	7,1	6,0	5,5	0,7	1,2	-0,9	-0,3
FRA	-2,6	1,4	1,7	0,2	-7,5	-7,1	-5,2	-4,4	9,2	9,4	9,3	9,8	2,5	-0,7	-1,7	-1,7
ITA	-5,5	1,8	0,5	-1,7	-5,4	-4,6	-3,8	-2,8	7,8	8,4	8,4	9,4	0,8	-0,4	-1,0	-2,9
ESP	-3,7	-0,1	0,7	-1,1	-11,2	-9,3	-8,5	-6,5	18,0	20,1	21,7	23,5	4,1	-1,9	-1,2	-3,4
NLD	-3,5	1,6	1,3	-1,1	-5,6	-5,1	-5,0	-4,5	3,7	4,5	4,5	5,4	3,8	-1,5	-0,2	-1,9
BEL	-2,7	2,3	1,9	0,1	-5,8	-4,1	-4,0	-3,4	7,9	8,3	7,2	7,6	1,8	-0,3	-0,1	-1,4
PRT	-2,9	1,4	-1,5	-2,9	-10,1	-9,8	-4,0	-4,5	10,7	12,1	12,9	13,4	4,9	-0,6	-5,5	-3,0
IRL	-7,0	-0,4	0,7	-0,3	-14,4	-32,0	-10,1	-8,7	11,9	13,7	14,5	14,9	3,7	-4,1	-2,5	-3,0
GRC	-2,3	-4,4	-6,2	-5,3	-15,8	-10,6	-9,3	-7,3	9,5	12,5	17,2	19,5	3,4	-7,9	-5,6	-5,3
FIN	-8,4	3,7	2,8	0,7	-2,5	-2,5	-1,2	-0,9	8,8	8,4	7,8	7,5	0,4	-1,5	-1,1	-1,1
AUT	-3,6	2,5	3,0	0,4	-4,1	-4,4	-3,4	-3,0	4,8	4,4	4,2	4,5	0,4	0,6	-0,5	-1,2

Note : DEU Allemagne, FRA France, ITA Italie, ESP Espagne, NLD Pays Bas, BEL Belgique, PRT Portugal, IRL Irlande, GRC Grèce, FIN Finlande, AUT Autriche.

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

Tableau 2 bis. Impulsions budgétaires de -0,5 point de PIB dans les pays de la zone euro en 2012

	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD	BEL	PRT	IRL	GRC	FIN	AUT
Taux de croissance du PIB (%/an)	1,1	2,2	1,4	2,6	2,1	1,8	0,7	2,8	0,2	1,9	1,8
Différence avec le tableau 1bis	0,8	2,0	3,1	3,7	3,2	1,7	3,6	3,1	5,5	1,2	1,4
Dont : - effet direct	0,0	1,2	2,4	2,9	2,5	0,9	2,5	2,5	4,8	0,6	0,7
- effet <i>via</i> la demande adressée	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	1,1	0,6	0,7	0,6	0,7
Solde des APU (% PIB)	-0,7	-4,6	-3,7	-7,5	-4,3	-3,4	-5,2	-9,7	-9,4	-0,9	-3,0
Différence avec le tableau 1bis	0,4	-0,2	-0,9	-1,0	0,2	0,0	-0,7	-1,0	-2,1	0,0	0,0
Taux de chômage (% pop. act.)	5,1	8,8	7,9	21,6	3,8	6,7	11,6	13,3	16,8	6,9	3,8
Différence avec le tableau 1bis	-0,4	-1,0	-1,5	-1,9	-1,6	-0,9	-1,8	-1,5	-2,7	-0,6	-0,7

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

Italie : le défi de Mario Monti

par [Céline Antonin](#)

Dès son arrivée au pouvoir, le 12 novembre 2011, l'objectif de Mario Monti était explicite et s'articulait autour du triptyque : rigueur budgétaire, croissance et équité. Réussira-t-il à relever le défi ?

Mario Monti a succédé à Silvio Berlusconi alors que la défiance des investisseurs vis-à-vis de l'Italie ne cessait de croître, comme en attestait le creusement de l'écart de taux obligataire avec l'Allemagne et la forte augmentation des prix des CDS.

Italie : primes sur les CDS à 10 ans et taux des obligations à 10 ans



Source : Datastream.

Pour remplir son premier objectif de rigueur budgétaire, l'une des premières mesures du gouvernement a été l'adoption d'un plan d'austérité en décembre 2011, chiffré à 63 milliards d'euros sur 3 ans. Ce plan, le troisième de l'année, portant le nom évocateur de *Salva Italia* (Sauver l'Italie), a pour but de revenir à un quasi-équilibre des finances publiques dès 2013 (voir [« Italie : le pari de Mario Monti »](#)).

Quant au deuxième objectif, celui de restaurer la croissance et de renforcer la compétitivité du pays, il apparaît dans le plan « Croissance de l'Italie » (*Cresci Italia*) adopté par le Conseil des ministres le 20 janvier 2012 dans des conditions houleuses. Outre une simplification des procédures administratives (procédures d'appels d'offre, création d'entreprises, passage au numérique, ...) et des libéralisations dans les professions réglementées, l'énergie, les transports, et les assurances, ce plan prévoit des réformes complémentaires, concernant notamment la flexibilité du marché du travail. Autant les mesures de rigueur ont été adoptées facilement, autant ce deuxième plan a été assez mal accueilli, notamment les discussions autour des modifications de

l'article 18 du Code du travail qui confère aux employés et aux ouvriers dans les entreprises de plus de quinze salariés une protection contre les licenciements.

Enfin, sur le plan de l'équité, les progrès sont encore timides, notamment en matière de lutte contre l'évasion fiscale et contre l'économie souterraine.

La population sait que les mesures seront douloureuses : le quotidien économique *Il Sole 24 Ore* a ainsi annoncé que l'augmentation annuelle des impôts pour une famille moyenne vivant en Lombardie atteindrait 1 500 euros par an, et presque 2 000 euros pour une famille du Latium. Pourtant la population italienne a jusqu'à présent fait montre d'un grand sens de l'intérêt national, acceptant avec résignation la cure d'assainissement budgétaire. Quant aux marchés financiers, ils ont dans un premier temps relâché la pression sur le pays, l'écart de taux publics à long terme avec l'Allemagne passant de 530 à 280 points de base entre début janvier et mi-mars 2012. L'action de Mario Monti n'est pas la seule explication : grâce au rachat de titres obligataires fin 2011 et aux deux opérations de refinancement du système bancaire à 3 ans (LTRO) pour un montant total de 1 000 milliards d'euros, dont ont largement profité les banques italiennes, la BCE a activement participé à cette détente des taux. En outre, la réussite du plan d'échange de la dette grecque avec les créanciers privés a également contribué à détendre les taux.

La situation n'en demeure pas moins fragile et volatile : il a suffi que l'Espagne montre des signes de faiblesse budgétaire pour que l'Italie pâtisse de la méfiance, que l'écart de taux publics à long terme avec l'Allemagne se creuse à nouveau, atteignant 400 points de base début mai 2012 et que les primes sur CDS se remettent à progresser (graphique).

Quelles sont donc les perspectives pour les deux années à venir ? Après une récession entamée en 2011, avec deux trimestres de croissance négative, l'Italie devrait connaître

une année 2012 difficile, avec une forte contraction du PIB de 1,7 %, conséquence des trois plans de rigueur votés en 2011. Cet effet se poursuivrait en 2013, avec une nouvelle contraction du PIB de -0,9 %[\[1\]](#). En l'absence de mesure de rigueur supplémentaire, elle réduirait son déficit, mais moins qu'escompté en raison de l'[effet multiplicateur](#) : le déficit atteindrait 2,8 % du PIB en 2012, et 1,7 % en 2013, soit un rythme de réduction des déficits inférieur à son engagement qui prévoit de revenir à l'équilibre en 2013.

[\[1\]](#) Le FMI donne une prévision plus pessimiste pour 2012, avec -1,9 % de croissance en 2012 et plus optimiste pour 2013, avec -0,3 %.

Plaidoyer pour un pacte de croissance : beaucoup de bruit pour cacher un désaccord persistant

par [Jean-Luc Gaffard](#) et [Francesco Saraceno](#)

L'insistance mise sur la nécessité de compléter la rigueur budgétaire par des mesures susceptibles de relancer la croissance, pour une part induite par le débat électoral en France, est une bonne nouvelle, entre autre parce qu'elle représente la tardive reconnaissance que l'austérité est en train d'imposer un prix trop élevé aux pays du sud de l'Europe.

Cependant, invoquer la croissance n'a rien de nouveau et peut rester sans contenu réel. Déjà à la suite d'une intervention du gouvernement français, le pacte de stabilité était devenu en 1997 le pacte de stabilité et de croissance. Sans véritable conséquence sur la nature d'une stratégie tout entière tournée vers l'application de règles strictes en matière monétaire et budgétaire et la recherche de davantage de flexibilité dans le fonctionnement des marchés.

La semaine dernière, [Mario Draghi](#), ou encore [Manuel Barroso et Mario Monti](#) se sont montrés inquiets par la récession enregistrée notamment en Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas et en Grande-Bretagne, mais aussi soucieux de répondre formellement à la demande qui pourrait venir du nouveau gouvernement français. Aussi plaident-ils pour que soit négocié un pacte de croissance, mais en prenant soin de rappeler qu'il doit consister dans un engagement commun à effectuer les réformes structurelles là où elles n'ont pas encore été faites. Cette position rappelle la [lettre](#) de onze premiers ministres, aux autorités européennes en février dernier. Autrement dit, rien ne change dans la doctrine qui commande les choix de politique économique en Europe : la croissance ne peut être obtenue que par des réformes structurelles notamment des marchés du travail.

Cette position est pourtant doublement critiquable. [Il n'est pas sûr](#), en premier lieu, que ces réformes structurelles soient efficaces, à moins d'être utilisées dans un esprit non coopératif pour améliorer la compétitivité du pays qui s'y livre au détriment de ses partenaires commerciaux, comme a pu le faire l'Allemagne avec les réformes Hartz. En second lieu, des réformes généralisées, y compris lorsqu'elles sont justifiées en termes de croissance de long terme, auraient dans un premier temps un impact récessif sur la demande^[1], et donc sur l'activité. Elles ne peuvent donc répondre à ce qui est une exigence immédiate et prioritaire, à savoir enrayer la récession en train de se généraliser.

Le véritable défi auquel sont confrontés les Européens est bien de concilier le court et le long terme. La solution proposée jusqu'ici, une austérité budgétaire généralisée qui [rétablirait la confiance des acteurs privés](#), et que viendraient compléter ces réformes structurelles censées augmenter le taux de croissance potentiel, ne marche simplement pas. Le prouvent les évolutions observées en Grèce, mais aussi au Portugal et en Irlande, élèves modèles des plans de sauvetage européens, ainsi qu'en Grande-Bretagne, en Italie et en Espagne. Les multiplicateurs budgétaires restent fermement keynésiens (voir [Christina Romer](#), et [Creel, Heyer et Plane](#)), et les effets dits « non-keynésiens » sur les anticipations sont limités ou inexistants.

La croissance ni ne se décrète ni ne s'établit instantanément, contrairement à la spirale déflation-austérité dans laquelle s'enlisent aujourd'hui de plus en plus de pays européens.

Elle n'a de chances de se concrétiser que si la consolidation budgétaire n'est ni immédiate ni drastique. En fait, si la consolidation imposée aux pays en difficulté est étalée dans le temps (au delà de l'horizon 2013 qui sera en tout état de cause impossible à atteindre) et si une politique budgétaire plus expansionniste est conduite dans les pays en mesure de le faire de manière à ce que, au niveau européen, l'effet global soit au moins neutre ou mieux expansionniste. Cette stratégie ne serait pas forcément sanctionnée par les marchés qui ont montré dans un passé récent qu'ils étaient sensibles à l'exigence de croissance. Dans le cas contraire, des mesures devraient être prises par la BCE pour échapper à la contrainte qu'ils exercent. Ce soutien à court terme doit s'accompagner d'un effort substantiel à moyen terme d'investissement réalisé dans le cadre de programmes industriels européens financés par l'émission d'euro-obligations, et donc par un budget européen enfin de taille appropriée aux tâches de l'Union. Cette façon d'articuler et coordonner les choix à court et moyen terme serait un pas important vers la mise en place d'une structure

fédérale seule à même de permettre la résolution de la question européenne.

[\[1\]](#) R.M. Solow, Introduction à Solow R.M. Ed. (2004) *Réformes structurelles et politique macroéconomique*, Paris : Economica (Traduction de *Structural Reforms and Macroeconomic Policy*, London : Macmillan).