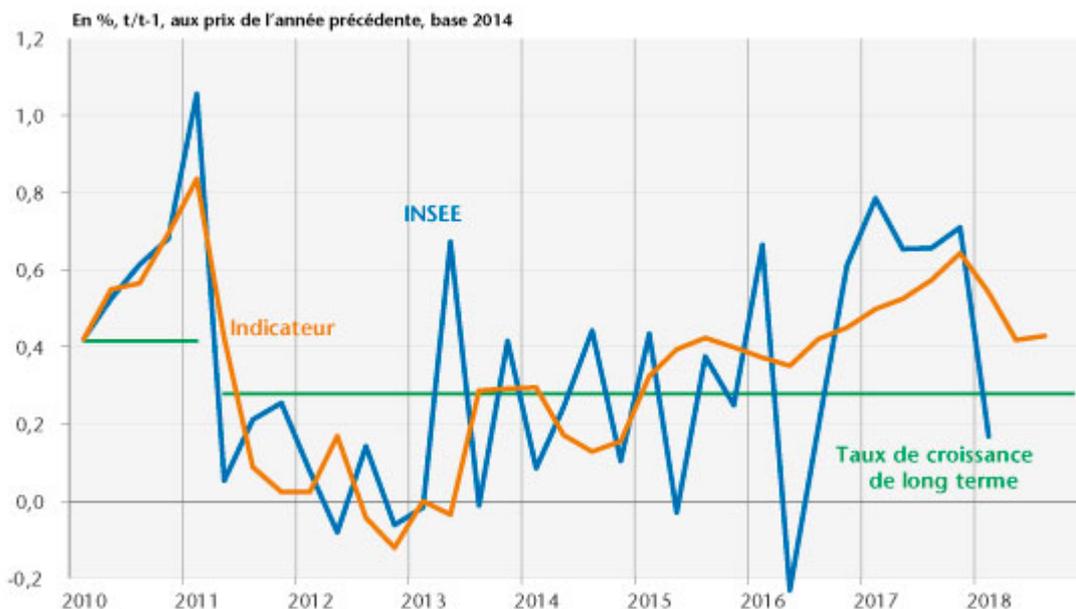


# L'indicateur avancé : pas de signal de fin de cycle

par [Hervé Péléraux](#)

Selon l'indicateur avancé de l'OFCE pour la France, bâti sur les enquêtes de conjoncture publiées par l'INSEE le 21 juin, la croissance de l'économie française serait de +0,4 % au deuxième et au troisième trimestre 2018. Après la nette embellie de 2017, et la retombée de la croissance au premier trimestre (+0,2 %), les perspectives trimestrielles apparaissent nettement moins favorables en 2018 qu'en 2017.

Graphique. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Tableau. Le taux de croissance du PIB observé et prévu

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2014

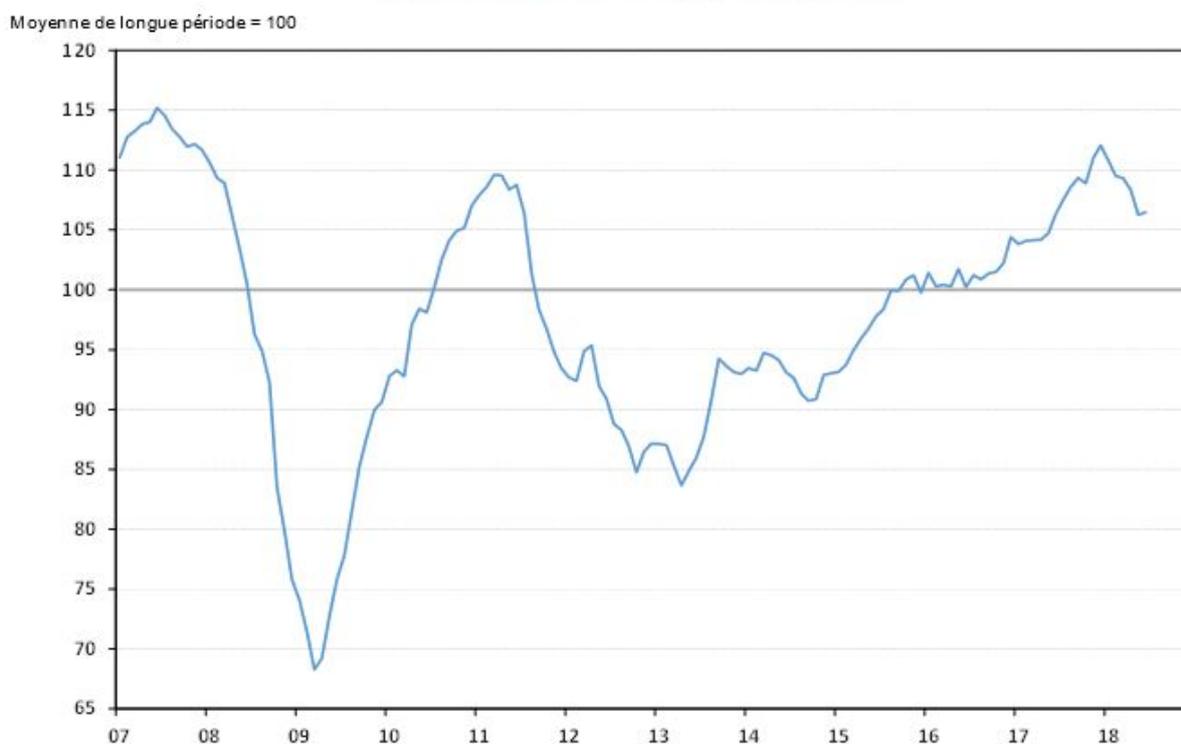
|            | 2017 |       |      | 2018 |      |      |
|------------|------|-------|------|------|------|------|
|            | T2   | T3    | T4   | T1   | T2   | T3   |
| INSEE      | +0,7 | +0,7  | +0,7 | +0,2 | -    | -    |
| Indicateur | +0,5 | +0,56 | +0,6 | +0,5 | +0,4 | +0,4 |

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les publications successives des enquêtes de conjoncture confirment depuis le début de l'année le repli de l'opinion

des chefs d'entreprise et des ménages interrogés par l'INSEE. Le climat des affaires reste certes à niveau élevé, mais sa trajectoire récente laisse penser qu'il a atteint un pic au tournant de 2017 et de 2018.

### Climat des affaires en France



Source : INSEE

Les indicateurs de confiance restent néanmoins largement au-dessus de leur moyenne de longue période dans toutes les branches, ce qui laisse entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance tendancielle. Par conséquent, même si la croissance ralentit en 2018, cette baisse de régime n'est pas le signal d'une inversion du cycle en cours en l'état actuel de l'information sur les enquêtes.

Un tel signal serait donné par le passage du taux de croissance du PIB sous le taux de croissance tendanciel (que l'on peut assimiler au taux de croissance potentiel de l'économie), évalué par l'estimation de l'indicateur à +0,3 % par trimestre, seuil auquel les prévisions actuelles sont supérieures. La poursuite du mouvement de fermeture de l'écart de production n'est donc pas remise en question.

Le passage à vide actuel peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèse, au premier semestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages (voir sur ce point P. Madec et *alii*, « [Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités](#) », *Policy Brief de l'OFCE*, n° 30, 15 janvier 2018). L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique a retenti négativement sur le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. S'ajoute à ces facteurs négatifs le regain d'inflation lié à la hausse des prix de l'énergie et de l'ensemble des matières premières qui, entre décembre 2017 et mai 2018, a relevé en France la progression des prix en glissement annuel de 1,2 % sur un an à 2 %. Commun à l'ensemble des économies européennes (voir E. Heyer, « [Que doit-on déduire des chiffres d'inflation ?](#) »), le choc inflationniste affecte la dynamique de croissance générale en Europe, ce qui en retour pèse sur le commerce extérieur français.

Le choc de demande négatif propre à la France, lié à la politique fiscale du gouvernement, ne serait toutefois que ponctuel et devrait jouer en sens inverse au second semestre avec la montée en charge de certaines mesures, notamment la baisse de la taxe d'habitation et la seconde tranche de baisse de cotisations-salariés qui contribueront très positivement à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages.

---

## La croissance française en

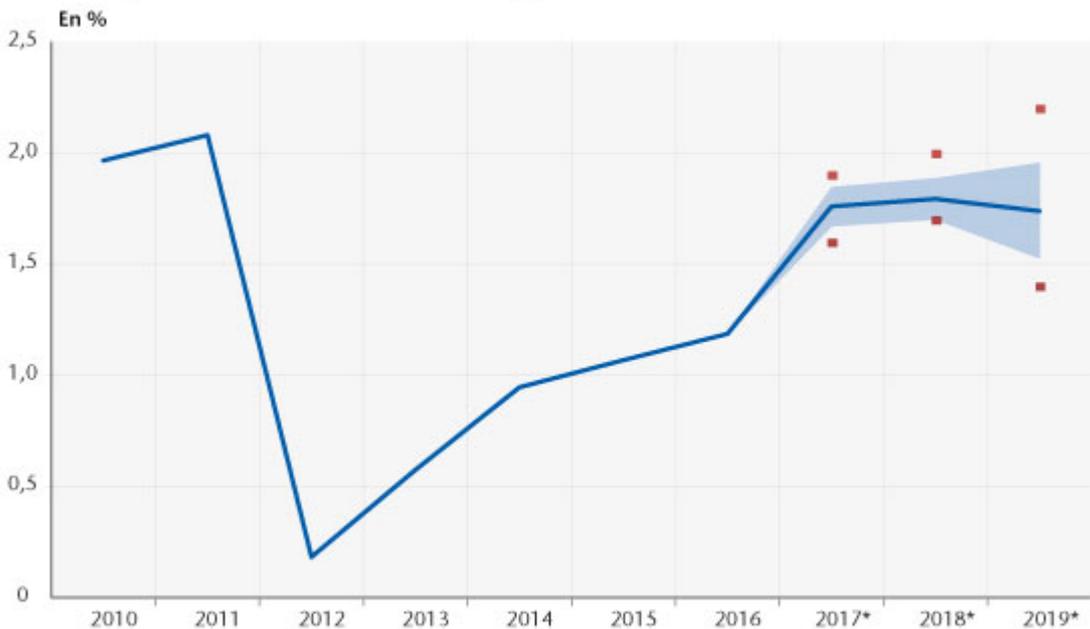
# 2018-2019 : ce qu'en disent les prévisionnistes ...

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

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

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

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

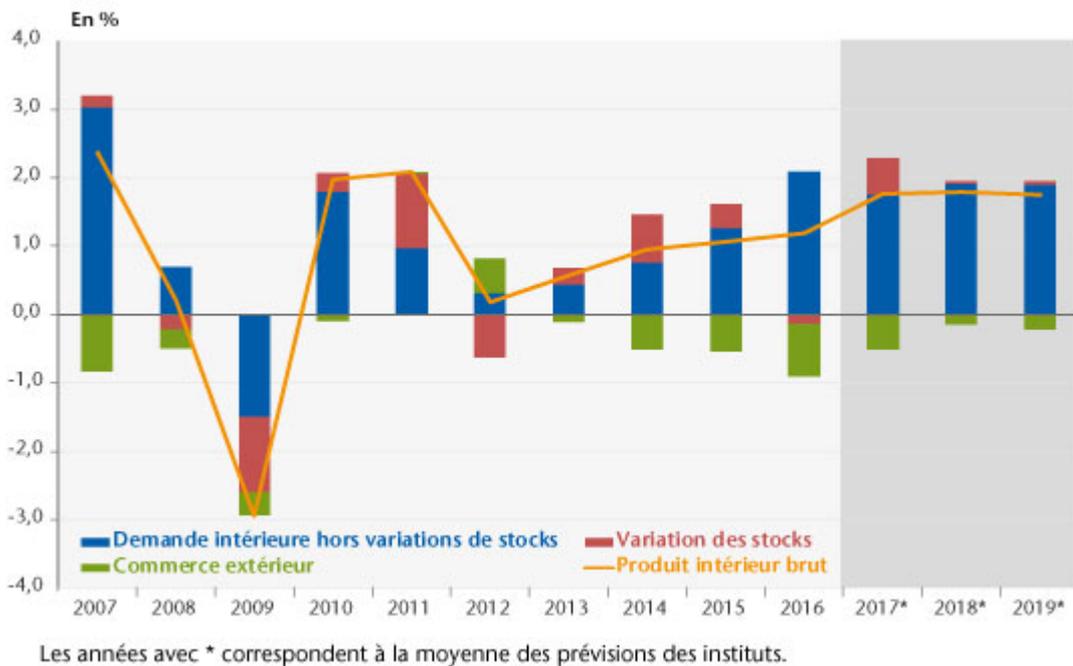


Les années avec \* sont des périodes de prévisions. La ligne bleue est la moyenne des réponses fournies par les 18 instituts. La bande bleue est bornée par les écarts types. Les points rouges représentent le minimum et le maximum des prévisions.

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

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

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



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

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

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

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

---

## France : croissance en héritage

Département analyse et prévision (équipe France)

Ce texte résume les perspectives 2017-2019 pour l'économie française dont une version complète est disponible [ici](#).

Après cinq années de croissance atone (0,8 % en moyenne sur la période 2012-16), une reprise se dessine enfin en France, avec des hausses attendues du PIB de 1,8 % en 2017, 1,7 % en 2018 et 1,9 % en 2019. Certains facteurs négatifs qui ont marqué 2016 (chute de la production agricole, impact des attentats

sur le tourisme...) ont disparu en 2017 et l'économie devrait désormais profiter pleinement des effets positifs des politiques d'offre mises en œuvre sous la présidence Hollande. À ceci s'ajoute l'effet d'entraînement du dynamisme renforcé des économies européennes. La consolidation budgétaire sera de faible ampleur pour les deux années à venir<sup>[1]</sup> (0,3 point de PIB sur 2018-2019) et ne devrait pas remettre en cause la reprise en cours et la baisse du chômage entamée en 2015. Au total, en intégrant l'effet retardé des politiques d'offre passées, la politique budgétaire aura un impact neutre sur la croissance du PIB en 2018 et légèrement positif (+0,2 point de PIB) en 2019. La réduction du déficit public sera lente (2,9 % du PIB en 2017, 2,6 % en 2018 et 2,9 % en 2019), mais ceci masque la forte amélioration du solde public en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE. La réduction serait suffisante pour rester en-dessous de la barre des 3 % et assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité.

Le rétablissement de la situation financière des entreprises françaises et le redressement de l'investissement productif depuis 2015 devraient soutenir les parts de marché à l'exportation. Au sein d'un environnement économique plus porteur en zone euro, le commerce extérieur ne devrait plus être un frein à la croissance de la France. Au final, la croissance économique serait suffisamment robuste et créatrice d'emplois dans le secteur marchand (247 000 en 2017, 161 000 en 2018 et 223 000 en 2019) pour faire baisser le taux de chômage en France métropolitaine à 9,2 % à la fin du deuxième trimestre 2017 à 8,9 % fin 2018 et 8,5 % fin 2019. Mais la forte baisse des nouveaux contrats aidés au second semestre 2017, poursuivie en 2018 (de 320 000 en 2017 à 200 000 en 2018) et la fin de la montée en charge des dispositifs fiscaux d'enrichissement de la croissance en emplois (CICE, Pacte de responsabilité), voire leur suppression (Prime à l'embauche), seraient un frein notable à la baisse du chômage en 2018.

[1] Cette prévision ne tient pas compte des mesures issues du Projet de loi de finances rectificatives pour 2018

---

# Le marché du travail sur la voie de la reprise

par [Bruno Ducoudré](#)

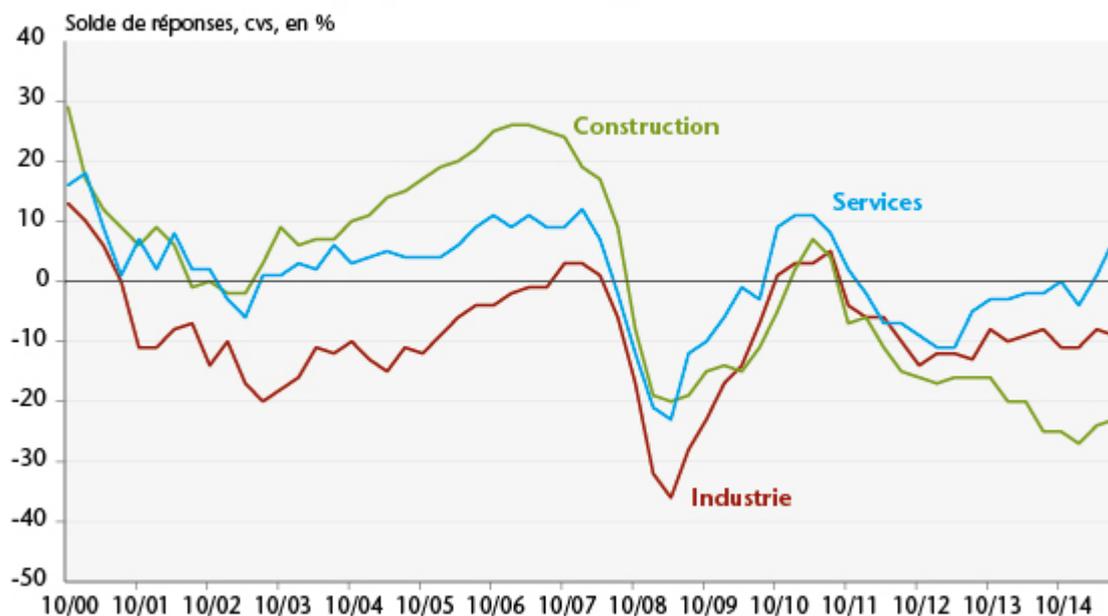
Les chiffres du mois de septembre 2015 publiés par Pôle Emploi font apparaître, après la hausse enregistrée du mois d'août (+20 000), une baisse significative du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle Emploi et n'exerçant aucune activité (catégorie A) de 23 800 personnes. Si ce chiffre est encourageant, il est à mettre en regard avec les augmentations observées en catégories B et C (+25 600). Ainsi, si des reprises d'emploi ont bien eu lieu, elles n'ont pas entraîné de sorties du chômage tel que mesuré par Pôle Emploi, n'enrayant ainsi pas la hausse continue du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée (+10,4% en an). Malgré tout, ces évolutions viennent conforter les enseignements tirés de l'analyse conjoncturelle et visant à mettre en lumière l'[enclenchement d'une reprise de l'activité](#).

Après 76 000 emplois créés en France en 2014 grâce au dynamisme des emplois non-marchands, le premier semestre 2015 a été marqué par une augmentation des effectifs dans le secteur marchand (+26 000) conduisant à une accélération des créations d'emplois dans l'ensemble de l'économie (+45 000) sur la première moitié de l'année. Les statistiques récentes portant sur l'emploi confirment cette tendance à l'accélération pour le troisième trimestre 2015 : ainsi sur un

an, les déclarations d'embauche de plus d'un mois enregistrées par l'Acoss augmentent de 3,7 %, après +0,7 % au trimestre précédent. Les enquêtes auprès des entreprises signalent également une hausse des intentions d'embauches au troisième trimestre, celles-ci étant redevenues positives depuis le début de l'année dans le secteur des services, et le creux dans la construction ayant été vraisemblablement atteint en début d'année (cf. graphique 1).

Notre analyse du marché du travail à l'horizon 2017, détaillée dans le [dernier exercice de prévisions de l'OFCE d'octobre 2015](#), indique que le secteur marchand continuerait à créer des emplois d'ici la fin d'année 2015 (+0,1 % aux troisième et quatrième trimestres). Ce rythme de créations d'emplois resterait toutefois trop faible pour envisager une baisse du taux de chômage d'ici la fin de l'année, compte tenu de notre prévision pour le taux de croissance du PIB (+0,3 % au troisième trimestre et de +0,4 % au quatrième trimestre 2015) et de la présence de sureffectifs dans les entreprises, que nous évaluons à 100 000 au deuxième trimestre 2015. Le taux de chômage se stabiliserait ainsi à 10 % jusqu'à la fin de l'année. Avec une croissance du PIB de 1,8 %, l'année 2016 serait marquée par une nette accélération des créations d'emplois dans le secteur marchand une fois les sureffectifs absorbés par les entreprises, permettant une baisse du taux de chômage à partir du deuxième trimestre 2016. Cette baisse se poursuivrait jusqu'à la fin de l'année 2017.

**Graphique 1. Tendence prévue des effectifs**



Sources : Insee, enquêtes de conjoncture.

Les trois dernières années de faible croissance ont pesé sur l'emploi dans le secteur marchand (-73 000 emplois entre le début d'année 2012 et la fin 2014, cf. tableau). La vigueur de l'emploi dans le secteur non-marchand, soutenue par la montée en charge des contrats aidés (emplois d'avenir et contrats uniques d'insertion non-marchands) a permis de compenser ces destructions d'emplois marchands, l'emploi total progressant de 164 000 sur la même période, ce qui a freiné la progression du taux de chômage au sens du BIT : celui-ci est passé de 9 % de la population active fin 2011 à 10,1 % fin 2014 en France métropolitaine, soit +1,1 point d'augmentation.

**Tableau. Emploi et chômage**

Variations annuelles en milliers, au dernier trimestre

| Glissement annuel                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015* | 2016* | 2017* |
|----------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Population active observée       | 265  | 46   | 203  | 62    | 134   | 139   |
| Emploi total                     | 31   | 57   | 76   | 103   | 193   | 242   |
| - Secteur marchand               | 0    | -38  | -35  | 73    | 238   | 245   |
| Salariés                         | -63  | -58  | -43  | 60    | 209   | 216   |
| Non-salariés                     | 63   | 20   | 8    | 14    | 28    | 29    |
| - Secteur non marchand           | 31   | 95   | 111  | 29    | -45   | -3    |
| Emplois aidés                    | 5    | 60   | 21   | 17    | -54   | -4    |
| Emplois non aidés                | 26   | 35   | 90   | 12    | 10    | 1     |
| Chômage                          | 234  | -11  | 127  | -41   | -58   | -103  |
| Taux de chômage au T4 (en %)     | 9,7  | 9,7  | 10,1 | 10,0  | 9,8   | 9,4   |
| Taux de croissance du PIB (en %) | 0,3  | 0,8  | 0,2  | 1,1   | 1,8   | 2,0   |

\* prévision OFCE.

Sources : INSEE et Ministère du travail, prévisions OFCE, *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

L'année 2015 marque une transition, avec une reprise des créations d'emplois dans le secteur marchand (+73 000 prévus sur l'ensemble de l'année) et un moindre dynamisme des créations d'emplois dans le non-marchand. Sur l'ensemble de l'année, l'accélération de la croissance (+1,1% prévu en moyenne annuelle en 2015 mais 1,4 % en glissement annuel) et la montée en puissance des politiques de baisse du coût du travail (CICE et Pacte de responsabilité) soutiendraient les créations d'emplois. Les effets cumulés du CICE et du Pacte de responsabilité, une fois pris en compte l'effet du financement, permettraient de créer ou de sauvegarder 42 000 emplois en 2015. Toutefois, les créations d'emplois seraient freinées par la présence de sureffectifs dans les entreprises [\[1\]](#) : en période d'accélération de l'activité économique, les entreprises absorbent généralement la main-d'œuvre sous-utilisée avant d'augmenter le volume d'emploi.

Du côté du secteur non-marchand, la politique de l'emploi continue de soutenir le marché du travail en 2015, via la hausse des contrats aidés. L'augmentation est cependant moins rapide que les années précédentes, le nombre d'emplois d'avenir atteignant un plafond en 2015 (graphique 2). Finalement, l'emploi total progresserait de 103 000 en 2015, ce qui permettrait une stabilisation du taux de chômage à 10 % d'ici la fin de l'année.

Pour 2016 et 2017, l'accélération de la croissance (avec respectivement 1,8 % et 2 %) combinée à la poursuite de la montée en puissance des politiques de baisse du coût du travail et à la fermeture du cycle de productivité courant 2016 permettraient une accélération des créations d'emplois dans le secteur marchand. Les créations d'emplois s'élèveraient, en glissement annuel, à 238 000 en 2016 et 245 000 en 2017 pour le seul secteur marchand, soit un rythme comparable à celui observé entre la mi-2010 et la mi-2011 (+234 000 emplois créés). En revanche, en 2016, le nombre de contrats aidés dans le non-marchand prévu dans le Projet de loi de finances pour 2016 baisse par rapport aux années antérieures (200 000 CUI-CAE et 25 000 emplois d'avenir en 2016 contre respectivement 270 000 et 65 000 pour l'année 2015). Pour 2017, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non-marchands. (cf. graphique 2). Au total, le retour durable des créations d'emplois dans les entreprises enclenchera la baisse du taux de chômage à partir du deuxième trimestre 2016. Bien que poussive, cette baisse devrait être durable, le taux de chômage atteignant 9,8 % de la population active fin 2016 et 9,4 % fin 2017.

**Graphique 2. Contrats aidés dans le secteur non-marchand**



Note : La baisse des CUI-CAE observée au deuxième semestre 2014 provient du basculement des CAE des entreprises d'insertion en CDD.

Champ : France métropolitaine.

Sources : DARES, prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

---

[1] La présence de sureffectifs dans les entreprises provient de l'écart de la productivité du travail à sa tendance de long terme, appelé cycle de productivité. Ce dernier est le résultat du délai d'ajustement de l'emploi à l'activité. Voir Ducoudré et Plane, 2015, « [Les demandes de facteurs de production en France](#) », *Revue de l'OFCE*, n°142.

---

## Les mesures d'austérité dans

# La zone euro ralentissent l'économie européenne

Rapport de l'IMK-OFCE-WIFO, 29 mars 2012 (Contact à l'OFCE : [Catherine Mathieu](#))

*Version courte du Communiqué de Presse diffusé par l'IMK, le 29 mars 2012. Le texte original est consultable sur : [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_report\\_71\\_2012.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_71_2012.pdf); et en version anglaise sur [http://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_report\\_71e\\_2012.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_71e_2012.pdf)*

L'Institut de macroéconomie et de conjoncture (IMK) à la fondation Hans-Böckler, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) et l'Institut autrichien de recherche économique (WIFO) ont publié jeudi 29 mars un Rapport soulignant que la crise dans la zone euro et les politiques d'austérité provoquent un ralentissement économique dans de nombreux pays européens et posent un fort défi à l'économie allemande cette année et l'année prochaine.

Le rapport comprend une prévision de court terme centrée sur l'économie allemande, une prévision de moyen terme et des analyses de politique économique portant sur les économies européennes. L'exercice de prévision commune réalisé par les Instituts dans le cadre de ce projet est par principe indépendant des propres prévisions menées par chaque Institut. Cependant, les analyses réalisées, le diagnostic et les conclusions de politique économique sont largement les mêmes, comme l'on peut le constater à la lecture des dernières [prévisions de l'OFCE](#).

Ainsi, les trois instituts soulignent que la crise dans la zone euro et les politiques d'austérité provoquent un ralentissement économique dans de nombreux pays européens et posent un fort défi à l'économie allemande cette année et

l'année prochaine. En 2012, l'Allemagne connaîtra une stagnation économique. Le PIB n'augmentera que de 0,3 %. En 2013, la situation ne s'améliorerait que légèrement – le PIB devrait croître de 0,7 %. La France, le partenaire commercial le plus important de l'Allemagne, atteindra seulement des taux de croissance de 0,2 % en 2012 et de 0,7 % en 2013. En raison d'une croissance négative dans les pays d'Europe du Sud et même aux Pays-Bas et en Belgique, la zone euro dans son ensemble connaîtrait une récession prolongée : le PIB de la zone euro baisserait de 0,8 % en 2012 ; puis de 0,5 % en 2013.

La baisse de la demande en provenance des pays voisins ralentit à la fois les exportations et les investissements allemands. En outre, la dynamique économique mondiale diminue également : dans de nombreux pays d'Asie et d'Amérique latine, les taux de croissance ralentissent sensiblement. En 2012, la consommation relativement soutenue sera donc le seul moteur de l'économie allemande. La faiblesse de la croissance mettra aussi fin à la forte reprise du marché de travail mais sans retournement : en 2012, le taux de chômage diminuera à nouveau légèrement. En 2013, l'emploi et le chômage resteront stables.

Par rapport à la prévision de l'IMK de décembre 2011, les chercheurs du réseau ont légèrement revu à la hausse les prévisions de la croissance du PIB allemand en 2012 de 0,4 point.

Selon Gustav A. Horn, le directeur scientifique de l'IMK : « L'idée que l'Allemagne pourrait réorienter ses exportations de la zone euro vers l'extérieur de la zone est une illusion. Les pays de la zone resteront nos partenaires commerciaux principaux. La politique d'austérité excessive d'un bon nombre de ces pays – imposée par le pacte budgétaire à la quasi-totalité de l'UE – nous frappera durement. Bien sûr, les pays de la zone euro en crise doivent réduire leurs déficits. Mais une politique d'austérité généralisée de tous les pays européens va étouffer la croissance et mettre ainsi en question l'amélioration des finances publiques elle-même. Pour

trouver une issue à la crise, la stratégie économique de l'Europe doit comporter une politique globalement expansionniste. Toute autre politique déstabiliserait les marchés financiers plutôt qu'elle ne les calmerait ».

### **Attention à un changement de la politique de la BCE**

Cependant, l'IMK, l'OFCE et WIFO ne prévoient pas d'aggravation de la crise de la dette dans la zone euro. Ils estiment que la BCE poursuivra sa stratégie jusqu'à présent efficace : fournir des liquidités à des conditions favorables aux banques et d'acheter des obligations publiques sur les marchés secondaires pour faire baisser les taux d'intérêt. Les chercheurs mettent explicitement en garde contre un changement de cap : « Dans le contexte de la crise, les récentes tentatives pour empêcher la BCE de poursuivre une fourniture abondante de liquidités sont très dangereuses. »

### **Perte de croissance du fait des politiques budgétaires restrictives**

Les instituts du Réseau ont calculé les conséquences des mesures d'austérité dans leurs projections de moyen terme. Entre 2010 et 2013, les pays de la zone euro effectueront des impulsions budgétaires négatives représentant, au total, de 6,7 points du PIB de la zone. Dans les pays en crise comme l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et la Grèce, ces impulsions sont encore plus fortes, allant de 12 à 24 points de PIB. Elles provoqueront des pertes de croissance cumulées allant de 10 % du PIB en Irlande à 25,3 % en Grèce : « c'est un effondrement total de l'économie grecque, » écrivent les chercheurs.

La croissance ralentira aussi en Italie, en France et même aux Pays-Bas en raison des fortes impulsions négatives allant de 5 à 9 points de PIB cumulées entre 2010 et 2013. Les pertes de croissance induites entre 2010 et 2013 sont de 4,6 % aux Pays-Bas, de 8 % en France et de 9,6 % en Italie. Par contre,

l'impulsion budgétaire négative de 1,5 % en Allemagne est relativement faible. Mais en raison des liens économiques étroits avec les pays en crise, la croissance allemande de la période 2010-2013 subira une baisse de 2,7 % par rapport à un scénario sans austérité. Dans les pays en crise, les pertes de croissance réduisent fortement les efforts de réduction des déficits publics du fait des baisses de recettes fiscales et de l'augmentation de certaines dépenses, comme celles d'indemnisation du chômage. Dans l'ensemble, « la politique d'austérité généralisée mise en œuvre dans le cadre du pacte budgétaire élargira le fossé au sein de la zone euro entre d'un côté les pays du Sud de l'Europe et de l'autre l'Allemagne et les autres pays d'Europe centrale et du Nord. Par cette politique, la crise ne sera pas résolue mais aggravée », avertissent les instituts.

Les chercheurs ont aussi étudié des stratégies alternatives sans austérité budgétaire. Ainsi ont-ils simulé les effets d'une stratégie de bas taux d'intérêt. Le scénario est basé sur l'hypothèse que les taux d'intérêt à 10 ans pour le financement des états membres de la zone euro pourraient être fixés à 2%, par une garantie collective des dettes publiques soutenue par la BCE. Cela rendrait possible d'abandonner les conditions contraignantes imposées par le pacte budgétaire. Dans ce scénario, la croissance économique serait nettement plus forte – de 0,8 point par an en moyenne entre 2012 et 2016 à l'échelle de la zone euro – et le chômage plus faible que dans le scénario acceptant les contraintes du Pacte budgétaire. Certes, les déficits publics resteraient plus forts, mais, en raison de la plus forte croissance, les ratios de dettes publiques seraient plus bas.

---

# L'irrésistible attraction vers la récession

par [Hervé Péléraux](#)

L'indicateur avancé pour l'économie française, mise à jour au 30 janvier 2011

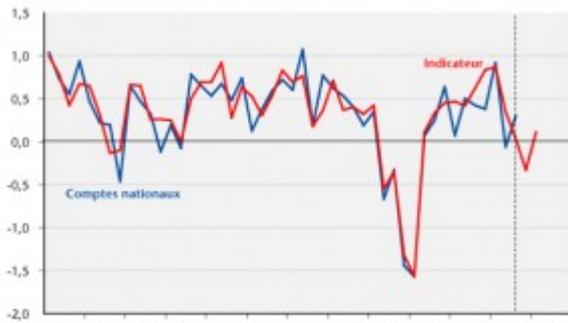
Les prévisions de février de l'indicateur avancé ont sensiblement dégradé les perspectives de l'économie française au tournant de 2011 et de 2012.

D'un côté, le PIB devrait reculer davantage qu'escompté au quatrième trimestre de 2011, -0,3 contre -0,2 % estimé le mois précédent. De l'autre, la reprise de la croissance au premier trimestre 2012, entrevue en janvier, est en passe de disparaître, avec une hausse du PIB ramenée à 0,1 %, contre 0,3 dans les estimations précédentes. Au total, le PIB se contracterait donc de 0,2 % sur les deux trimestres. L'aléa qui pèse sur la prévision du PIB à deux trimestres, et que nous avons déjà souligné [antérieurement](#), se lève progressivement dans un sens défavorable au fur et à mesure que les informations négatives s'accumulent. En particulier, le climat des affaires dans l'industrie a poursuivi sa chute en janvier à un rythme supérieur à celui escompté le mois précédent.

La dégradation du climat des affaires prend le pas sur les éléments plus positifs qui jusqu'à présent amortissaient l'effet de la crise des dettes souveraines sur la croissance, à savoir la baisse de l'euro contre le dollar au troisième trimestre 2011 et l'interruption de la plongée du CAC40 au quatrième trimestre. Si cette même dynamique se reproduisait en février et en mars, la France n'aurait plus guère de chances d'échapper à la récession au sens habituellement admis, c'est-à-dire la survenue de deux trimestres consécutifs

de recul du PIB.

Le taux de croissance du PIB selon les comptes nationaux et selon l'indicateur \*



\* L'estimation est réalisée avec une variable muette valant 1 au premier trimestre 2009.

En %, UI -1, prix chaînés, base 2005

|                   | 2010 |     | 2011 |     |      | 2012 |
|-------------------|------|-----|------|-----|------|------|
|                   | T4   | T1  | T2   | T3  | T4   | T1   |
| Comptes nationaux | 0,4  | 0,9 | -0,1 | 0,3 | -    | -    |
| Indicateur        | 0,8  | 0,9 | 0,4  | 0,0 | -0,3 | 0,1  |

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Prochaine mise à jour le 29 février 2012

---

# Politique monétaire : Open-Market Operations ou Open-Mouth Operations ?

par [Paul Hubert](#)

La communication d'un banquier central peut-elle influencer les anticipations des agents au même titre que les modifications de taux d'intérêt ? A en croire Ben Bernanke, il semblerait que oui.

Dans son [discours du 18 octobre 2011](#), Ben Bernanke, gouverneur de la Banque centrale des Etats-Unis, a mis en avant l'intérêt qu'il porte à trouver de nouveaux outils pour que les entreprises et ménages soient en mesure d'anticiper les orientations de politique monétaire futures. On apprend ainsi

que le Comité de décision de la politique monétaire ([FOMC](#)) étudie les moyens d'accroître la transparence de ses prévisions macroéconomiques. En effet, ces prévisions pourraient être considérées comme un outil de politique monétaire si leur publication influence la formation des anticipations privées.

Il est intéressant de noter que l'effet de la communication des prévisions de la banque centrale passe par sa crédibilité. En effet, la publication de prévisions n'a pas d'effets contraignants et mécaniques sur l'économie. Le canal de transmission passe par la confiance que les entreprises et ménages ont dans les annonces de la Banque centrale. Ainsi, si une annonce est crédible, alors l'action n'est plus obligatoirement nécessaire ou l'amplitude de l'action requise réduite. Le mécanisme est simple : la publication des prévisions modifie les anticipations privées qui modifient à leur tour leurs décisions et affectent donc les variables économiques. La volonté de Ben Bernanke de mettre en œuvre ce qu'il nomme « [forward policy guidance](#) » et l'émphase qu'il met sur l'importance des prévisions des banques centrales suggèrent que la Fed cherche à utiliser cet instrument additionnel qui semblent être les prévisions pour mettre en œuvre plus efficacement sa politique monétaire.

Sur la base des anticipations d'inflation des agents privés collectées à l'aide d'enquêtes trimestrielles appelées *Survey of Professional Forecasters* et disponibles [ici](#), il apparaît que les prévisions d'inflation du FOMC, publiées deux fois par an depuis 1979, ont un effet positif et persistant sur les anticipations privées (voir le [document de travail](#)). Celles-ci augmentent de 0,7 point de pourcentage lorsque la Fed augmente ses prévisions d'1 point de pourcentage. Deux interprétations de cet effet peuvent être proposées : en augmentant ses prévisions, la Fed influence les anticipations privées et crée d'une certaine manière 0,7 point de pourcentage d'inflation. L'efficacité d'une telle annonce serait donc discutable. A

l'opposé, on peut imaginer qu'une hausse d'1 point de pourcentage de l'inflation va survenir et qu'en l'annonçant, la Fed envoie un signal aux agents privés. Ceux-ci anticipent alors une réaction de la Fed pour contrer cette hausse et réduisent leur anticipation de cette hausse. La Fed aurait donc réussi à empêcher 0,3 point de pourcentage de la future hausse d'inflation en communiquant dessus, l'annonce étant donc efficace.

Ce dernier mécanisme appelé « Open-Mouth Operations » dans un [article](#) publié en 2000 se focalisant sur la Banque centrale néo-zélandaise se veut donc un complément des [opérations d'open market](#) qui consistent à modifier le taux d'intérêt directeur de la banque centrale pour affecter l'économie.

Afin de mettre en lumière les raisons pour lesquelles les anticipations privées ont augmenté, on peut caractériser les mécanismes sous-jacents à l'influence des prévisions du FOMC. Si les prévisions du FOMC sont un bon indicateur avancé du futur taux d'intérêt directeur de la Fed, elles donnent de l'information sur les futures décisions. Il ressort de cette étude qu'une hausse des prévisions du FOMC signale une hausse du taux directeur de la Fed intervenant entre 18 et 24 mois.

De plus, les prévisions du FOMC n'ont pas les mêmes effets que le taux directeur sur les variables macroéconomiques et ne répondent pas de la même manière aux chocs macroéconomiques : les réponses du taux directeur à des chocs macroéconomiques sont larges et rapides en comparaison de celles des prévisions. Ce résultat suggère que les prévisions du FOMC sont un instrument *a priori* conçu pour mettre en œuvre la politique monétaire sur le long terme alors que le taux directeur est un instrument *a posteriori*, répondant aux chocs touchant l'économie et donc aux cycles de court terme.

---

# La Très Grande Récession

*Perspectives économiques mises à jour pour les grands pays développés en 2012*

Département Analyse et Prévision, sous la direction de [Xavier Timbeau](#)

Les perspectives de croissance pour les pays développés et plus particulièrement européens se sont dégradées spectaculairement au cours des dernières semaines. La dépréciation « volontaire et négociée » des titres de dette souveraine grecque, qui n'est autre qu'un défaut souverain, la vague de plans de restriction budgétaire annoncés alors que les lois de finance sont encore en train d'être débattues, l'impuissance de l'Union européenne à mobiliser ses forces dans la crise sont autant de facteurs qui ont rendu les prévisions faites il y a deux mois obsolètes. L'année 2012 sera marquée par une récession dans plusieurs pays européens, dont la France.

Publiés en août 2011, les chiffres de croissance pour le deuxième trimestre 2011 dans les pays développés ont relativisé les signaux positifs du début de l'année 2011. Au troisième trimestre 2011, les comptes nationaux ont été meilleurs qu'attendu, mais le répit serait de courte durée. Les indicateurs conjoncturels pour la majorité des pays développés (cf. [note associée](#)) annoncent une réduction de l'activité au quatrième trimestre 2011 et [au début de l'année 2012](#). La zone euro stagnerait en 2012 ; avec +0,4 % de croissance du PIB, l'Allemagne enregistrerait la « meilleure » performance de la zone euro (tableau 1).

Tableau 1. prévisions pour 2012

|             | 2011            |      |      |      | 2012 |      |      |      | 2011 | 2012 |      |
|-------------|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|             | t1              | t2   | t3   | t4   | t1   | t2   | t3   | t4   |      |      |      |
| Allemagne   | PIB             | 1,3  | 0,3  | 0,5  | -0,1 | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 0,1  | 3,0  | 0,4  |
|             | Taux de chômage | 6,1  | 5,9  | 5,7  | 5,7  | 5,7  | 5,7  | 5,7  | 5,7  | 5,8  | 5,7  |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -1,2 | -1,4 |
| France      | PIB             | 0,9  | -0,1 | 0,4  | -0,2 | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,6  | -0,2 |
|             | Taux de chômage | 9,2  | 9,1  | 9,3  | 9,6  | 9,9  | 10,2 | 10,5 | 10,7 | 9,3  | 10,3 |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -5,8 | -5,3 |
| Italie      | PIB             | 0,1  | 0,3  | 0,1  | -0,2 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | 0,7  | -0,9 |
|             | Taux de chômage | 8,2  | 8,1  | 8,2  | 8,4  | 8,6  | 8,8  | 8,9  | 9,0  | 8,2  | 8,8  |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -3,9 | -2,3 |
| Espagne     | PIB             | 0,4  | 0,1  | 0,0  | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,7  | 0,0  |
|             | Taux de chômage | 20,6 | 21   | 22,2 | 22,6 | 22,8 | 23   | 23   | 23   | 21,6 | 23,0 |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -7,4 | -5,4 |
| Zone euro   | PIB             | 0,8  | 0,2  | 0,2  | -0,1 | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 1,6  | 0,0  |
|             | Taux de chômage | 10,0 | 10,0 | 10,6 | 10,8 | 10,9 | 11,0 | 11,1 | 11,2 | 10,3 | 11,1 |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -3,5 | -2,9 |
| Royaume-Uni | PIB             | 0,4  | 0,1  | 0,5  | -0,1 | 0,0  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,9  | 0,5  |
|             | Taux de chômage | 7,7  | 7,9  | 8,3  | 8,5  | 8,6  | 8,7  | 8,8  | 8,8  | 8,1  | 8,7  |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -9,1 | -8,5 |
| États-Unis  | PIB             | 0,1  | 0,3  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 0,1  | 0,2  | 0,3  | 1,7  | 1,4  |
|             | Taux de chômage | 8,9  | 9,1  | 9,1  | 8,7  | 8,7  | 8,7  | 8,7  | 8,7  | 9,0  | 8,7  |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -9,2 | -9,2 |
| Japon       | PIB             | -0,7 | -0,3 | 1,5  | 0,7  | 0,6  | 0,6  | 0,4  | 0,4  | -0,1 | 2,4  |
|             | Taux de chômage | 4,7  | 4,6  | 4,4  | 4,5  | 4,5  | 4,6  | 4,7  | 4,7  | 4,5  | 4,6  |
|             | Solde public*   |      |      |      |      |      |      |      |      | -8,8 | -9,4 |

\* En points de PIB.

Sources : Comptes nationaux, prévisions OIPEL décembre 2011.

La première phase de la Grande Récession, en 2008-2009, a induit le gonflement des dettes publiques (de l'ordre de 16 points dans la zone euro, de plus de 30 points aux États-Unis et au Royaume Uni, cf. tableau 2). La phase II sera conditionnée par la façon dont sont digérées ces dettes publiques induites par la crise : ou bien les taux d'intérêts bas permettent de reporter l'ajustement des déficits publics à plus tard et les économies peuvent rebondir, allégeant en conséquence l'ajustement nécessaire ; ou bien l'ajustement est fait immédiatement, amplifié par la hausse des taux publics et par la persistance du sous-emploi (tableau 3). Parce que l'Europe est soumise à la peur du défaut, elle transforme la Grande Récession amorcée en 2008 en *Très Grande Récession*.

Tableau 2. Besoins de financement, dettes publiques et caractéristiques de ces dettes

|  | All     | Fra     | Ita     | Esp     | RU      | USA      | JPN     | Et. 4    |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|
| <b>Besoins de financement sur les marchés en 2012</b>                      |         |         |         |         |         |          |         |          |
| En milliards   | 215 842 | 295 846 | 391 846 | 179 846 | 257 846 | 3151 846 | 228 846 | 1156 846 |
| En point de PIB  | 9,8     | 14,1    | 24,4    | 15,8    | 16,5    | 15,8     | 47,4    | 35,3     |
| <b>dont déficit public financé par appel au marché en 2012</b>             |         |         |         |         |         |          |         |          |
| En milliards   | 30 516  | 78 846  | 11 846  | 57 846  | 104 846 | 110 846  | 52 846  | 188 846  |
| En point de PIB  | 0,8     | 6,7     | 1,9     | 3,1     | 8,6     | 6,7      | 6,7     | 2,3      |
| <b>dont dette arrivant à maturité financée par appel au marché en 2012</b> |         |         |         |         |         |          |         |          |
| En milliards   | 215 846 | 217 846 | 368 846 | 118 846 | 122 846 | 2261 846 | 194 846 | 930 846  |
| En point de PIB  | 9,8     | 16,4    | 22,5    | 16,5    | 7,8     | 14,1     | 40,7    | 32,8     |
| <b>Dettes publiques totales - 2011</b>                                     |         |         |         |         |         |          |         |          |
| En milliards d'euros   | 2 062   | 1 891   | 1 886   | 668     | 1 081   | 11 064   | 9 316   | 6 207    |
| En milliards de dollars  | 2 795   | 2 294   | 2 551   | 730     | 1 871   | 14 994   | 12 896  | 8 412    |
| En milliards d'euros PPA 2010  | 2 051   | 1 821   | 1 869   | 580     | 1 081   | 10 210   | 11 544  | 6 219    |
| En dollars par tête  | 34 383  | 33 288  | 42 109  | 18 891  | 29 922  | 46 530   | 101 736 | 33 177   |
| En point de PIB  | 80,3    | 81,7    | 118,7   | 32,4    | 28,1    | 38,1     | 273,4   | 81,3     |
| Variation par rapport à 2007   | 15,4    | 19,9    | 15,1    | 16,5    | 34,0    | 33,3     | 46,3    | 36,8     |
| <b>Dettes publiques de marché estimées au 31 décembre 2011</b>             |         |         |         |         |         |          |         |          |
| En milliards d'euros   | 1 108   | 1 315   | 1 571   | 588     | 1 526   | 7 297    | 6 727   | 4 331    |
| En milliards de dollars  | 1 362   | 1 782   | 2 129   | 756     | 1 797   | 9 890    | 9 016   | 6 368    |
| En milliards d'euros PPA 2010  | 1 132   | 1 416   | 1 538   | 490     | 1 809   | 9 890    | 11 568  | 4 538    |
| En point de PIB  | 45,1    | 45,0    | 99,0    | 17,4    | 37,4    | 64,8     | 108,8   | 42,7     |
| En dollars par tête  | 18 568  | 27 385  | 31 136  | 16 572  | 28 786  | 36 678   | 71 505  | 24 322   |
| <b>Caractéristiques de la dette de marché</b>                              |         |         |         |         |         |          |         |          |
| Taux d'échéance moyen sur la dette en 2011                                 | nd      | 3,1     | nd      | 4,0     | 2,7     | 3,3      | 5,9     | nd       |
| Taux d'échéance moyen sur les émissions en 2011                            | nd      | nd      | 3,5     | nd      | 2,8     | nd       | 6,5     | nd       |
| Taux d'échéance moyen sur les émissions en 2012                            | 0,9     | 1,5     | 4,3     | 5,0     | 2,0     | 1,4      | 6,5     | 2,9      |
| Taux d'échéance sur les émissions à 18 ans en 2012                         | 2,8     | 3,2     | 6,3     | 5,3     | 2,3     | 2,2      | 3,1     | 4,3      |

Note : La PPA est calculée par rapport à la zone euro, et tient compte des différenciels de revenus de pairs entre pays de la zone euro.  
Sources : calculs OCDE décembre 2011, Eurostat, Agence du trésor national.

Tableau 3. Évolution de la situation des chômeurs entre 2007 et 2010

| En points de population active |           |         |        |        |     |
|--------------------------------|-----------|---------|--------|--------|-----|
| Évolution entre 2007 et 2010   | Allemagne | Espagne | France | Italie | RU  |
| chômage                        | -1,6      | 11,9    | 1,3    | 2,4    | 2,6 |
| chômage de longue durée        | -1,5      | 5,7     | 0,5    | 1,2    | 1,3 |
| chômage non indemnisé          | -0,3      | 5,7     | 0,5    | 2,0    | 4,3 |

Source : Eurostat.

Après le défaut « volontaire » grec, les pays de la zone euro se sont infligés non seulement un ajustement encore plus brutal que le Pacte de stabilité et de croissance ne l'exigeait, mais aussi la contagion et la débâcle générale des dettes souveraines. Les dispositifs, du FESF aux règles d'or, proposés par l'Union européenne n'ont pas convaincu quant à la capacité à résoudre dans le court comme dans le long terme le problème des finances publiques des États de la zone euro. D'autant que l'Europe semble oublier que la croissance et le retour au plein emploi sont des éléments fondamentaux de la soutenabilité des dettes publiques et, plus généralement, du projet européen.

Face au risque d'insolvabilité sur les titres souverains, les créanciers exigent des primes de risque plus élevées pour continuer à financer à la fois la dette nouvelle et le renouvellement de la fraction de dette ancienne arrivée à échéance. Ce durcissement des conditions de financement, alors même que les perspectives d'activité se dégradent sous l'effet des restrictions budgétaires, tue dans l'œuf les tentatives d'assainissement des finances publiques. S'engage alors une

spirale infernale. Le renchérissement du coût de la dette alourdit les charges d'intérêt, ce qui hypothèque la réduction des déficits et appelle des mesures restrictives supplémentaires pour rassurer les bailleurs. La restriction pèse alors sur l'activité et, en bout de course, creuse les déficits conjoncturels. A quoi les gouvernements, affolés par la résistance des déficits et la perspective d'une dégradation de leur note souveraine, répondent par l'accentuation de la rigueur.

Parce que les économies des pays européens sont étroitement interconnectées, la simultanéité de la mise en œuvre de politiques budgétaires restrictives conduit à amplifier le ralentissement économique global, *via* un affaiblissement du commerce extérieur (nous avons développé ce point dans notre [précédent exercice de prévision](#)). En effet, les politiques de restriction affectent la demande intérieure des pays qui les conduisent et donc réduisent leur production mais également leurs importations. Ce mécanisme réduit les exportations de leurs partenaires commerciaux et donc leur activité, indépendamment de leurs propres politiques budgétaires. Si ces pays conduisent eux aussi une politique restrictive, il faut ajouter à la restriction interne l'effet extérieur (indirect). L'ampleur de ces effets est fonction de plusieurs facteurs. Les effets directs sont essentiellement liés aux impulsions négatives propres à chaque pays. L'effet indirect est plus difficile à mesurer, puisqu'il dépend du degré d'ouverture de chaque pays, de la répartition géographique de ses exportations et de l'élasticité des importations au PIB des pays qui pratiquent la rigueur. Ainsi, un pays très ouvert et dont la majorité des exportations est dirigée vers un pays où la restriction budgétaire est intense subira un effet indirect fort. A cet égard, les pays de la zone euro, très intégrés, vont davantage subir la restriction de leurs partenaires que les Etats-Unis ou le Japon. Leur croissance va donc être largement amputée, repoussant la réduction des déficits conjoncturels. La récession qui s'annonce dans de nombreux

pays est le résultat de mesures toujours plus restrictives prises pour tenter de stabiliser le plus rapidement possible leur ratio dette/PIB dans un contexte conjoncturel de plus en plus défavorable.

La course à la rigueur pour tenter de ramener les déficits publics sous la barre des 3 % du PIB et pour stabiliser les ratios de dette vise autant à répondre aux exigences des accords européens qu'à rassurer les agences de notation et les marchés financiers. Ces derniers, et parmi eux les banques européennes, détiennent en effet au moins 50 % des dettes publiques des pays développés, *via* les titres émis par les agences nationales de la dette publique. De 77 % de la dette publique détenue par les institutions financières en France, ce pourcentage monte à 97% pour l'Espagne.

Dans la zone euro, entre 9 et 23 points de PIB de dette publique selon les pays devront être renouvelés en 2012 (cf. tableau 2). En dehors du Japon, c'est en Italie, qui associe dette élevée et part importante de titres de court terme, que le besoin de financement sera le plus élevé. Si l'on ajoute à ces émissions les besoins liés au financement du déficit public de 2012, le potentiel d'émissions brutes dans la zone euro est compris entre 10 % du PIB en Allemagne et 24 % en Italie.

Ces montants élevés posent problème aux pays soumis à la défiance des marchés. Si le taux d'intérêt auquel ces pays se financent se maintenait en 2012 aux niveaux moyens observés au dernier trimestre 2011, l'Espagne emprunterait à 5 % et l'Italie à 4,3 %. La France et l'Allemagne continueraient en revanche de bénéficier de taux bas (respectivement 1,5 % et 0,9 %). Les taux des émissions de décembre 2011 pour ces deux pays ont, pour l'instant, été peu affectés par les menaces de dégradation des dettes souveraines des pays de la zone euro. Malgré des besoins de financement sur les marchés plus élevés que dans la zone euro en 2012, les taux restent bas au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et au Japon. Paradoxalement, la

dégradation de la note souveraine américaine en août 2011 s'est accompagnée d'une baisse du taux à 10 ans et des taux à court terme aux Etats-Unis. Dans ce contexte de fuite vers la sécurité, les programmes massifs d'achats de titres publics sur le marché secondaire, mis en œuvre par la Réserve fédérale (FED), la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon, maintiennent les taux longs publics à un bas niveau. La politique monétaire joue ainsi à la fois sur les taux d'intérêts à court terme mais également sur les taux à long terme. Le rôle de prêteur en dernier ressort qu'adoptent ces banques centrales en procédant de la sorte rassure les marchés et évite la hausse des taux lors des adjudications. A contrario, le mandat de la BCE et son encadrement strict par l'échafaudage juridique européen limitent son action. La faiblesse relative (2,3% du PIB de la zone Euro contre 11% du PIB américain pour la FED et 13% du PIB britannique pour la BoE) des montants d'obligations publiques achetées depuis 2010 et les dissensions entre pays de la zone euro sur le rôle de la banque centrale alimentent les exigences de couverture des investisseurs par la hausse des primes de risque.

Pour mettre un terme à la débâcle des dettes souveraines européennes, il faut écarter toute possibilité de défaut souverain ; il faut ramener par tous les moyens possibles les taux d'intérêts publics au plus bas ; il faut mettre en place une stratégie européenne de stabilisation de la dette publique d'abord par la sortie du sous-emploi et donc par la croissance, ensuite par l'ajustement des finances publiques.

---

**L'économie**

**allemande**

# n'échappera pas au ralentissement de ses partenaires

par Sabine Le Bayon

Les instituts économiques et le gouvernement allemands partagent le même diagnostic : l'Allemagne ne sortira pas indemne du ralentissement de ses principaux partenaires de la zone euro.

[Le gouvernement allemand a révisé à la baisse le 20 octobre dernier sa prévision de croissance pour 2012.](#) La croissance allemande est dorénavant attendue à 1% en 2012 (comme en France), au lieu de 1,8% lors de la prévision d'avril 2011. Cette prévision s'appuie sur celle réalisée par quatre instituts allemands (IWH – Halle, Ifo, IfW – Kiel, RWI – Essen) qui estiment que la croissance devrait être de 0,8% en 2012. Les autres instituts allemands – IMK et DIW- prévoient une croissance du même ordre de grandeur (respectivement 0,7% et 1%).

Les instituts économiques et le gouvernement allemands partagent le même diagnostic : l'Allemagne ne sortira pas indemne du ralentissement de ses principaux partenaires de la zone euro. Alors qu'elle avait fait la course en tête dans un premier temps (avec une croissance de 3,6% en 2010, contre 1,7% dans la zone euro), le rebond du commerce mondial ayant entraîné une reprise des exportations et stimulé l'investissement des entreprises, ce ne serait plus le cas. Certes, la croissance du PIB au troisième trimestre 2011 a été bonne (0,5%), mais essentiellement grâce à la demande intérieure selon les premières informations fournies par l'institut de statistiques allemand. Le PIB devrait d'ailleurs reculer au quatrième trimestre 2011 (-0,2% selon les instituts

allemands) et croître faiblement durant les trimestres suivants, dans un contexte européen très difficile.

L'Allemagne va pâtir de l'orientation de ses exportations vers des zones qui mènent des politiques budgétaires restrictives : la zone euro (40% de ses exportations de marchandises en 2010), les PECO (10%) et le Royaume-Uni (6%). Ces pays vont avoir peu de croissance fin 2011 et en 2012 et donc peu importer (en provenance d'Allemagne notamment). Les exportations allemandes vers le Japon (1,5%) et les Etats-Unis (7%) – deux pays qui mettent en place des plans de relance en 2012 – ne seront pas suffisantes pour compenser les pertes en Europe, et le commerce vers les pays émergents va souffrir du ralentissement mondial. Ce coup de frein au commerce est déjà visible dans les commandes industrielles étrangères adressées aux entreprises allemandes qui ont reculé au troisième trimestre 2011 (-3,75% sur un trimestre).

A l'effet négatif de la politique budgétaire allemande sur la croissance en 2012 (impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB), il faut donc ajouter l'impact de la restriction dans les autres pays développés qui réduirait la croissance de 0,7 point en Allemagne selon nos calculs ([voir "Zone euro : déni de réalité" dans notre dossier de prévision](#)). *In fine*, l'effet de la restriction quasi-généralisée se traduirait par un point de croissance en moins en Allemagne en 2012.

Le sort de la zone euro – et la politique budgétaire menée par ses principaux partenaires – ne peut laisser l'Allemagne indifférente : le ralentissement de la zone euro va amputer la contribution du commerce extérieur à la croissance allemande. D'après les prévisions de l'OFCE, le commerce extérieur n'apporterait plus que 0,5 point à la croissance du PIB en 2012 (contre 1,4 point en 2010). La demande extérieure adressée à l'Allemagne par les pays de la zone euro ne progresserait que de 1,8% en 2012 (contre 5,1% pour celle en provenance des pays hors zone euro). Le rythme de croissance des exportations passerait ainsi de 8% en 2011 à 4,1% en 2012

et celui du PIB de 2,9% à 1,2%.

*Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012, disponible sur [le site de l'OFCE](#).*

---

# **La France et la zone euro suspendues au-dessus de la récession**

par Hervé Péléraux

L'actualisation des indicateurs avancés pour la France et la zone euro à la fin octobre révèle l'extrême fragilité de ces économies, en surplomb au-dessus de la récession. La stagnation du PIB attendue en France au troisième trimestre, suivie d'un possible recul de 0,2 % au quatrième, peut préfigurer la survenue d'une récession au tournant de 2011-2012, alors même que l'optimisme était encore de mise avant l'été. La situation n'est guère meilleure pour l'ensemble de la zone euro, avec une stagnation anticipée du PIB dans la seconde moitié de 2011. La crise des dettes souveraines, démarrée en mai 2010 avec la révélation de la crise grecque, aura finalement eu raison de la résistance, un peu surprenante, des économies dans la seconde moitié de 2010 et au premier trimestre 2011.

L'indicateur avancé pour la France :

<http://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/indicateurfr.htm?current=five&sub=c>

L'indicateur avancé pour la zone euro :

<http://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/indicateureuro.htm?current=five&sub=c>