

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
Besoins de financement sur les marchés en 2012								
En milliards	215 M€	295 M€	391 M€	179 M€	257 M€	3151 M\$	228 tr. ¥	1156 M€
En point de PIB	0,8	14,1	24,4	15,8	16,5	15,8	47,4	35,3
dont déficit public financé par appel au marché en 2012								
En milliards	30 M€	78 M€	11 M€	57 M€	104 M€	110 M\$	52 tr. ¥	180 M€
En point de PIB	0,8	6,7	1,9	3,1	8,6	6,7	6,7	2,3
dont dette arrivant à maturité financée par appel au marché en 2012								
En milliards	215 M€	217 M€	368 M€	118 M€	122 M€	2261 M\$	194 tr. ¥	930 M€
En point de PIB	0,8	10,4	22,5	16,5	7,8	14,1	40,7	32,8
Dettes publiques totales - 2011								
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	1 281	10 210	11 544	6 219
En dollars par tête	34 383	33 288	42 109	18 091	29 922	46 530	101 736	33 177
En point de PIB	80,3	81,7	118,7	32,4	78,1	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
Dettes publiques de marché estimées au 31 décembre 2011								
En milliards d'euros	1 108	1 315	1 571	588	1 526	7 297	6 727	4 331
En milliards de dollars	1 302	1 782	2 129	756	1 797	9 890	9 016	6 368
En milliards d'euros PPA 2010	1 102	1 416	1 538	490	1 809	9 890	11 568	4 538
En point de PIB	43,1	65,0	99,0	17,4	37,4	64,8	108,8	42,7
En dollars par tête	18 568	27 385	31 135	16 572	28 786	56 678	71 505	24 322
Caractéristiques de la dette de marché								
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 différentiels de revenus de pita 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 Etats 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.

Crispation sur le marché du

travail

par [Marion Cochard](#)

Quatre ans après le début de la crise économique et financière, ses conséquences sur le marché du travail sont encore plus présentes. Malgré le regain de croissance observé en 2010, la hausse du chômage et la dégradation des conditions de travail ne se sont pas résorbées. Pôle emploi compte aujourd'hui 800 000 demandeurs d'emploi de plus que début 2008, et 300 000 demandeurs d'emplois en activité réduite supplémentaires, signe de la hausse du sous-emploi. C'est dans ce contexte qu'intervient l'inflexion marquée par l'emploi salarié au troisième trimestre – [3 600 emplois créés dans le secteur marchand selon l'INSEE, contre 53 600 au deuxième trimestre](#). Ce chiffre va dans le sens des multiples signes de retournement du marché du travail, dont le déroulement rappelle l'enchaînement récessif de 2008. Depuis avril 2011, on a ainsi assisté à un retournement de l'intérim (graphique), certes modeste au regard de l'effondrement enregistré en 2008, mais tout de même préoccupant dans la mesure où l'emploi intérimaire est un indicateur avancé de l'évolution de l'emploi marchand. Par ailleurs, l'ensemble des indicateurs fournis par Pôle emploi – hausse du nombre d'entrées pour fin de CDD, baisse des reprises d'emplois, ... – vont dans le sens d'une nouvelle crispation sur le marché du travail, et le chômage au sens du BIT est remonté à 9,3% de la population active au troisième trimestre. On voit se remettre en place le scénario qui a conduit [à la destruction de plus de 300 000 emplois en 2009](#) : gel des embauches, non-reconduction des emplois intérimaires et des CDD, reprise du chômage partiel face à la dégradation des perspectives, ...



Cette crispation annonce une reprise des destructions d'emplois dès la fin 2011, et ce d'autant que la récession passée n'a toujours pas été complètement absorbée par le marché du travail. Car l'effondrement de l'activité a entraîné une forte chute de la productivité en 2009, conformément au mécanisme du cycle de productivité : face à la dégradation de la conjoncture, les entreprises ont préféré dans un premier temps réduire le temps de travail – *via* l'extension des dispositifs de chômage partiel, les congés et RTT imposés, la baisse des heures supplémentaires, ... – et supporter une dégradation de leurs marges. Elles ont également supprimé progressivement les emplois intérimaires et les CDD, et ce n'est qu'ensuite qu'elles ont procédé à des suppressions d'emplois plus stables. Par la suite, les entreprises profitent généralement du retour de la croissance pour rétablir leur productivité. Or, les entreprises françaises n'ont à ce jour pas rattrapé le retard de productivité accumulé au cours de la crise, et l'écart par rapport à sa tendance de long terme s'élevait encore à 1,7% au deuxième trimestre 2011. Conséquence de cet affaissement durable du cycle de productivité, les taux de marge des entreprises restent dégradés et n'ont à ce jour pas retrouvé leurs niveaux d'avant-crise (cf. graphique). Ils se situent aujourd'hui à un niveau exceptionnellement bas si l'on considère les niveaux observés dans les années 1990 et 2000. Les entreprises françaises se trouvent donc aujourd'hui dans une situation beaucoup moins favorable qu'en 2008 pour résister à la nouvelle chute d'activité qui s'amorce. La situation est

particulièrement critique dans l'industrie, où les taux de marge des entreprises demeurent historiquement bas. Elles ne pourront donc procéder à une baisse de la productivité de la même ampleur qu'en 2008 ; les destructions d'emplois s'annoncent donc plus rapides qu'en 2008-2009.

C'est donc la seconde phase d'une même crise que l'on aborde aujourd'hui, dont la physionomie sera différente de la première. Reste à décider les moyens que l'on souhaitera mettre en place pour faire face à ce nouveau retournement, et deux options se présentent. La première résiderait, comme en 2008, dans un ajustement du marché du travail *via* des destructions d'emplois, essentiellement, en faisant d'abord porter le poids de la crise sur les salariés les plus précaires (CDD et intérimaires). La seconde consisterait à partager l'effort entre les salariés, comme cela a été fait en Allemagne, en réduisant le temps de travail. Une telle orientation nécessite une politique économique volontariste et devrait aller bien au-delà du chômage partiel tel qu'il existe aujourd'hui, qui concerne quasi-exclusivement l'industrie. Outre le maintien en emploi de salariés menacés, cela présenterait l'avantage de conserver dans l'entreprise les compétences qui leurs seront nécessaires lors de la reprise de l'activité. Cela permettrait de limiter la progression du chômage de longue durée et les problèmes d'insertion qui en découlent, et qui peuvent peser sur le potentiel de croissance à long terme. Pour autant, le chômage partiel demeure une solution temporaire et la meilleure politique de l'emploi est encore l'activité. C'est en rompant avec la spirale récessive entretenue par des politiques budgétaires à contretemps que les économies européennes retrouveront le chemin des créations d'emplois.

Hausse du chômage : ce n'est qu'un début...

par [Marion Cochard](#)

BNP Paribas, Areva, Peugeot-Citroën, ... alors que le marché du travail porte encore les stigmates de la crise économique et financière de 2008-2009, une série d'annonces de plans sociaux a repris depuis l'automne. Si ces plans ne sont que la partie émergée de l'iceberg, [les chiffres du chômage pour le troisième trimestre](#) confirment que la détente observée en 2010 n'aura été qu'une accalmie passagère. Cette estimation fait état d'une hausse de 37 000 chômeurs sur le trimestre ; ainsi le taux de chômage remonte à 9,3% de la population contre 9,1% au deuxième trimestre.

Ces chiffres s'inscrivent dans la suite logique des indicateurs qui alimentent, depuis la mi-2011, le scénario d'une nouvelle rechute du marché du travail. Depuis avril 2011, on a assisté d'abord à un retournement de l'intérim, dont la forte baisse au troisième trimestre est préoccupante si l'on voit dans l'emploi intérimaire un indicateur avancé de l'évolution de l'emploi marchand. Par ailleurs, après 4 mois de baisse, le [chiffre des demandeurs d'emploi](#) en fin de mois (DEFM) en catégories A enregistrés à Pôle emploi a de nouveau bondi de 145 800 personnes entre avril et octobre 2011. Au final, tous les indicateurs vont dans le sens de ce que nous inscrivions dans notre [précédente prévision](#), à savoir une reprise du mouvement de hausse du chômage, au moins jusqu'à la fin 2012 (cf. Tableau). Car à cet horizon au moins, tous les facteurs se conjugueront pour venir alimenter la masse des chômeurs.

En cause en premier lieu, bien sûr, le ralentissement de l'activité économique, qui se traduira nécessairement par de nouvelles destructions d'emplois, dans des entreprises qui

demeurent très affaiblies par la récession passée. Si les chiffres du troisième trimestre ont montré une résistance de l'activité (avec une croissance du PIB de 0,4%), les enquêtes actuelles ne prêtent guère à l'optimisme pour les trimestres à venir. Mais au-delà de ce contexte économique morose, la politique économique a joué un rôle majeur dans l'évolution du chômage, comme en atteste l'explosion du chômage des seniors. Car la reprise des destructions d'emplois est d'autant plus douloureuse qu'elle intervient dans un contexte de population active dynamique. Outre la croissance démographique, c'est surtout la suppression des dispositifs de retraits d'activité anticipés des seniors et l'impact de la réforme des retraites entrée en application en juillet 2011 qui sont la cause de la hausse du chômage. Ces réformes impliquent une forte hausse de l'activité des seniors. Elles expliquent en partie la hausse du chômage enregistrée ce trimestre, et viendront encore gonfler la population active de 130 000 personnes en 2011 et 120 000 en 2012. Les seniors en sont les premières victimes : le nombre de demandeurs d'emplois de plus de 50 ans a augmenté de 70 % au cours des 3 dernières années, contre 35 % pour l'ensemble de la population. Après une année de répit, la situation du marché du travail aborde donc une nouvelle phase critique qui se traduira progressivement par une reprise du chômage de longue durée et son lot de conséquences sociales à mesure que les chômeurs perdront leurs droits à indemnisation. Et cet enlèvement s'annonce durable dans la mesure où les efforts de consolidation budgétaire s'inscrivent dans le moyen terme et où la hausse de l'activité des seniors perdurera au moins jusqu'en 2017.

Pour faire face à la reprise du chômage, le gouvernement dispose aujourd'hui de deux leviers principaux : l'extension du chômage partiel et la réactivation du traitement social du chômage. L'assouplissement des règles du chômage partiel semble d'ores et déjà sur les rails. Mais cela ne saurait suffire puisque le dispositif concerne le secteur de l'industrie à 90% et profite essentiellement aux emplois

stables. Or, ce sont précisément les emplois d'intérimaires et les CDD qui se trouvent aux premières loges de ce retournement conjoncturel. Reste donc la possibilité d'un recours accru aux emplois aidés dans le secteur marchand, pour faire face au risque d'éloignement du marché du travail de certaines catégories de la population. Mais le gouvernement semble pour l'instant écarter cette option. Car si dans la première phase de la crise – entre 2008 et 2010 –, le nombre de contrats aidés dans le secteur non marchand a augmenté d'un peu plus de 80 000, celui de l'année 2011 se situe à ce jour bien en-deçà de l'objectif de stabilité affiché par le gouvernement, et cela devrait perdurer en 2012. Ainsi la politique de l'emploi a plutôt amplifié la hausse du chômage en 2011. En effet, les rallonges budgétaires successives votées dans le courant de l'année 2011 ne devraient pas être maintenues dans un contexte de resserrement de la politique budgétaire, et les destructions de contrats aidés viendraient donc s'ajouter à la baisse de l'emploi marchand. Dans ce contexte, l'expérimentation en 2012 de [nouveaux contrats aidés de 7h par semaine](#) – soit 3 fois moins que les contrats actuels – pourrait cependant annoncer la direction qu'est tenté de prendre le gouvernement : des contrats très faiblement rémunérés, dont l'efficacité en matière d'insertion sera probablement extrêmement réduite, mais dont le coût sera divisé par 3. La généralisation de ce type de contrats permettrait donc, à budget constant, de limiter sensiblement la hausse du chômage. Quoi qu'il en soit, l'expérimentation de ce type d'emplois aidés devrait être limitée à 10 000 contrats en 2012 : en l'absence d'annonces du gouvernement, nous tablons à l'heure actuelle sur une baisse du nombre de contrats aidés à cet horizon. Le taux de chômage atteindrait ainsi 10,5 % de la population active fin 2012.

Tableau. Emploi et chômage

Variations annuelles, en millions, au dernier trimestre

Glissement annuel	2008	2009	2010	2011*	2012*
Population active observée	76	238	116	139	75
Emploi total	-17	-290	187	76	-168
- Emplois marchands	-96	-367	151	97	-164
- Emplois aidés non marchands	-77	38	44	-60	-12
- Autres emplois	156	39	-8	39	8
Chômage	93	528	-71	63	242

* prévisions OFCE

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE.

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](#).

Des politiques budgétaires restrictives à contretemps

par Sabine Le Bayon

La réduction des déficits publics doit-elle être aujourd'hui la priorité des gouvernements ?

La contrainte que font peser le Pacte de stabilité et surtout les marchés financiers sur les pays européens ne leur a guère laissé le choix. Or, si la question de la soutenabilité de la dette publique ne peut être éludée, il faut aussi tenir compte de l'impact récessif des politiques d'austérité sur l'activité, particulièrement en période de reprise. Une large

majorité d'études concluent en effet à un multiplicateur positif, c'est-à-dire qu'un point de restriction (expansion) budgétaire se traduit par une baisse (hausse) de l'activité. De plus, des études ont mis en avant l'importance du *timing* d'une politique budgétaire pour maximiser son efficacité : son impact sur la croissance et sur le solde public (*via* sa composante conjoncturelle) dépend en effet de l'accompagnement ou non de la politique monétaire, de la politique budgétaire menée dans les autres pays, de la phase du cycle conjoncturel, ...

Une consolidation budgétaire a par exemple moins d'impact sur l'activité quand elle s'accompagne d'une détente de la politique monétaire et d'une dépréciation de la monnaie. Mais quand les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro (ou dans le cas d'une trappe à liquidité), l'impact de la restriction budgétaire n'est pas amorti par la baisse des taux directeurs. Comme la Banque centrale ne peut pas contrer la désinflation, les taux d'intérêt réels augmentent, ce qui amplifie la chute de l'activité. Par ailleurs, quand la rigueur est généralisée, le taux de change ne peut pas être un mécanisme de soutien à l'activité pour toutes les zones. Ceci est vrai aussi quand une politique restrictive est menée au sein d'une union monétaire où les pays commercent essentiellement entre eux. Ainsi, selon [le FMI](#), l'impact sur la croissance d'une restriction budgétaire de 1 point de PIB varie entre 0,5 et 2 % selon la synchronisation ou non de l'austérité et la réponse de la politique monétaire (tableau 1). *In fine*, cet impact sur la croissance se répercute sur la situation des finances publiques. Quand la politique monétaire peut contrecarrer les effets récessifs de la politique budgétaire, une restriction isolée de 1 point de PIB réduit l'activité de 0,5 % après deux ans. La dégradation du solde conjoncturel atteint alors 0,25 point de PIB et le solde s'améliore *in fine* de 0,75 point. Quand les taux d'intérêt sont proches de zéro, un point d'impulsion budgétaire négative dans un pays réduit la croissance d'un point et dégrade le solde conjoncturel de

0,5 point, induisant une amélioration du solde de 0,5 point de PIB seulement. Enfin, quand on cumule trappe à liquidité (ou taux nuls) et restriction généralisée, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB réduit la croissance de 2 points, car ni la politique monétaire ni le taux de change ne peuvent atténuer l'impact de la rigueur. Ceci creuse le solde conjoncturel d'un point et il n'y a donc pas d'amélioration du solde public malgré un effort structurel d'un point.

Tableau 1. Impact d'une restriction budgétaire sur la croissance sous diverses hypothèses selon le FMI

	Taux d'intérêt directeurs supérieurs à zéro	Taux d'intérêt directeurs proches de zéro
Restriction isolée	-0,5	-1
Restriction mondiale	-0,8	-2

Source : FMI (2010).

Par ailleurs, la position de l'économie dans le cycle économique influe sur les multiplicateurs. Ainsi, ces derniers sont amplifiés en bas de cycle : une politique de rigueur accentue les tendances déflationnistes à l'œuvre, ce qui amplifie la baisse de la demande et donc l'impact sur l'activité. En revanche, en haut de cycle, les effets désinflationnistes de l'austérité contrecarrent la tendance inflationniste usuelle à cette phase, ce qui réduit le multiplicateur. Selon [Creel, Heyer et Plane](#), à l'horizon d'un an, et selon les instruments de politique économique utilisés, le multiplicateur est compris entre 1 et 1,3 point quand l'économie est en bas de cycle (on suppose un écart de production de -2%); il est compris entre 0,8 et 1,2 point en milieu de cycle (l'écart de production nul) et en haut de cycle (pour un écart de production de 2 %). A 5 ans, l'effet est plus fort encore : entre 1 et 1,6 point en bas de cycle, entre 0,6 et 1,3 en milieu de cycle et entre 0 et 1,2 en haut de cycle. Ainsi, lorsque l'écart de production est négatif, les politiques de consolidation budgétaire sont peu efficaces, car elles entraînent une baisse du PIB importante par rapport au scénario sans restriction, ce qui limite les gains budgétaires attendus de l'austérité.

Aujourd'hui tous les éléments sont réunis pour que les politiques de rigueur entraînent un ralentissement important de la croissance et que le déficit se résorbe peu, en particulier dans la zone euro. C'est pourquoi nous avons cherché à évaluer l'impact indirect, pour la France et les grands pays développés, de l'austérité mise en place chez leurs partenaires commerciaux, en plus de l'effet direct lié aux plans nationaux. L'impact d'une restriction budgétaire (dans un pays A) sur la demande adressée de ses partenaires (B) dépend de l'élasticité des importations au PIB du pays A mais aussi du degré d'ouverture et de l'orientation géographique des exportations des pays B. Dans le cas de la France, pour un multiplicateur national de 0,5, le multiplicateur total est de 0,7, une fois la restriction des partenaires prise en compte *via* le commerce extérieur ; pour un multiplicateur national de 1, le multiplicateur total est de 1,5.

En nous appuyant sur les impulsions budgétaires prévues dans les différents pays, nous obtenons un impact des plans étrangers sur l'activité nationale compris entre -0,1 et -0,7 point en 2012 selon le degré d'ouverture des pays et l'orientation de leur commerce (tableau 2). Pour la France, la restriction de ses partenaires commerciaux amputera la croissance de 0,7 point en 2012, soit presque autant que le plan d'économies mis en place par le gouvernement (1 point). En Allemagne, l'impact des plans de restriction étrangers sur le PIB est proche de celui calculé pour la France : même si le pays est plus ouvert, il commerce moins que la France avec le reste de la zone euro, et bénéficie davantage par exemple du plan de relance des Etats-Unis en 2012. Dans les autres pays de la zone euro, les mesures de restrictions étrangères auront un impact du même ordre (0,6 point). Aux États-Unis, les effets du plan de relance seront affaiblis du fait de l'austérité menée ailleurs : alors que l'effet direct de la relance sur le PIB sera de 0,7 point, la demande adressée amputera la croissance de 0,2 point, limitant l'impact

expansionniste de la politique budgétaire. Le ralentissement plus fort qu'attendu de la croissance risque de rendre caducs les objectifs de réduction du déficit public. Avec nos hypothèses de multiplicateurs nationaux compris entre 0,6 et 0,9, une impulsion budgétaire de -1 point de PIB dans l'ensemble des pays de l'Union européenne ne réduit en effet le déficit que de 0,4 à 0,6 point de PIB dans chacun des pays, une fois la restriction des partenaires commerciaux prise en compte.

Tableau 2. Impact des mesures de restriction sur le PIB en 2012

	... effet direct	... effet via la demande adressée	Total
France	-1,0	-0,7	-1,7
Allemagne	-0,3	-0,7	-1,0
Espagne	-2,3	-0,6	-3,0
Italie	-2,1	-0,6	-2,6
Royaum-Uni	-1,9	-0,4	-2,3
États-Unis	0,7	-0,2	0,5
Japon	1,4	-0,1	1,3

Sources : calculs OFCE et prévisions octobre 2011.

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

A quels nouveaux plans de rigueur européens doit-on s'attendre en 2012 ?

par [Eric Heyer](#)

Afin de respecter les engagements français vis-à-vis de Bruxelles d'un déficit des APU de 4,5 % du PIB en 2012, le Premier ministre français, François Fillon, vient d'annoncer un nouveau plan de restriction budgétaire de 7 milliards d'euros. Ce plan, annoncé le 7 novembre, sera-t-il suffisant ?

Certainement pas ! Alors à quels nouveaux plans de rigueur doit-on s'attendre dans les mois à venir et quelle incidence auront-ils sur la croissance en 2012 ?

Début octobre 2011, nous indiquions dans [notre dossier de prévisions](#), entre autres choses, qu'à projets de lois de finance connus et votés, aucun grands pays européens ne respecterait ses engagements de réduction de déficit.

Cela sera notamment le cas pour l'Italie et le Royaume-Uni qui pourraient être confrontés à un écart compris entre 1,5 et 2 points entre le déficit public final et leur engagement. Dans le cas de la France et de l'Espagne, l'écart serait respectivement de 0,6 et 0,7 point. Seule l'Allemagne serait très proche de ses engagements (tableau 2).

Contrairement aux années antérieures, le respect de ces engagements apparaît probable : dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières sur le remboursement de sa dette.

Cela nécessitera alors l'adoption de nouveaux plans d'austérité dans les mois à venir. Mais en tentant de réduire leurs déficits prématurément, trop rapidement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens prennent le risque d'un nouveau ralentissement de l'activité. En effet, comme nous l'avons signalé dans une [étude récente](#), la mise en place dans un contexte de basse conjoncture de politiques de rigueur dans l'ensemble des pays européens et agissant dans une situation de persistance de la « trappe à liquidité » concourt à la formation d'un multiplicateur fort, proche de l'unité.

A combien de milliards d'euros s'élèveront les prochains plans d'économies budgétaires ? Quelles incidences auront-ils sur la croissance économique ? Plusieurs cas de figure ont été

étudiés.

Cas n°1 : Chacun des pays respecte seul son engagement

De manière à isoler l'impact sur la croissance du plan d'économies national et de ceux des partenaires, nous avons supposé que chaque pays respecte, seul, son engagement. Sous cette hypothèse, l'effort serait considérable en Italie et au Royaume-Uni qui présenteraient de nouveaux plans de rigueur de respectivement 3,5 et 2,8 points de leur PIB (soit 56 et 48,7 milliards d'euros). La France et l'Espagne devraient mettre en œuvre un plan de rigueur deux à trois fois inférieur, d'environ 1,2 point de PIB, représentant respectivement 27 et 12,1 milliards d'euros. Enfin le plan d'économies allemand serait le plus faible, avec 0,3 point de PIB (7 milliards d'euros) (tableau 1).

Tableau 1. Montant nécessaire pour atteindre les engagements de déficit public en 2012

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni
Si chaque pays respecte seul son engagement					
En milliards d'euros	7,0	27,0	56,0	12,1	48,7
En point de PIB	0,3	1,3	3,5	1,1	2,8
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements					
En milliards d'euros	22,3	39,8	63,9	19,6	55,2
En point de PIB	0,9	2,0	4,0	1,8	3,2
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements					
En milliards d'euros	16,6	36,1	61,7	17,9	
En point de PIB	0,6	1,8	3,9	1,7	

Source : Cahiers OFCE.

Ces différents plans de rigueur nationaux, pris isolément, auraient un impact non négligeable sur la croissance des pays étudiés. A l'exception de l'Allemagne qui continuerait à avoir une croissance positive en 2012 (0,9 %), une telle stratégie plongerait les autres économies dans une nouvelle récession en 2012, avec un recul de leur PIB allant de -0,1 % pour l'Espagne à -2,9 % pour l'Italie. La France connaîtrait une baisse de son activité de -0,5 % et l'économie britannique de -1,9 % (tableau 2).

Cas n°2 : Tous les pays de l'Union européenne respectent leur engagement

Bien entendu, si l'ensemble des grands pays européens venaient à adopter la même stratégie en même temps, alors l'effort

d'économie serait supérieur. Il s'élèverait à près de 64 milliards d'euros en Italie et de 55 milliards d'euros au Royaume-Uni, représentant respectivement 4 et 3,2 points de PIB. Cet effort supplémentaire serait d'environ 2,0 points de PIB pour la France et l'Espagne (respectivement 39,8 et 19,6 milliards d'euros) et de 0,9 point de PIB pour l'Allemagne (22,3 milliards d'euros). Au total sur ces 5 pays étudiés, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 200 milliards d'euros en 2012.

Le choc sur l'activité de ces pays serait alors puissant : il provoquerait en 2012 une récession violente pour certains pays avec une baisse du PIB de 3,9 % en Italie (contre -5,1 % en 2009), de 2,6 % au Royaume-Uni (contre -4,9 % en 2009). La récession serait proche en France (-1,7 %) et en Espagne (-1,5 %) alors que le PIB allemand baisserait légèrement (-0,3 %).

Cas n°3 : Seuls les pays de la zone euro respectent leur engagement

Le Royaume-Uni ayant déjà mis en place un plan de rigueur important, et compte tenu du fait que leur contrainte en termes de déficit est plus souple que celle des pays de la zone euro, nous avons supposé que seuls les grands pays de la zone euro respectaient leurs engagements de déficit public. Dans ces conditions, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 130 milliards d'euros en 2012 dont près de la moitié serait du seul fait de l'Italie (61,7 milliards).

Le choc récessif serait alors concentré sur la zone euro avec une récession dans tous les pays étudiés à l'exception de l'Allemagne (0,1 %). L'économie britannique éviterait un nouvel épisode récessif (0,5 %) mais elle ne remplirait pas son objectif de déficit public fixé à 6,5 points de PIB, puisque ce dernier s'établirait à 8,2 points de PIB.

Tableau 2. Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012

En %					
	Allemagne	France	Italie	Espagne	Royaume-Uni
Prévision OFCE					
PIB	1,2	0,8	0,4	0,9	0,7
Solde public (en point de PIB)	-1,4	-5,2	-3,4	-5,0	-8,0
Si chaque pays respecte seul son engagement					
PIB	0,9	-0,5	-2,9	-0,1	-1,9
Solde public (en point de PIB)	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements					
PIB	-0,3	-1,7	-3,9	-1,5	-2,6
Solde public (en point de PIB)	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements					
PIB	0,1	-1,4	-3,6	-1,2	0,3
Solde public (en point de PIB)	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-8,2
Rappels des engagements pour 2012	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5

Source : Calculs OFCE.

Plus rien ne s'oppose à la nuit

par [Xavier Timbeau](#)

Le 7 novembre 2011, le gouvernement a annoncé un [plan de restriction budgétaire](#) qui prend acte d'un « ralentissement de la croissance mondiale ». Il fait suite à la révision fin octobre 2011 du scénario de croissance utilisé dans le [projet de loi de finance 2012](#), présenté fin septembre aux assemblées. Au lieu d'anticiper 1,75 % de croissance annuelle du PIB en 2012, l'hypothèse retenue aujourd'hui est de 1 %. La logique semble claire : face à des vents mauvais, soumis à un objectif de réduction des déficits publics (4,5 % du PIB en 2012 après 5,2 % en 2011) le gouvernement réagit rapidement en amendant sa stratégie de finances publiques afin d'éviter le scénario catastrophe que l'Italie est en train de vivre. La crise des dettes souveraines européennes impose de conserver la confiance des marchés financiers.

Une combinaison de hausse de l'imposition et de restriction de dépenses devrait réduire *ex ante* le déficit public de 7

milliards d'euros en 2012 qui s'ajoutent à ceux annoncés en [août 2011](#), 10,4 milliards d'euros en 2012, soit au total 17,4 milliards d'euros (0,9 % du PIB). L'impulsion (*i.e.* la variation du déficit public primaire structurel) serait en 2012 de -1,5 % du PIB en 2012 après avoir été de -1,4 % en 2011, ce qui constitue un effort sans précédent dans l'histoire budgétaire de la France.

Tout pousse à se résigner à cette logique météorologique et ménagère de la conduite de la politique économique. La croissance nous fait défaut, il faut être moins prodigue et réduire le train de vie de l'Etat et des administrations publiques. Mais, ce faisant on s'enferme dans une spirale récessive particulièrement dangereuse. La réduction de la croissance par rapport aux estimations initiales ne tombe pas du ciel. Elle résulte d'abord de la restriction budgétaire déjà engagée en 2011. C'est le jeu du multiplicateur budgétaire qui impose sa logique, au moins à court terme. Une restriction budgétaire amoindrit la croissance du PIB, dans une proportion égale au multiplicateur budgétaire. C'est pourquoi le scénario de croissance à 1 % était parfaitement prévisible (et aurait dû être intégré dans le projet de loi de finance 2012, voir la [prévision de l'OFCE](#)). On retient habituellement un multiplicateur budgétaire à un an de l'ordre de 0,7 (qui varie cependant selon les mesures prises) parce que la France est une « petite » économie ouverte (voir nos [analyses](#) ou les [travaux du FMI](#)).

Dans une situation de trappe à liquidité et de cycle bas, le multiplicateur budgétaire peut être plus élevé, mais c'est en limitant l'analyse à une petite économie que l'on commet l'erreur la plus grave. Au niveau de la zone euro ou de l'Union européenne, le multiplicateur budgétaire n'est plus celui d'une « petite » économie ouverte (0,7), mais celui d'une grande économie « peu » ouverte (supérieur à 1). Or tous, ou presque tous les pays de l'Union européenne s'engagent dans des plans de restriction budgétaire, suivant

la même logique imparable de la rigueur ; ainsi lorsqu'on fait le bilan de ces politiques à l'échelle européenne et non plus nationale, on comprend pourquoi la croissance en Europe sera faible voire négative. En effet, comme empêché par des œillères, chaque pays européen constate que son scénario de croissance ne se réalisera pas et rajoute de la restriction à la restriction. Mais, lorsque le multiplicateur est élevé, la réduction du déficit public est très inférieure à sa baisse *ex ante*, du fait d'une croissance économique moins forte : en Europe, pour un multiplicateur budgétaire de 1,3, un point de réduction des déficits *ex ante* induit une réduction *ex post* de 1/3 point du déficit public. Une autre manière de le dire : pour tenir un objectif donné de déficit, il faut faire un effort trois fois plus important que ce que l'arithmétique simple indique.

Après le plan de rigueur supplémentaire de novembre 2011, on peut s'attendre à ce qu'il y en ait d'autres. Pour tenir les engagements des gouvernements européens annoncés aujourd'hui, il faudra une récession en Europe en 2012. Tant que l'on fixera comme objectif des réductions de déficit public, tant que l'on « oubliera » les effets sur la croissance et donc sur les déficits publics de ces restrictions, on ira de mauvaises nouvelles en mauvaises nouvelles. En continuant de se référer aux rares exemples de restrictions qui ont fonctionné – le Canada ou les pays scandinaves des années 1990 –, on se trompe radicalement de diagnostic : l'Union européenne est une grande économie peu ouverte ; une dévaluation compétitive ne viendra pas compenser les restrictions budgétaires ; la politique monétaire ne stimulera pas suffisamment l'économie pour éviter le pire. La politique macroéconomique ne se conduit pas régionalement, mais globalement.

Sans croissance, les dettes publiques paraîtront insoutenables à des marchés financiers qui sont à la fois juges et victimes de l'insécurité des dettes publiques. Pourtant, les pays européens s'engagent dans une phase sans précédent de contrôle

de ses finances publiques (avec succès, comme l'attestent les impulsions négatives en 2011, réalisées et celles annoncées pour 2012). De plus, l'Europe est dans une situation budgétaire globale préférable à celle des autres pays développés, ce qui donne à cette crise des dettes souveraines un parfum de renoncement catastrophique. L'alternative est de relâcher la pression des marchés sur le financement des Etats européens en franchissant le pas de la solidarité européenne sur les dettes publiques. Cette solidarité pourrait être garantie par la Banque centrale européenne ou n'importe quelle institution *ad hoc*. Au final, il faudrait « monétiser » les obligations souveraines lorsque cela est nécessaire, sans limite, afin que chacun soit sûr que jamais un titre public ne fera défaut. Alors, la stratégie budgétaire de retour à l'équilibre pourrait être conduite avec un objectif de moyen terme, et non plus de court terme et on pourrait espérer sortir d'une récession, dont pour l'instant on ne voit pas la fin.

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>

France : austérité consolidée

par [Eric Heyer](#)

Les pays européens se sont engagés dans leur programme de stabilité à retourner en 3 ans à des finances publiques plus équilibrées (déficit des APU en dessous de 3 points de PIB). Contrairement aux années antérieures, le respect de ces engagements apparaît plus probable : dans un contexte financier incertain, être le seul Etat à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières (dégradation de sa note, amende de la part de la Commission européenne, contagion implicite des défauts souverains, prime de risque). Mais en tentant de réduire leurs

déficits prématurément, trop rapidement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens prennent le risque d'un nouveau ralentissement de l'activité.

Après avoir revu à la baisse, en août dernier, sa prévision de croissance pour 2012, passant de 2,25 % à 1,75 %, le gouvernement français a décidé de mettre en place un nouveau plan d'austérité afin de pouvoir respecter son engagement d'un déficit de 4,5 points de PIB en 2012. Ce plan de 11 milliards d'euros d'économie vient s'ajouter au plan initial voté il y a un an et devrait amputer directement la croissance de 1 point de PIB l'année prochaine. D'autres pays ont également réajusté à la hausse leur plan de rigueur : c'est le cas notamment de l'Italie qui a multiplié par près de trois son effort budgétaire et de l'Espagne qui s'impose maintenant la plus forte cure d'austérité des grands pays européens (tableau).

Impact des révisions des plans d'austérité européens sur la croissance française en 2012			
En points de PIB	Impulsions budgétaires retenues lors de la révision...		
	... avril	... octobre	Écart
France	-0,5	-1,0	-0,5
Allemagne	-0,3	-0,3	0,0
Italie	-0,6	-1,6	-1,0
Espagne	-1,9	-2,6	-0,7
Royaume-Uni	-1,9	-1,9	0,0
PECO	-0,1	-1,7	-1,6
Impact sur la croissance française			-0,7

Source : Prévisions OFCE.

La prise en compte de ces nouvelles mesures restrictives, qu'elles soient nationales ou appliquées chez nos pays partenaires, nous a conduits à revoir significativement [nos prévisions de croissance pour l'économie française en 2012](#). En se cantonnant aux seuls pays européens, qui sont par ailleurs nos principaux partenaires commerciaux, la seule surenchère de mesures d'économies annoncée au cours des 6 derniers mois nous a conduits à rabaisser de 0,7 point notre prévision de croissance pour 2012 réalisée en avril dernier pour l'économie française.

Cette stratégie de fort désendettement public nécessiterait un

relais puissant de la part de la demande privée afin de ne pas briser l'élan de la reprise intervenu en 2010. Mais cet espoir apparaît fragile face aux nombreuses incertitudes pesant sur la dynamique interne.

Au total, l'économie française devrait croître, en moyenne annuelle, de 1,6 % en 2011 et de 0,8 % en 2012. En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation du marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement au cours des six prochains trimestres, pour s'établir à 9,3 % fin 2011 et à 9,7 % fin 2012, après 9,1 % au deuxième trimestre 2010.

Par ailleurs, le gain budgétaire, attendu par le gouvernement, de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 4,5 % de PIB en 2012 – sera en partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales en lien avec cette faible croissance. Le déficit des administrations publiques devrait s'établir respectivement à 5,8 % du PIB et 5,2 % en 2011 et 2012, après 7,1 % en 2010, portant la dette publique à 85,6 % du PIB en 2011 et à 89 % en 2012, contre 82,3 % en 2010.

Retour en enfer ?

par [Xavier Timbeau](#)

A propos des perspectives de l'économie mondiale pour 2011-2012

Si la Grèce venait à faire défaut, même partiellement, sur sa dette souveraine, il pourrait se produire un évènement de

nature au moins aussi grave que celui qui a suivi la chute de la banque *Lehman Brothers* à l'automne 2008.

Le choc initial, une fraction (60% ?) des 350 milliards d'euros de dette publique grecque, frapperait directement les agents qui détiennent cette dette. Quelques centaines de milliards d'euro (210 M€ ?) seraient inscrits en moins au bilan de ménages ou de banques grecs, mais aussi d'agents économiques d'autres pays européens. Il faudrait alors recapitaliser le système bancaire européen (quelques dizaines de milliards d'euros), probablement quelques assureurs ou fonds de pension (on ne sait pas combien) et espérer que le reste, c'est-à-dire les pertes financières des ménages se limiteraient à un simple effet richesse.

La Grèce ne serait pas sortie d'affaire pour autant, puisque son déficit primaire (hors charge d'intérêt) sera en 2011 supérieur à 2,5 % de son PIB. Même dans le cas d'un défaut partiel sur sa dette souveraine, la Grèce serait probablement exclue des marchés financiers et devrait à nouveau réduire, brutalement, son déficit public, à moins que le FESF ne s'y substitue. Mais tout comme dans l'enchaînement qui a conduit de la faillite de la 5ème banque d'affaire américaine à la plus grande crise financière, bancaire et économique de l'après-guerre, l'affaire ne s'arrêterait pas là (nous décrivons ce scénario en détail dans [notre analyse de la conjoncture d'octobre 2011](#)).

Il serait alors démontré que les titres publics de la zone euro ne sont plus des titres sûrs. N'étant plus sûrs, ces titres souverains seraient moins recherchés et ne serviraient plus de valeur refuge comme ils le sont aujourd'hui. Le taux d'intérêt souverain deviendrait plus élevé, mesure supposée du risque qu'il y aurait à en détenir désormais. Plus le pays serait susceptible de suivre la Grèce dans le défaut, plus son taux s'envolerait. Partant de niveaux de dettes publiques égales au PIB – conséquences en partie de la phase I de la grande récession de 2008 – la hausse des taux creuserait les

déficits publics plus qu'ils ne le sont. Elle accroîtrait le risque de défaut, jusqu'à le provoquer. Les pays qui le peuvent tenteraient d'échapper à ce cercle vicieux par une vertu budgétaire encore plus exemplaire.

Tout ceci conduirait à de nouvelles moins-values pour les imprudents qui auraient acquis des titres souverains portugais, espagnols, irlandais ou italiens. Au lieu de quelques centaines de milliards d'euros perdus sur la dette publique grecque, ce sont là quelques milliers de milliards d'euros de moins-values qui appelleraient à la fois de sérieuses recapitalisations du secteur bancaire européen (on évoque jusqu'à 300 milliards d'euros) et une perte de richesse des ménages européens qui devrait se traduire par un sérieux ralentissement de leur consommation. Combiné à l'effet des restrictions budgétaires impliquées par l'arrêt du financement des déficits publics, par les restrictions budgétaires dans les pays « vertueux », la phase II de la récession ferait passer la phase I pour une aimable plaisanterie.

Un plan audacieux de recapitalisation vigoureuse des banques européennes, de refinancement à long terme de la Grèce et de vertu budgétaire affichée et partagée par les Etats membres de l'Union Européenne pourrait retarder le scénario du pire pendant quelques mois. On pourrait ainsi entretenir l'illusion que les titres publics sont sûrs, à l'exception de ceux émis par la Grèce. Mais, lorsqu'on s'apercevra que les engagements budgétaires de certains étaient optimistes et avaient sous-estimé les possibilités d'une nouvelle mauvaise fortune, qu'elle soit tombée du ciel ou simplement la conséquence des plans de restrictions sur l'activité en Europe et donc sur les recettes fiscales, alors, la certitude de la sûreté des titres publics s'effondrera à nouveau. Et aux exceptions, on ajoutera le Portugal à la Grèce. Mais l'exception devenant règle, la digue cèdera à nouveau et plus facilement à chaque nouveau pays. L'Allemagne sera le dernier pays à faire défaut, triste consolation pour avoir été le plus vertueux, ce que les

marchés financiers semblent anticiper par des CDS à plus de 70/10 000 sur les titres souverains allemands.

Pour éviter ce scénario du pire, il nous reste peu de solutions. Quatre principes doivent être suivis. Le premier est qu'il ne faut aucun défaut sur des titres souverains. La Banque Centrale Européenne (BCE) multiplie les [déclarations dans ce sens](#), à juste titre. En second lieu, la Grèce doit payer sa dette publique. C'est à la fois pour des raisons morales (personne ne doit payer à la place des grecs), pour des raisons économiques (la perte sur les titres souverains grecs est une perte pour quelqu'un) mais aussi parce que les grecs le peuvent. Leur économie connaît depuis 2008 une récession comme peu d'économies développées en ont traversé, l'ajustement budgétaire sera brutal, mais les ménages ou institutions grecs détiennent un patrimoine important. De plus, par la lutte contre la fraude et l'évasion fiscale, la Grèce a un potentiel de recettes à la hauteur de sa dette publique. Il est, en revanche, indispensable que la dette publique grecque puisse être financée à un taux suffisamment bas pour que l'effet boule de neige, démultiplié dans la récession, ne l'emporte sur le reste. En troisième lieu, et c'est là que les choses se compliquent, les titres de dette publique doivent être des actifs parfaitement liquides. Pour ce faire, il faut une institution qui peut acquérir, sans aucune limite, les dettes publiques lorsque cela s'impose. La BCE peut techniquement remplir ce rôle, comme le font aujourd'hui toutes les grandes banques centrales (FED, BoE, BoJ). La BCE le fait depuis quelques mois, même si le montant des titres qu'elle détient reste faible (voir « L'histoire sans fin » [dans notre dossier de prévision](#)). Mais pour avoir un dispositif crédible, il faut en démultiplier les moyens, en assumer le fonctionnement et s'attacher au quatrième point : la stratégie budgétaire à moyen terme. Car, en effet, pour que les titres publics soient sûrs, il faut qu'ils soient non seulement liquides mais aussi solvables. Les règles d'or constitutionnelles répondent maladroitement à cette nécessité.

Il reste à inventer une meilleure approche, applicable dans la structure institutionnelle actuelle de l'Europe, pour assurer la solvabilité dans le moyen terme des finances publiques des Etats membres.

Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012 que le département analyse et prévision a présentées le vendredi 14 octobre 2011. Les analyses sont disponibles sur le [site internet de l'OFCE](#) et dans [la revue de l'OFCE n°119](#).