

PERSPECTIVES 2012-2013

sous la direction de Xavier Timbeau

PERSPECTIVES 2012-2013

*of*ce

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs français et étrangers, auxquels s'associent plusieurs *Research fellows* de renommée internationale (dont trois prix Nobel). « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil préside l'OFCE depuis 2011, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Le président de l'OFCE est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Philippe Weil

Direction

Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Jacques Le Cacheux, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

Comité de rédaction

Christophe Blot, Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Jean-Luc Gaffard, Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Éloi Laurent, Jacques Le Cacheux, Françoise Milewski, Lionel Nesta, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Henri Sterdyniak, Xavier Timbeau

Publication

Philippe Weil (directeur de la publication), Gérard Cornilleau (rédacteur en chef), Laurence Duboys Fresney (secrétaire de rédaction), Najette Moumami (responsable de la fabrication)

Contact

OFCE, 69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07
Tel. : +33(0)1 44 18 54 87
mail : revue@ofce.sciences-po.fr
web : www.ofce.sciences-po.fr

PERSPECTIVES 2012-2013

sous la direction de Xavier Timbeau

PRÉVISIONS

Qui sème la restriction récolte la récession.	9
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision	
Les infortunes de la vertu	37
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie européenne</i>	
Département analyse et prévision	
France : résumé des prévisions	76

FICHE THÉMATIQUE ET FICHES PAYS

Pétrole : vers un troisième choc pétrolier ?	79
Céline Antonin	
États-Unis : la croissance sous contraintes	89
Christine Riffart	
Japon : le temps de la reconstruction	99
Bruno Ducoudré	
Royaume-Uni : exercices d'équilibristes.	109
Catherine Mathieu	
Allemagne : restriction importée.	117
Sabine Le Bayon	
Italie : le pari de Mario Monti	123
Céline Antonin	
Espagne : championne de la rigueur	131
Danielle Schweisguth	

ÉTUDES SPÉCIALES

Pays émergents : fin de la surchauffe	139
Département analyse et prévision	
Déflation sous-jacente.	159
Département analyse et prévision	
<i>Index des tableaux, graphiques et encadré</i>	<i>203</i>
<i>Liste des abréviations de pays</i>	<i>208</i>
Débat sur les perspectives économiques	211

Avertissement

Ce numéro spécial sur les prévisions est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment. Le premier article présente le scénario de prévision pour l'ensemble du monde. Le deuxième pour la zone euro. Compte tenu de l'élection présidentielle d'avril et mai 2012, il n'y a pas de prévision pour la France. Des fiches pays et thématiques suivent ces deux articles, détaillant d'autres zones géographiques.

Deux études spéciales approfondissent les points suivants : les évolutions récentes dans les pays émergents (« Pays émergents : fin de la surchauffe ») et le processus déflationniste à l'œuvre en période de sous-emploi (« Déflation sous-jacente »). Insérés dans cette prévision, 4 encadrés abordent des points spécifiques.

Enfin, le débat sur les perspectives économiques permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de Frédérique Cerisier et de Jean-Michel Six.

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PRÉVISIONS

Qui sème la restriction récolte la récession.	9
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision	
Les infortunes de la vertu	37
<i>Perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie européenne</i>	
Département analyse et prévision	
France : résumé des prévisions	76

QUI SÈME LA RESTRICTION RÉCOLTE LA RÉCESSION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision¹,
sous la direction de Xavier Timbeau

La restructuration de la dette grecque a stoppé la contagion de la crise des dettes souveraines aux pays les plus fragiles de la zone euro. Mais il ne pourrait s'agir que d'un répit à court terme puisque que les problèmes de fond demeurent. D'abord, le risque d'une crise systémique, impliquant la zone euro mais aussi les autres zones du monde où les finances publiques sont davantage dégradées qu'en Europe, n'est pas écarté. Ensuite, les stratégies d'assainissement budgétaire adoptées par les pays européens pour retrouver grâce aux yeux des marchés compromettent les objectifs affichés : les points de déficit potentiellement gagnés ex ante sont reperdus ex post, une fois que la restriction a développé ses effets négatifs sur l'activité et entamé les assiettes fiscales. Une nouvelle vague restrictive est alors engagée pour tenter à nouveau de rassurer des marchés, désappointés par l'absence de résultats de la première.

Dans ce contexte, les perspectives sont peu engageantes dans la zone euro, épice de la crise actuelle, avec un recul attendu du PIB en 2012 et une très faible croissance en 2013. Les États-Unis et le Japon paraissent en meilleure posture, mais l'activité pâtira de la stratégie malthusienne de l'Europe qui, en définitive, compromet aussi l'assainissement de leurs finances publiques. Même si les efforts consentis par les pays de la zone euro s'avèrent fructueux à partir de 2013, le centre de gravité de la crise pourrait se déplacer vers les pays-anglo-saxons et le Japon qui, compte tenu de situations budgétaires plus dégradées qu'en Europe, pourraient à leur tour entrer dans le viseur des marchés.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2012. Il a été rédigé par Céline Antonin, Hervé Péléraux, Mathieu Plane et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danièle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 27 mars 2012.

Le paroxysme de la crise des dettes souveraines est passé. La dette publique grecque est restructurée et diminuera, au prix d'un défaut partiel, de 160 à 120 % du PIB. Cette restructuration autorise le déblocage du soutien financier de la troïka à la Grèce et résout pour l'instant le problème de financement du renouvellement de la dette publique grecque. La contagion qui avait frappé la plupart des pays de la zone euro, et qui s'était traduite par une hausse des taux souverains, est interrompue. La détente est sensible par rapport au début de l'année 2012 et le risque d'un éclatement de la zone euro est largement réduit, du moins dans le court terme.

Pour autant, le processus de transformation de la Grande Récession, amorcée en 2008, en très Grande Récession² n'est pas interrompu par le soulagement temporaire apporté à la crise grecque. D'une part, l'économie mondiale, et singulièrement la zone euro, restent dans une zone à risque où, à nouveau, une crise systémique menace et d'autre part, la stratégie choisie par l'Europe, à savoir la réduction rapide de la dette publique (qui suppose la réduction des déficits publics et leur maintien en deçà des déficits qui stabilisent la dette) compromet l'objectif annoncé. Or, puisque la crédibilité de la stratégie est une condition indispensable en zone euro pour rassurer les marchés financiers, et permettre le financement à un taux acceptable des besoins de financement de la dette publique (entre 10 et 20 % de cette dette étant refinancés chaque année), la difficulté à atteindre l'objectif oblige à une rigueur toujours plus grande. La zone euro apparaît comme courant après une stratégie dont elle ne maîtrise pas les leviers, ce qui ne peut qu'alimenter la spéculation et l'incertitude.

Nos prévisions pour la zone euro sont d'une baisse du PIB de 0,4 point en 2012 et d'une croissance de 0,3 point en 2013 (tableau 1). Le PIB par tête baisserait en 2012 pour la zone euro et serait stable en 2013. Le Royaume Uni échapperait à la récession en 2012, mais la croissance du PIB resterait en 2012 et en 2013 en deçà de 1 % par an. Aux États-Unis, la croissance du PIB accélérerait à 2,3 % par an en 2012 après une année 2011 à 1,7 %. Bien

2. Voir « La très Grande Récession : perspectives économiques mises à jour pour les grands pays développés en 2012 », sous la direction de Xavier Timbeau, Département analyse et prévision, *Les Notes de l'OFCE*, n° 9, 16 décembre 2011.

qu'il soit supérieur à celui de la zone euro, ce taux de croissance peine à enclencher une hausse du PIB par tête et ne permet pas une décrue significative du chômage.

L'épicentre de la crise se déplace ainsi vers le Vieux continent et compromet la sortie de crise pour tous les pays développés. Confrontés, plus encore que la zone euro, à une situation budgétaire dégradée et donc à l'alourdissement de la dette (tableau 3), les États-Unis et le Royaume-Uni sont également pris dans le pari sur la soutenabilité de leur dette publique. La restriction budgétaire en zone euro pèse sur leur activité et ne fait qu'accroître leurs difficultés.

Si l'activité peine à retrouver son niveau antérieur, le « new normal », c'est-à-dire la nouvelle trajectoire de l'activité résultant de l'impact durable et permanent de la crise, s'imposera comme le scénario réaliste. C'est ce que suggère par exemple l'analyse historique conduite par le FMI³ où il apparaît que les crises bancaires réduisent de façon permanente le niveau de l'activité de presque 10 points. L'extrapolation de cette analyse à la crise actuelle ne saurait cependant être faite trop rapidement. La preuve empirique apportée par l'analyse historique est faible d'autant qu'elle inclut dans l'échantillon de nombreux « petits » pays. Il est difficile par exemple de conclure à un impact permanent de la Grande Dépression des années 1930, même si la prospérité n'est revenue que longtemps après le déclenchement de la crise.

Les trimestres qui viennent seront décisifs pour mesurer l'ampleur de l'ajustement à réaliser. Si le « new normal » est la règle, alors il faut, pour retrouver un équilibre des finances publiques, un ajustement de grande ampleur. Les écarts à la production tendancielle sont de l'ordre de 5 à 10 points selon les pays et les déficits structurels « new normal » du même ordre. En revanche, si l'impact est moins important, ou s'il n'y a pas d'impact permanent, alors l'ajustement structurel à réaliser est bien moindre. Le graphique 1 illustre ces possibilités pour la France. Une approche similaire peut être conduite pour tous les pays développés.

3. Zdzienicka, A. et Furceri, D. (n.d.), « How Costly are Debt Crises? », *papers.ssrn.com*

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2011	2012	2013
Allemagne	4,2	3,1	0,3	0,8
France	3,1	1,7	0,2	0,7
Italie	2,6	0,5	-1,7	-0,9
Espagne	2,0	0,7	-1,1	-0,6
Pays-Bas	1,0	1,3	-1,1	0,5
Belgique	0,6	1,9	0,1	0,9
Autriche	0,5	3,1	0,4	0,8
Finlande	0,5	2,7	0,7	1,1
Portugal	0,3	-1,5	-2,9	0,2
Grèce	0,3	-6,2	-5,3	-0,3
Irlande	0,3	0,7	-0,3	0,9
Zone euro	15,5	1,5	-0,4	0,3
Royaume-Uni	3,2	0,9	0,7	0,9
Suède	0,5	4,0	0,8	1,6
Danemark	0,3	1,1	0,6	1,1
Europe à 15	19,4	1,5	-0,2	0,4
12 nouveaux pays membres	2,7	3,1	1,3	2,1
Europe à 27	22,0	1,7	-0,1	0,6
Suisse	0,5	1,9	0,2	1,0
Norvège	0,4	2,5	2,3	2,8
Europe	22,9	1,8	0,0	0,6
États-Unis	20,8	1,7	2,3	2,4
Japon	6,3	-0,6	1,9	1,5
Canada	1,9	2,3	2,0	2,3
Pays industriels	53,5	1,4	1,2	1,5
Pays candidats à l'UE ²	1,5	7,6	1,7	4,3
Russie	3,3	4,3	3,5	3,8
Autres CEI ³	1,3	5,9	3,7	4,2
Chine	11,5	9,2	8,3	8,1
Autres pays d'Asie	13,2	5,6	5,8	6,3
Amérique latine	8,7	4,3	3,3	3,5
Afrique subsaharienne	2,3	4,9	5,5	5,3
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	3,1	3,2	3,6
Monde	100	3,5	3,1	3,4

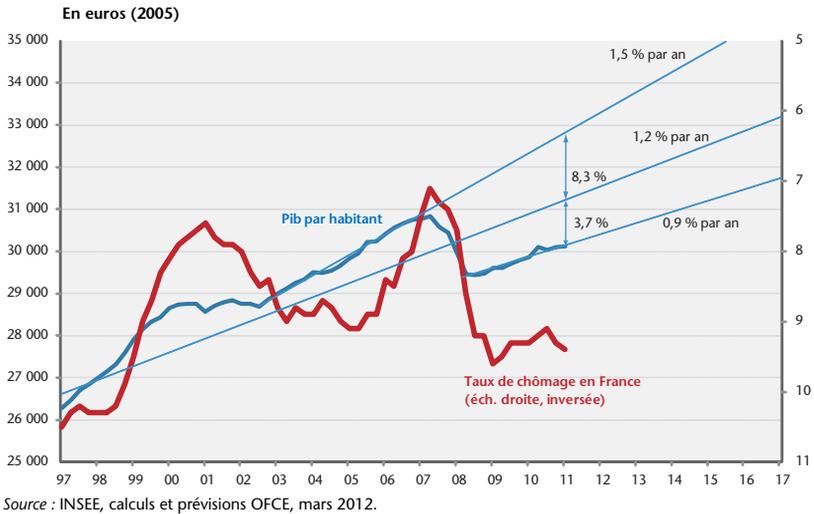
1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Graphique 1. Après la crise ou le « new normal » ?



En privilégiant la réduction rapide des déficits et de la dette publique, les décideurs de la zone euro révèlent que leur croyance dans le futur est le scénario du pire. Reposer sur la soi-disant discipline des marchés pour rappeler à l'ordre les pays dont les finances publiques sont dégradées ne fait qu'accroître par le jeu du renchérissement des taux d'intérêts souverains le problème de soutenabilité. Or, en induisant par un effet multiplicateur toujours sous-estimé dans l'élaboration des stratégies ou des prévisions (*encadré*) une moindre activité, cette croyance résignée dans un « new normal » dégradé semble se confirmer. *In fine*, elle ne fait que s'auto-réaliser.

Ces ajustements ne laisseront pas la croissance indemne, et le retournement conjoncturel de la mi-2011, qui paraît engager la zone euro sur la voie d'une nouvelle récession, rappelle les dangers qu'il y aurait à sous-estimer leur l'impact. On peut escompter des effets multiplicateurs d'autant plus intenses que les restrictions budgétaires sont menées dans une situation conjoncturelle dégradée, avec des écarts de production qui restent importants et un niveau de chômage élevé, sans que les pays émergents ne puissent réellement amortir ces chocs négatifs en 2012 et en 2013. La résistance à la baisse des ratios budgétaires pourrait alors conduire à une surenchère dans la restriction pour rassurer les marchés. Si les gouvernements voulaient tenir coûte que coûte des objectifs inatteignables pour la majorité d'entre eux, le choc sur l'activité serait

puissant, accompagné d'une récession violente et faisant réapparaître le risque d'un nouveau défaut dans la zone euro. Et même à supposer que les efforts consentis en Europe s'avèrent payants, le risque se déporterait de la zone euro vers les pays anglo-saxons qui pourraient passer, compte tenu de situations budgétaires toujours tendues auxquelles il n'aura pas vraiment été porté remède, dans le viseur des marchés.

Encadré 1. Les multiplicateurs budgétaires

Il existe aujourd'hui un consensus relatif sur la valeur des multiplicateurs budgétaires à court terme (1 à 2 ans). La valeur des multiplicateurs est estimée soit à partir de modèles macroéconomiques, qu'ils soient macroéconométriques (les modèles de l'OFCE) ou DSGE (les modèles des grandes banques centrales) ou à partir d'analyses historiques (comme celle menée par le FMI). On pourra se reporter à Creel, Heyer et Plane (2011)¹ pour une revue de littérature, Coenen *et al* (2012)² et à Creel (2012)³ pour un résumé de l'approche par les DSGE et à Leigh et Pescatori (2011)⁴ pour l'approche historique. Au total, on retient un multiplicateur positif, ce qui écarte complètement la possibilité d'une restriction budgétaire expansionniste, proche de l'unité, quoique généralement inférieur à 1. Il apparaît également que le multiplicateur est d'autant plus grand que l'économie est dans une situation de panique financière, de chômage élevée ou de bas de cycle.

À partir des derniers chiffres de prévisions des grands instituts économiques, nous avons évalué, à partir des informations fournies (croissance effective et potentielle, solde structurel) les multiplicateurs budgétaires implicites à court terme utilisés dans les prévisions pour la France en 2012. Cela suppose notamment de faire une hypothèse de croissance spontanée de l'économie hors effet de l'impact des politiques budgétaires mais qui intègre en revanche les autres chocs, notamment celui du pétrole. La Commission européenne estime un multiplicateur autour de 1, alors que le MINEFI en donne une évaluation plus faible (0,7). Nous l'évaluons à 1,2. Cette différence conduit en général les gouvernements à estimer un impact des politiques budgétaires sur l'activité moindre que celui de nos estimations.

1. Creel J., Heyer É., & Plane M., 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116 / janvier 2011.

2. Coenen G., Christopher J. Erceg Freedman, C., Furceri D., Kumhof M., Lalonde R., Laxton D., *et al.*, 2012, « Effects of fiscal stimulus in structural models », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(1), 22-68, International monetary fund (IMF).

3. <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/?p=1363>

4. Leigh D., & Pescatori A., 2011, « Expansionary Austerity New International Evidence », *IMF Working Paper*, (11/158).

Au-delà du court terme, il existe un consensus discutable sur le fait que les multiplicateurs sont nuls. Ce consensus reflète cependant une hypothèse de construction des modèles plutôt qu'une conséquence d'autres hypothèses ou d'une tentative de mesure à partir de données historiques. Il est cependant difficile d'infirmer ou de confirmer cette hypothèse, pourtant cruciale pour traiter de la question de la soutenabilité de la dette à long terme. La convergence du consensus ne suffit pas en soi à justifier le choix particulier qui est généralement fait d'un multiplicateur nul à long terme. Il existe beaucoup d'arguments pour soutenir que les multiplicateurs sont non nuls à long terme directement ou indirectement (voir de Grauwe (2010) par exemple, les travaux sur l'hystérèse, ou les modèles façon Philippe Aghion sur la R&D ou les modèles à agents hétérogènes). Dans le cadre de cet exercice de prévision, l'horizon temporel ne nécessite pas de préciser les multiplicateurs à long terme. Leurs valeurs sont d'une grande importance pour la discussion du « new normal » et du risque d'une trajectoire autoréalisée.

Évaluations des multiplicateurs budgétaires implicites pour la France utilisés par les grands organismes de prévision

	OCDE	0,3
PIB (en %, en volume) (1)	Commission européenne	0,6
	MINEFI***	1,0
	OFCE	0,2
	OCDE	1,5
PIB potentiel (en %, en volume) (2)	Commission européenne	1,0
	MINEFI***	1,7
	OFCE	1,5
	OCDE	-1,6
Impulsion budgétaire* (en % du PIB) (3)	Commission européenne	-0,7
	MINEFI***	-1,5
	OFCE	-1,4
	OCDE	0,4
Supplément de croissance (en % du PIB)** (4)	Commission européenne	0,4
	MINEFI***	0,4
	OFCE	0,4
	OCDE	1,9
Croissance spontanée du PIB (en %, en volume) (5 = 2 + 4)	Commission européenne	1,4
	MINEFI***	2,1
	OFCE	1,9
	OCDE	1,0
Multiplicateur budgétaire implicite (1-5)/(3)	Commission européenne	1,1
	MINEFI***	0,7
	OFCE	1,2

* Calculé comme l'inverse de la variation du solde structurel

** Fermeture spontanée de l'*outputgap* hors politique budgétaire mais y compris autres chocs (pétrole, monétaires...)

*** les chiffres correspondent à ceux du Rapport Economique Social et Financier de novembre 2011 (mis à jour après l'annonce du plan de rigueur du 7 novembre 2011).

Sources : Prévisions OFCE mars 2012, Perspectives économiques de l'OCDE de novembre 2011, Prévisions économiques d'Automne 2011 de la Commission Européenne, RESF mis à jour (novembre 2011) du PLF 2012 du MINEFI, calculs OFCE,

1. Politique monétaire : assouplissement consensuel

La dégradation des perspectives économiques et le maintien du chômage à un niveau élevé a poussé les principales banques centrales (BCE, FED et Banque d'Angleterre) à instaurer de nouvelles mesures d'assouplissement fin 2011 et début 2012, malgré le regain de tensions inflationnistes liées à la forte poussée des prix du pétrole fin 2011-début 2012. En particulier, la dégradation des conditions de financement en zone euro ont conduit la BCE à infléchir sa politique et à injecter de la liquidité dans le secteur bancaire. Alors que tous les pays développés sont, à des degrés divers, engagés dans un processus de réduction des déficits, l'outil monétaire est donc le seul capable de limiter l'effet récessif sur les économies développées, d'où l'utilisation expansionniste qui en est faite par les autorités monétaires.

Alors que la BCE avait manifesté sa volonté de normaliser sa politique monétaire en remontant ses taux mi-2011, et malgré une progression de l'inflation en 2011 (2,7 %), la morosité du marché du crédit en zone euro l'a conduite à infléchir sa politique en abaissant fin 2011 son taux directeur pour le ramener à 1 %. Pour soutenir le renforcement de l'activité de prêts bancaires et de la liquidité du marché monétaire de la zone euro, la BCE a également décidé de mener deux opérations de refinancement à long terme (LTRO) à échéance de 3 ans : la première, qui a eu lieu le 21 décembre 2011, a permis d'octroyer 489 milliards aux banques au taux de 1 % ; la seconde du 29 février 2012 a alloué 529,5 milliards d'euros à 800 banques européennes, toujours à trois ans et toujours à 1 %, ce qui a favorisé leur retour sur le marché des titres obligataires privés. En outre, depuis mai 2011, la BCE mène une politique d'achat de dette publique des pays en crise (pour un montant estimé à 219 milliards d'euros début mars 2012). Au total, ces opérations ont conduit à une forte augmentation de son actif, passé de 2 000 milliards d'euros fin 2011 à 3 000 milliards en mars 2012. Étant donnée le rôle plus important du crédit bancaire dans la zone euro qu'aux États-Unis, la BCE reste particulièrement attentive à l'évolution des conditions de crédit, même si la progression du chômage en zone euro et la récession dans certains pays (Portugal, Grèce, Italie) ont dû également motiver ses décisions.

Le bilan de la Réserve fédérale américaine, gonflé par les mesures d'assouplissement quantitatif QE1 et QE2, a moins

progressé, passant de 2 600 milliards de dollars mi-2011 à 2 800 milliards en mars 2012. La Réserve fédérale américaine a décidé de laisser ses taux directeurs inchangés au vu de la situation de l'emploi toujours dégradée. En affichant ses prévisions à l'horizon fin 2014, la Réserve fédérale prévient que le taux de chômage restera probablement au-dessus du niveau normal de long terme estimé à 6 %. Dans ces conditions, et pour soutenir la croissance, elle maintient le taux objectif des Fonds fédéraux à leur niveau plancher et confirme que compte tenu du niveau de croissance, sa politique restera très accommodante à l'horizon fin 2014. Même si un troisième plan d'assouplissement quantitatif (QE 3) semble peu probable à court terme, en raison de la résurgence de l'inflation, il pourrait néanmoins intervenir courant 2012 si les perspectives se dégradent sur le plan de l'emploi : la Fed pourrait ainsi acquérir soit des obligations d'État, soit des créances immobilières à long terme, avec pour objectif principal de soutenir le marché immobilier américain. Ces liquidités seraient toutefois « stérilisées », ce qui permettrait de maintenir l'inflation à des niveaux bas.

La situation est identique au Royaume-Uni où la Banque d'Angleterre s'inquiète davantage de la détérioration de la situation économique que de l'accélération de l'inflation. Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a massivement soutenu la croissance depuis le début de la crise, laissant de côté l'objectif d'inflation qui lui est donné par le gouvernement. Le CPM a en effet pour mandat de tout mettre en œuvre pour que l'inflation soit proche de 2 % (en termes d'IPCH), dans une fourchette de +/-1 %. Or l'inflation a franchi 3 % à l'automne 2010, pour accélérer ensuite et atteindre 5,2 % en août 2011. Mais le CPM a laissé son taux directeur inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, et a par deux fois augmenté son programme d'achats d'actifs depuis l'automne dernier, le portant de 200 à 275 milliards de livres en octobre 2011, puis à 300 milliards de livres en février 2012. Le CPM avait justifié l'absence de durcissement de sa politique par le caractère temporaire de l'accélération de l'inflation (du fait de deux hausses successives de TVA en janvier 2010 et janvier 2011 et de la hausse des prix des matières premières), alors que l'économie est en sous-emploi. Au début du printemps 2012, tous les membres étaient favorables à un *statu quo* monétaire, à l'exception de deux membres (David Miles et Adam Posen), ayant voté en faveur d'une

hausse de 25 milliards du programme des achats d'actifs. Les perspectives de poursuite de ralentissement de l'inflation à l'horizon de la fin 2013, avec un retour de l'inflation à 2 % permettront au CPM de poursuivre une politique de soutien à la croissance.

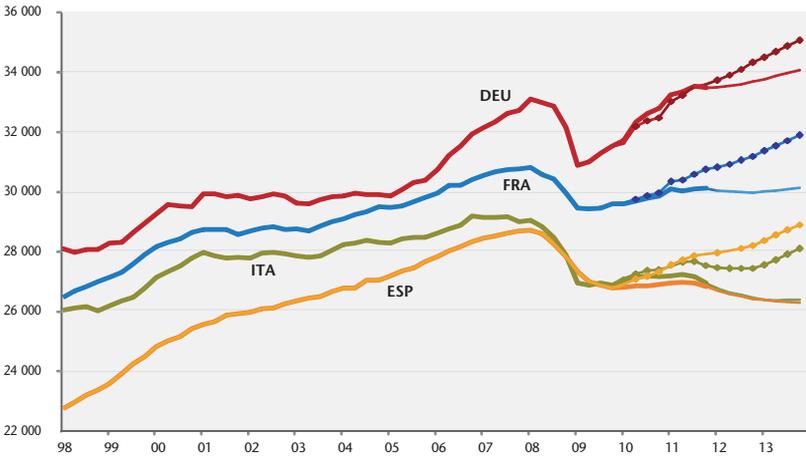
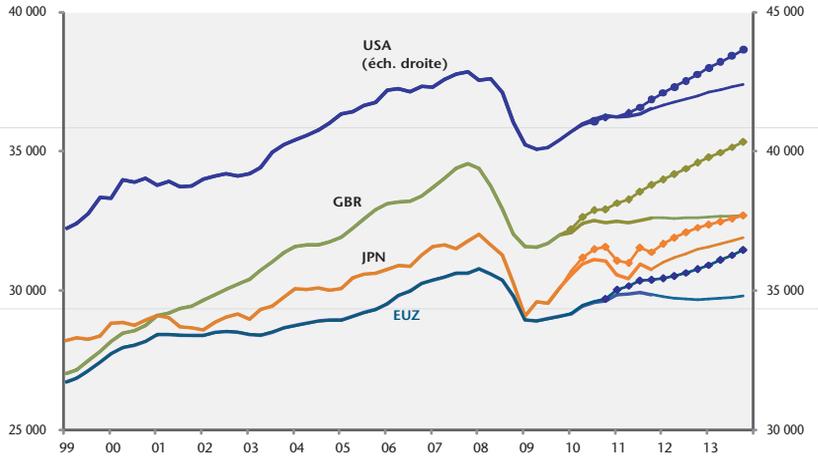
2. Le retour de la récession en zone euro

Le nouvel affaissement de la croissance en zone euro, que laissait craindre le retournement des indicateurs conjoncturels à l'été 2011 (graphique 2), s'est matérialisé dans la seconde moitié de l'année, avec une croissance très faible au troisième trimestre, +0,1 %, et un franc recul de l'activité au quatrième, -0,3 %. Par contraste, les États-Unis, après un ralentissement au premier semestre 2011 (+0,4 % sur le semestre), ont rebondi dans la seconde moitié de l'année (+1,2 %) et la croissance japonaise s'est relevée du traumatisme provoqué par les catastrophes naturelles au premier trimestre grâce à la mise en place d'une politique budgétaire vigoureuse (recul du PIB de 2,1 % au premier semestre, contre une hausse de 1,5 % au deuxième).

Ces séquences de ralentissements en cours d'année ont affecté négativement la croissance des différentes zones en moyenne annuelle (tableau 1), de 3 % en 2010 à 1,7 % en 2011 aux États-Unis, de 1,8 à 1,5 % en zone euro, de 4,7 % à -0,6 % au Japon. Les pays émergents n'ont pas constitué un soutien à la croissance mondiale aussi dynamique qu'en 2010, avec un recul de la croissance de 9,6 à 7,3 % en Asie, de 6,2 à 4,3 % en Amérique Latine. Seuls les pays de l'Est ont échappé au ralentissement avec une hausse du PIB de la zone de 4,1 % en 2011, contre 3,6 % en 2010, mais la reprise après la récession y a été différée et ces pays n'ont pas échappé à un net coup de frein en fin d'année 2011.

Graphique 2. PIB par tête en parité de pouvoir d'achat*

Us dollars 2005, ppa



* En pointillés, la trajectoire spontanée des PIB par tête sans l'effet des politiques budgétaires restrictives.
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Au sein des pays de la zone euro, le ralentissement est généralisé, sauf dans quelques économies qui se distinguent, avec une accélération de la croissance en moyenne annuelle en France et en Espagne notamment. Ces résultats sont toutefois en trompe-l'œil. L'économie espagnole est restée très en retrait des autres grandes économies depuis la reprise de 2009, et n'a d'ailleurs pas échappé à un recul de son PIB au deuxième semestre 2011. Les résultats français au quatrième trimestre 2011 ont surpris les observateurs, avec

une croissance de +0,2 %, quand simultanément quasiment tous les pays de la zone euro affichent un recul de leur PIB. Toutefois, le « mystère français » sera peut-être levé lors des révisions ultérieures des comptes nationaux, dont une [étude récente a mis en évidence le caractère pro-cyclique](#) en période de retournement conjoncturel à la baisse, phase à laquelle s'apparente la situation de l'économie française en 2011 ; les comptes nationaux préliminaires tendent à surestimer la croissance et sont par conséquent révisés en baisse jusqu'à leur version définitive.

Les économies développées portent toujours les stigmates de la crise financière, aucun des pays, hormis l'Allemagne, n'ayant rattrapé son niveau d'activité d'avant-crise (graphique 1). En termes de PIB par tête, les pays sont toujours en récession, les économies anglo-saxonnes restant les plus marquées avec celles de l'Europe du Sud, l'Italie et l'Espagne (tableau 2). La France et le Japon figurent en position intermédiaire, la première grâce à une chute d'activité en 2008-2009 moindre qu'ailleurs, et le second grâce à un rebond plus marqué jusqu'à la mi-2010. Seule l'Allemagne émerge en ayant profité pleinement de la reprise de commerce mondial.

Tableau 2. Évolution des PIB par tête et du chômage

	USA	JPN	GBR	DEU	FRA	ITA	ESP
Pib/tête¹	-0,8 %	-0,4 %	-0,8 %	+0,4 %	-0,2 %	-1,4 %	-0,8 %
Taux de chômage²	+3,9	+0,5	+2,5	-1,1	+2,3	+2,2	+13,6

1 : Taux de croissance annualisé moyen du PIB réel par tête depuis le point haut du quatrième trimestre 2007 (États-Unis et Royaume-Uni) ou du premier trimestre 2008 pour les autres pays jusqu'au 4^e trimestre 2011.

2 : Variation du chômage en point sur la même période.

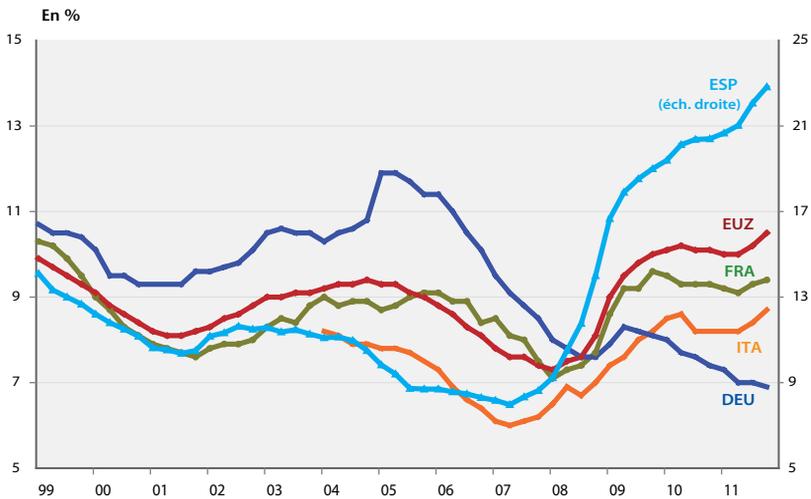
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Sur le front du chômage, le bilan de près de quatre années de récession n'est guère reluisant. Les pays font face à la persistance du sous-emploi, à des degrés qui toutefois ne reflètent pas nécessairement l'intensité des pertes de production. Le gonflement du chômage a été important aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, du fait d'une plus grande flexibilité des marchés du travail et d'un impact de la crise sur la construction, secteur intensif en main-d'œuvre, plus prononcé. Le chômage n'a pas augmenté en Allemagne, et moins qu'ailleurs au Japon, d'abord

parce que le recours massif au chômage partiel a maintenu les licenciés potentiels dans l'emploi pendant la crise de 2008-09, ensuite parce que l'ouverture de ces économies au commerce mondial leur a permis de bénéficier de la réactivation des échanges, enfin parce que la population active y est moins dynamique.

Le retournement conjoncturel qui s'est amorcé à la mi-2011 dans la zone euro s'est donc effectué dans la plupart des pays en partant d'un niveau de chômage élevé et est susceptible de fragiliser de nouveaux ménages en plus de ceux déjà frappés (graphique 3). Les perspectives de retour à l'emploi s'éloignent, le risque de tomber dans le chômage de longue durée s'accroît significativement avec à la clé un appauvrissement supplémentaire des ménages en passe de sortir des dispositifs d'indemnisation pour basculer dans les minima sociaux.

Graphique 3. Taux de chômage en zone euro



Source : Eurostat.

L'extension du chômage de longue durée est source d'amplification des impulsions négatives subies par l'économie de la zone euro. La montée du chômage stimule l'épargne de précaution face au risque grandissant de perte d'emploi ressenti par les ménages, réduit davantage le pouvoir d'achat de ceux qui sont tombés dans le chômage de longue durée, et ce dans un contexte de résurgence de l'inflation des produits énergétiques. Les effets des politiques

d'assainissement budgétaire mises en œuvre en Europe en 2011 et en 2012 risquent alors d'être amplifiés, d'abord parce que les multiplicateurs sont plus élevés en bas de cycle, comme actuellement du fait de la persistance du chômage, ensuite parce qu'elles ne sont pas coordonnées mais appliquées simultanément sans précaution.

3. Le découplage ? Pas vraiment...

Après un troisième trimestre assez encourageant dans les pays avancés, marqué par un redressement très dynamique au Japon après Fukushima (+1,7 %), et une progression soutenue de la consommation et de l'investissement aux États-Unis (conduisant à une croissance de 0,5 %), le dernier trimestre 2011 dresse un tableau beaucoup moins favorable. Alors qu'on attendait une poursuite de la reprise japonaise, compte tenu de l'effort de relance, la situation conjoncturelle a fortement dégradé la balance commerciale du Japon (rupture des chaînes d'approvisionnement à la suite des inondations en Thaïlande et importations d'énergie en hausse), conduisant à une baisse du PIB. En zone euro, après deux trimestres de croissance molle, le PIB a reculé sous l'effet de l'impulsion budgétaire négative généralisée, chiffrée à 1,1 point de PIB en 2011, qui a pesé principalement sur la consommation des ménages et des administrations, plongeant cinq pays (Italie, Pays-Bas, Belgique, Portugal et Grèce) dans la récession. Seuls les États-Unis affichent une croissance soutenue, terminant l'année 2011 à un rythme annualisé de 3 %, grâce à plusieurs facteurs : la décreue du taux d'épargne, l'augmentation du revenu disponible, la baisse du chômage, et la reconstitution des marges des entreprises.

Les économies émergentes et en développement ont subi l'impact de cette piètre performance des pays développés au dernier trimestre 2011, surtout *via* le canal du commerce international et le canal financier. En 2012 et 2013, la croissance des économies émergentes pâtirait de la détérioration de l'environnement extérieur ; le maintien d'une croissance soutenue dépendra donc de la capacité de la demande intérieure à prendre le relais de la croissance.

La crise souveraine qui frappe l'Europe a contaminé les marchés actions et obligations et provoqué une baisse des flux de capitaux vers les marchés émergents. Pour pallier cette situation, les pays

émergents ont poursuivi le resserrement monétaire, ce qui a entraîné une inflexion de la croissance au dernier trimestre 2011. Les PECO ont enregistré de piètres performances au dernier trimestre 2011. Non seulement les pays les plus exposés au commerce avec la zone euro (comme la République tchèque) ont été atteints de plein fouet, mais en outre, la demande interne n'a pas pu jouer le rôle d'amortisseur. En effet, comme dans les autres pays européens, la plupart des PECO ont mis en œuvre des politiques d'austérité budgétaire se traduisant par une baisse généralisée de la demande publique et par une stagnation de la consommation privée. La situation est meilleure en Asie et en Inde : certes, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance, mais ceci a été compensé par la croissance de la demande intérieure. La croissance en Amérique latine est restée très soutenue au dernier trimestre 2011, la région étant moins directement exposée au choc venant de la zone euro ; elle a de plus bénéficié du dynamisme de la croissance nord-américaine.

Le risque existe que la crise se propage en outre par le canal financier. Le ralentissement, voire l'inversion des flux d'IDE et d'investissements de portefeuille, fragiliserait les économies émergentes, en particulier celles qui présentent un besoin de financement extérieur. Un recul marqué des flux de capitaux vers les pays émergents pourrait entraîner des ajustements de la demande interne pour les pays ayant des déficits courants, comme c'est notamment le cas en Amérique latine (Brésil, Pérou, Mexique). Les PECO (notamment la Pologne, la Hongrie, la République tchèque ou la Roumanie) sont également très exposés à ce risque étant donné le montant des IDE réalisés par les banques européennes et américaines.

Sous l'effet de la purge budgétaire en zone euro, la croissance mondiale ralentirait en 2012. La tendance baissière sur les matières premières se poursuivrait en 2012, sous l'effet du ralentissement de la demande mondiale. Les tensions sur les prix devraient donc s'atténuer, ce qui permettrait à certains pays de retrouver une politique monétaire plus accommodante. Les pays d'Europe centrale et orientale seront les plus touchés par la restriction budgétaire généralisée, étant donné leurs liens économiques et commerciaux avec les pays de la zone euro et la faiblesse persistante de leur demande intérieure. Ainsi, les nouveaux pays membres de l'Union euro-

péenne verraient leur croissance divisée par plus de deux, passant de 3,1 % en 2011 à 1,3 % en 2012. Les anciens pays de la CEI pâtiraient également de l'atonie en zone euro, même si le dynamisme de la Russie, lié au niveau élevé des prix du pétrole, atténuerait l'impact dépressif de la baisse de la demande de la part des pays européens. Globalement, l'Asie resterait la zone la plus dynamique, affichant une croissance qui atteindrait 7,0 % en 2012 et 7,2 % en 2013. Cependant, on s'attend à un découplage au sein des pays asiatiques. La croissance dans les pays d'Asie les plus fortement dépendants des exportations et ne disposant pas d'un marché intérieur suffisant, comme Singapour, Taiwan, la Thaïlande, la Malaisie et les Philippines, baisserait en rythme annuel en 2012 et 2013. En revanche, en Chine, en Inde ou en Corée du Sud, la demande intérieure devrait prendre le relais, favorisée par une politique monétaire plus accommodante, le risque d'une surchauffe inflationniste ayant été écarté du fait de la faiblesse de la demande mondiale et de la baisse des niveaux de prix hors énergie. En conséquence de la contraction du commerce extérieur, on s'attend d'ailleurs à une contribution nulle de la balance commerciale à la croissance chinoise en 2012 et 2013. En Chine, la croissance resterait forte, mais serait en légère baisse, avec 8,3% en 2012 et 8,1 % en 2013, contre 9,2 % en 2011. En Amérique latine, la croissance ralentirait, passant de 4,3 % en 2011 à 3,3 % en 2012.

4. La restriction budgétaire des uns ...

La réponse de l'économie à une politique de rigueur budgétaire dépend de sa position dans le cycle⁴ et de l'efficacité de la politique monétaire. En mettant en œuvre des politiques d'assainissement budgétaire en période de creux conjoncturel alors que le chômage reste élevé et que la politique monétaire est défaillante, les gouvernements européens ont interrompu le processus de reprise lente de l'économie, et ils ont pris le risque de faire replonger l'économie de la zone euro dans la récession et de favoriser une nouvelle montée du chômage.

4. Voir Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier.

Les impulsions budgétaires seront en effet partout négatives en 2012 et en 2013, tant en zone euro que dans les pays anglo-saxons ainsi que dans les pays de l'Est (tableau 3). Sans surprise, sur les années 2012 et 2013, les restrictions budgétaires seront les plus intenses dans les pays de la zone euro où les difficultés budgétaires sont les plus criantes, les pays du Sud de l'Europe, avec des impulsions négatives approchant ou dépassant 5 points de PIB sur les deux années, mais aussi l'Irlande. À un degré moindre, les autres pays de la zone contribueront aussi à la restriction, avec des impulsions comprises entre -3,1 points de PIB pour la France et -1,7 pour l'Autriche. À nouveau l'Allemagne se distinguera avec une impulsion quasi-neutre, justifiée par une situation budgétaire plus soutenable qu'ailleurs après le fort rebond de la croissance depuis 2009 qui a amélioré significativement la composante conjoncturelle du déficit. Le reste du monde développé mènera également des politiques restrictives, tout comme les PECO, hormis le Japon qui continuera à soutenir son activité pour parer aux conséquences négatives des catastrophes de mars 2011.

Tableau 3. Impulsions et déficits budgétaires

En points de PIB

	Impulsions budgétaires			Déficits publics			Dettes publiques brutes		
	2012	2013	2012/ 2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
GRC	-5,3	-4,3	-9,6	-9,3	-7,3	-4,6	161	136	139
ESP	-3,4	-2,9	-6,3	-8,5	-6,5	-4,5	68	75	80
IRL	-3,0	-2,6	-5,6	-10,1	-8,7	-7,5	110	119	124
PRT	-3,0	-2,1	-5,1	-4,0	-4,5	-3,5	99	106	109
ITA	-2,9	-1,7	-4,6	-3,8	-2,8	-1,7	120	123	124
FRA	-1,6	-1,5	-3,1	-5,2	-4,4	-3,5	86	89	90
NLD	-1,9	-1,0	-2,9	-5,0	-4,5	-4,0	66	70	73
FIN	-1,1	-1,3	-2,4	-1,2	-0,9	-0,6	47	46	45
BEL	-1,4	-0,8	-2,2	-4,0	-3,4	-3,0	96	97	98
AUT	-1,2	-0,5	-1,7	-3,4	-3,0	-3,0	72	73	75
DEU	-0,3	-0,1	-0,4	-1,0	-1,1	-1,3	80	79	79
PECO	-1,7	-1,7	-3,4	—	—	2,4	—	—	—
GBR	-2,0	-1,5	-3,5	-8,3	-7,5	-6,9	86	92	97
USA	-1,1	-1,5	-2,6	-9,7	-8,6	-7,1	102	107	110
JPN	0,4	0,5	0,9	-9,3	-9,2	-9,8	212	219	228

Sources : Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE.

Ces politiques budgétaires restrictives auront des effets négatifs sur l'activité d'autant plus forts qu'elles sont menées dans une situation conjoncturelle où les écarts de production négatifs restent importants. En déprimant l'activité, ces politiques ne produiront pas une amélioration des finances publiques à la hauteur de l'effort consenti *ex ante*. Leur conséquence sera de réactiver le jeu des stabilisateurs automatiques en générant des pertes de recettes fiscales et en occasionnant une nouvelle vague de dépenses sociales à destination des ménages fragilisés par le freinage de l'activité. S'y ajoutera la résistance à la baisse des ratios de dette publique et de déficit liée à une progression du PIB inférieure aux attentes.

5. ... l'affaire de tous

En économie ouverte, les chocs négatifs générés par les politiques budgétaires restrictives ne restent pas cantonnés aux seules économies nationales mais se répercutent sur l'activité des partenaires commerciaux. La restriction budgétaire d'un pays se transmet aux autres par le canal du commerce international : le freinage des importations, lié au ralentissement de l'activité dû au resserrement budgétaire, induit aussi un freinage des exportations chez ses fournisseurs. Si dans le même temps les fournisseurs eux-mêmes mènent des politiques restrictives, ils subissent, en plus du choc extérieur, leur propre choc négatif et le transmettent en retour à leurs partenaires, de telle sorte que des politiques d'assainissement budgétaire non coordonnées entre en résonance et démultiplient leurs effets.

Les croissances spontanées, qui varient selon les pays mais qui sont toutes largement positives en 2012 et en 2013, seront donc entravées par ce double effet des politiques restrictives (tableau 4). Même le Japon, qui aurait pu prétendre à une croissance effective supérieure à 2 % en 2012 et proche de ce seuil en 2013, verra l'impact de ses impulsions budgétaires positives annulé cette année et fortement rogné en 2013 par la restriction de ses partenaires commerciaux.

Tableau 4. Effets directs et indirects des politiques budgétaires restrictives

En points de PIB

		... effet direct	... effet <i>via</i> la demande adressée	Effet total	PIB prévu	PIB hors politiques budgétaires
FRA	2012	-1,4	-0,9	-2,3	0,2	2,5
	2013	-1,2	-0,7	-1,9	0,7	2,6
DEU	2012	-0,3	-1,1	-1,4	0,3	1,7
	2013	-0,1	-1,0	-1,1	0,8	1,9
ESP	2012	-3,1	-0,9	-3,9	-1,1	2,8
	2013	-2,6	-0,7	-3,3	-0,6	2,7
ITA	2012	-2,0	-0,9	-2,9	-1,7	1,2
	2013	-1,2	-0,7	-1,9	-0,9	1,0
GBR	2012	-1,8	-0,7	-2,5	0,7	3,2
	2013	-1,3	-0,6	-1,9	0,9	2,8
USA	2012	-0,8	-0,3	-1,1	2,3	3,4
	2013	-1,1	-0,2	-1,4	2,4	3,8
JPN	2012	0,4	-0,4	0,0	1,9	1,9
	2013	0,5	-0,3	0,2	1,5	1,3

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE.

6. L'état des financements

Les engagements des gouvernements en matière de réduction des déficits publics sont établis en référence à une trajectoire anticipée. Or un ralentissement de l'activité plus fort que celui sur lequel sont bâtis les budgets pour 2012 et 2013 conduirait à un creusement plus marqué des déficits conjoncturels susceptible de contrebalancer les efforts ex-ante consentis par les États et aboutirait au final à un non-respect des engagements initiaux.

Ce pourrait être le cas pour l'Italie et l'Espagne au cours des deux prochaines années, et pour l'Allemagne et la France en 2013. Il faudrait alors s'attendre à de nouveaux tours de vis budgétaires si les gouvernements tenaient, quoi qu'il advienne et quel que soit l'état de la conjoncture, à respecter leurs engagements. La retombée en récession de la zone euro deviendrait alors inéluctable, et elle serait d'autant plus violente que les nouvelles restrictions seraient encore une fois synchrones⁵.

5. Voir la partie « zone euro » de cette chronique.

Ces conjectures illustrent bien le problème auquel sont confrontés les pays de la zone euro. Les doutes sur la solvabilité des pays, quelle que soit leur notation à l'exception de l'Allemagne, rendent plus difficile le financement des déficits et de la fraction de la dette qui devra être renouvelée cette année et l'année prochaine. Pour assurer les marchés de leur pleine capacité à honorer leur dette et éviter des hausses de taux qui les étrangleraient davantage, les gouvernements conduisent des politiques restrictives qui étouffent toute capacité de rebond spontané de leurs économies et toute perspective de résorption des déficits conjoncturels. En lieu et place de rebond, c'est au mieux la stagnation qui prévaut, repoussant toute perspective de levée des sanctions.

7. Trois scénarios sous haute tension

Notre prévision décrit un scénario mondial dans lequel les économies industrialisées enregistrent un ralentissement marqué de la croissance du PIB, voire une récession pour certains pays de la zone euro, en 2012 et 2013. Dans ce scénario l'*output gap* se creuse et le chômage monte encore dans la plupart des pays. Nous supposons néanmoins que, hormis les effets négatifs sur la croissance des politiques budgétaires menées simultanément et des prix du pétrole élevés, l'économie mondiale résiste à une nouvelle crise financière malgré la persistance des déséquilibres et un risque social élevé. Ce scénario sous haute tension, dans lequel l'économie mondiale plie mais ne rompt pas, est notre cadre de référence et nous semble le plus probable. Mais, nous avons aussi étudiés trois scénarios à risque dans lesquels une crise de grande ampleur finirait par se produire.

Scénario 1 : la surenchère budgétaire dans la zone euro

Le scénario à risque le plus probable est celui d'une surenchère budgétaire dans la zone euro, liée à un rétablissement plus lent que prévu des comptes publics associé à une hausse des primes des risques sur dettes souveraines de certains pays.

Les gouvernements européens qui se sont fixés des objectifs ambitieux en matière de réduction de déficit public, notamment

en zone euro dans le cadre des programmes de stabilité, se trouveraient confrontés à une dégradation plus forte que prévu de la composante conjoncturelle du solde public. En sous-estimant la valeur des multiplicateurs budgétaires qui sont très élevés à court et moyen termes dans le contexte économique actuel⁶, les prévisions de croissance pour 2012 établies par les gouvernements pour le cadrage budgétaire des lois de finances deviendraient rapidement obsolètes, révélant la sous-calibration des plans d'austérité budgétaire permettant d'atteindre les objectifs de déficits publics. Cette sous-estimation de l'impact des politiques budgétaires sur la croissance conduirait soit à des nouveaux tours de vis budgétaires accélérant le processus récessif, soit à des déficits publics plus élevés que prévu. La course à la réduction des déficits publics, indépendamment de toute considération conjoncturelle, pèserait sur la croissance et mettrait à mal la soutenabilité des finances publiques. La sous-évaluation de la valeur du multiplicateur budgétaire aurait deux conséquences : premièrement les pays, en minimisant les effets de la politique budgétaire sur la composante conjoncturelle du solde public, n'atteindraient pas leurs objectifs de réduction de déficit public inscrits dans les programmes de stabilité ce qui provoquerait la défiance des marchés. Deuxièmement, les politiques budgétaires, en affectant la croissance plus sévèrement que ce qui était prévu par les gouvernements, entraînerait de nombreux pays de la zone euro dans une récession profonde, ce qui renforcerait la crainte des marchés quant à la soutenabilité des finances publiques.

Nous avons simulé un scénario dans lequel les gouvernements tiennent coûte que coûte, et quelle que soit la conjoncture, à respecter leurs engagements budgétaires (tableau 5). Si tel était le cas, cela nécessiterait l'adoption de nouveaux plans restriction budgétaire dans les mois à venir.

Plusieurs cas de figure ont été étudiés. Ils reposent tous sur l'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire national de 0,9 correspondant à un multiplicateur total de 1,3. En effet, comme nous l'avons présenté en détail dans un travail récent (OFCE, 2011⁷), la

6. Pour plus de détails, voir Creel *et alii* (2010) « Multiplicateurs budgétaires au cours du cycle : petit précis de politique budgétaire par tous les temps. », *Revue de l'OFCE*, n° 119, octobre 2011 et IMF (2010), Chapitre 3 « Will It Hurt ? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation », octobre.

mise en place en période de basse conjoncture de politiques de restriction budgétaire simultanées dans l'ensemble des pays européens et dans une situation de faible marge de manœuvre de la politique monétaire, conduit à une valeur de multiplicateur supérieure à l'unité.

Tableau 5. Soldes publics en 2012 et 2013 prévus par...

En points de PIB

	DEU		FR		ITA		ESP	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
... l'OFCE	-1,1	-1,3	-4,4	-3,5	-2,7	-1,6	-6,5	-4,5
... les gouvernements	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0
Écart	0,1	0,7	-0,1	0,5	1,1	1,5	1,2	1,5

Sources : sources nationales, prévisions OFCE.

De manière à isoler l'impact sur la croissance du plan d'économie national et de ceux des partenaires, nous avons supposé que chaque pays respecte, seul, son engagement (tableau 6). Sous cette hypothèse, l'effort supplémentaire à fournir serait considérable en Italie et en Espagne ; il représenterait plus de 2 points de PIB en 2012 (respectivement 32,0 et 22,5 milliards d'euros), et près de 1 point de PIB en 2013 (respectivement 13,0 et 10,8 milliards d'euros). La France et l'Allemagne devraient également mettre en œuvre un plan de restriction budgétaire, même s'il est de moindre ampleur, compris entre 0,9 et 1,4 point de PIB : à l'inverse des deux premiers pays, l'effort supplémentaire serait faible, voir nul en 2012 et plus conséquent en 2013. Les nouveaux plans d'économie en France s'élèveraient à 18 milliards en 2013. Dans le même temps, l'Allemagne ne devrait adopter de nouvelles mesures d'économies qu'en 2013, à hauteur de 34,6 milliards d'euros

Ces différents plans de rigueur nationaux, pris isolément, auraient un impact non négligeable sur la croissance des pays étudiés. En 2012, l'Allemagne et la France échapperaient à une croissance négative (respectivement 0,3 % et 0,0 %). Mais une telle stratégie plongerait l'Italie et l'Espagne dans une nouvelle et forte

récession, avec un recul de leur PIB au-delà de -3,0 % (tableau 6). En 2013 en revanche, la France et l'Allemagne basculeraient à leur tour en récession : les quatre grands pays de la zone euro afficheraient des taux de croissance négatifs allant de -0,2 % pour la France et -0,4 % pour l'Allemagne à -2,0 % pour l'Espagne

Bien entendu, si l'ensemble des grands pays de la zone euro venait à adopter la même stratégie en même temps alors l'effort d'économie serait supérieur. Sur les deux prochaines années, il s'élèverait à près de 4 points de PIB en Italie et en Espagne : plus précisément, il serait de 58 milliards d'euros en Italie (3,6 points de PIB), et 45,1 milliards d'euros en Espagne (4,2 points de PIB). Cet effort supplémentaire serait de plus de 2 points de PIB en France et en Allemagne, représentant respectivement 43,0 et 61,0 milliards d'euros. Au total sur ces 4 pays étudiés, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 200 milliards d'euros au cours de la période 2012-2013.

Tableau 6. Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012 et 2013

En %

	DEU		FRA		ITA		ESP	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Prévisions OFCE								
Taux de croissance du PIB	0,3	0,8	0,2	0,7	-1,7	-0,9	-1,1	-0,6
Solde public (en points de PIB)	-1,1	-1,3	-4,4	-3,5	-2,7	-1,7	-6,5	-4,5
Effort supplémentaire à fournir si chaque pays respecte seul son engagement								
En milliards d'euros	5,2	34,6	0,0	18,0	32,0	13,0	22,5	10,8
En points de PIB	0,2	1,3	0,0	0,9	2,0	0,8	2,1	1,0
Taux de croissance du PIB	0,1	-0,4	0,2	-0,2	-3,6	-1,6	-3,1	-2,0
Solde public (en points de PIB)	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0
Effort supplémentaire à fournir si les grands pays de la zone euro respectent tous leurs engagements								
En milliards d'euros	15,7	45,3	8,0	28,0	38,5	19,5	26,8	18,3
En points de PIB	0,6	1,7	0,4	1,4	2,4	1,2	2,5	1,7
Taux de croissance du PIB	-0,7	-1,2	-0,7	-1,1	-4,2	-2,5	-3,7	-3,4
Solde public (en points de PIB)	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0

Sources : Prévisions et calculs OFCE.

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 près de 4,0 % (-4,2 % en Italie et -3,7 % en Espagne). En 2013, la chute d'activité serait comprise entre -1,1 % en France et -3,4 % en Espagne.

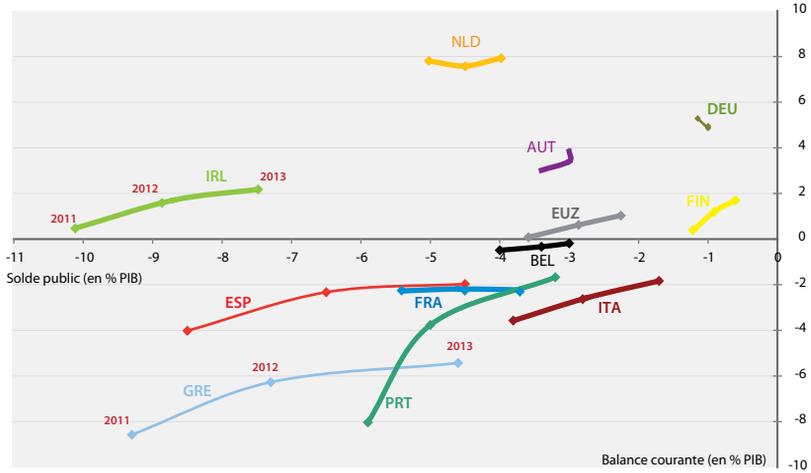
La zone euro se retrouverait ainsi coincée dans cette logique de surenchère budgétaire et les agences de notation s'inquièteraient désormais du risque d'une récession profonde de la zone euro et de ses conséquences sur le système financier. La contagion s'accélérerait et des grands pays de la zone euro seraient désormais dans la mire des marchés financiers et des spéculateurs. Les décisions du sommet européen du 9 décembre 2011, visant à renforcer la discipline budgétaire, notamment par l'adoption de règles budgétaires contraignantes par les Etats de la zone euro, ne calmeraient pas les marchés financiers. Le renforcement seul de l'austérité budgétaire ne serait qu'un accélérateur de crise et ne ferait que renforcer le risque de disparition de la monnaie unique.

Scénario 2 : un nouveau défaut dans la zone euro ?

Le second scénario à risque, qui n'est pas complètement indépendant du premier, est celui dans lequel un pays de la zone euro est confronté à un nouveau défaut sur sa dette publique, et dans le pire des cas à une sortie de la zone. Même dans un schéma de forte baisse du déficit public dans la zone euro, ce scénario ne peut pas écarté en raison des déséquilibres profonds qui persistent entre les pays membres en 2012 et 2013.

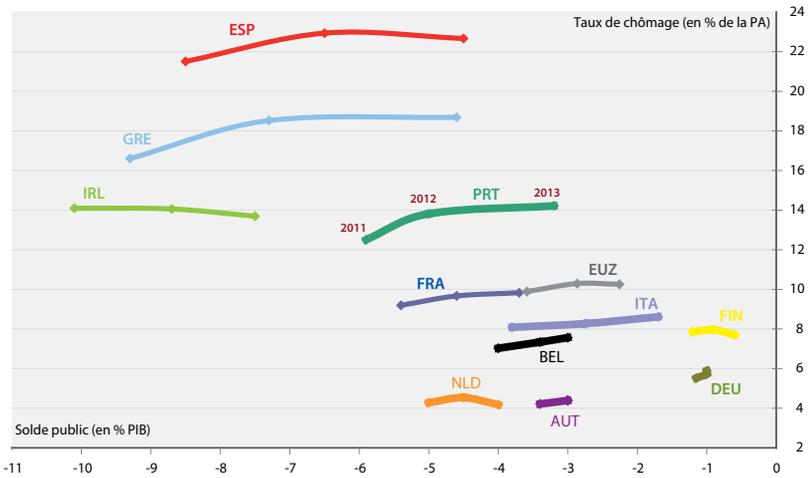
En effet, le rétablissement marqué des comptes publics de la zone euro d'ici à 2013 masque des situations extrêmement différenciées entre les pays membres, que ce soit en termes de finances publiques, de niveau de chômage ou des balances courantes (graphiques 4 et 5). Ces déséquilibres macroéconomiques ne seraient pas résorbés à l'horizon 2013 et pourraient conduire à des nouveaux épisodes de tensions, pouvant déboucher sur une nouvelle crise dans la zone euro.

Graphique 4. Solde public et balance courante pour les pays de la zone euro en 2011, 2012 et 2013



Sources : Prévisions OFCE, OCDE.

Graphique 5. Solde public et taux de chômage pour les pays de la zone euro en 2011, 2012 et 2013



Sources : Prévisions OFCE, OCDE.

Face à l'ampleur des déséquilibres, les pays qui présentent des comptes publics en bonne santé et des excédents commerciaux pourraient exiger des pays les plus déficitaires (budgétairement et commercialement) plus de rigueur. À défaut de transfert des pays excédentaires vers les pays déficitaires (notamment par la relance de

la demande intérieure des pays présentant de forts excédents commerciaux), cette politique pourrait creuser la tombe des pays déjà en récession (Grèce, Portugal, Espagne et Italie), entraînant une nouvelle vague de chômage dans des pays déjà enlisés dans une crise sociale de grande ampleur. Les primes de risque sur les dettes souveraines pourraient repartir à la hausse et provoquer un nouveau cycle de crise de défiance au sein de la zone euro... Pour maintenir un haut niveau de solvabilité, les banques européennes, qui détiennent une masse importante de dettes souveraines des États de la zone euro, n'auront d'autre choix que de se délester des actifs publics dégradés pour éviter une baisse de leur ratio prudentiel.

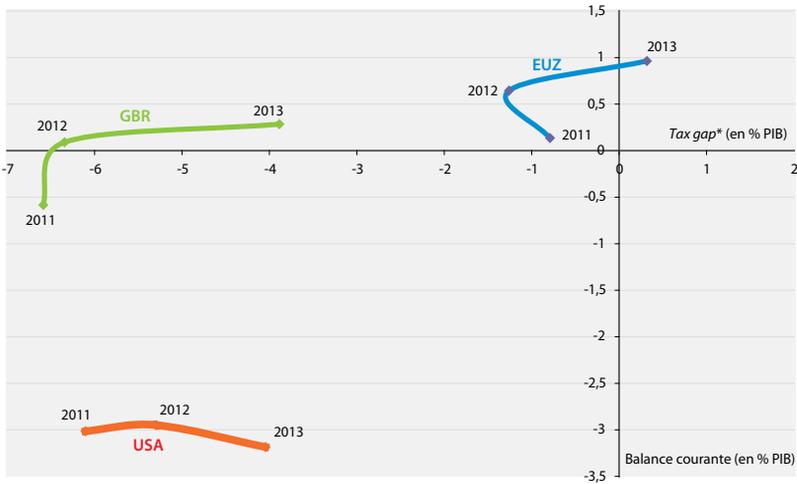
Cette mécanique pro-cyclique pousserait les taux des pays en difficulté à la hausse renforçant le processus de défiance des investisseurs. Les banques qui encaissent des pertes face à la baisse de valeur des actifs dégradés et qui peuvent difficilement se recapitaliser sur les marchés seraient conduites à réduire la taille de leurs bilans en restreignant massivement le crédit bancaire, ce qui déboucherait sur un *crédit crunch*. Les effets négatifs de ce scénario seraient amplifiés si cette situation entraînait un nouveau défaut d'un pays de la zone euro ravivant les craintes fondées d'un risque systémique ; Et dans le pire des cas, la sortie volontaire ou non d'un pays de la zone euro plongerait le système financier dans l'incertitude la plus totale qui déboucherait probablement sur une explosion de la zone euro et une crise monétaire mondiale.

Scénario 3 : **retour de balancier vers les pays anglo-saxons**

Si les scénarii 1 et 2 sont écartés, il est probable que le risque se déporte de la zone euro, si les sacrifices consentis s'y avèrent payant, vers d'autres zones (États-Unis et Royaume-Uni notamment). En effet, les pays industrialisés n'ayant pas fourni les efforts nécessaires pour redresser de façon significative leurs comptes publics pourraient se trouver dans le collimateur des marchés. Si l'on observe les évolutions attendues à l'horizon 2013 des *tax gap* – c'est-à-dire l'écart entre le solde public effectif et celui stabilise la dette publique en points de PIB – et des balances courantes dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les écarts diminuent peu, voire s'accroissent dans certains cas (graphique 6). En 2013, la zone euro

devrait afficher à la fois un excédent de sa balance courante et pour la première fois depuis 2007 un *tax gap* positif qui annoncerait le début d'une décrue de sa dette publique (en points de PIB). À l'inverse, les États-Unis se retrouveraient dans une situation extrêmement inconfortable, affichant à la fois un déficit très élevé de leur balance courante et un *tax gap* encore largement négatif (environ -4 points de PIB), ce qui signifierait une nouvelle forte augmentation de la dette publique américaine. Le Royaume-Uni se situerait dans une situation intermédiaire avec une balance courante équilibrée mais un *tax gap* encore très négatif (environ -4 points de PIB).

Graphique 6. *Tax gap* et balance courante en 2011, 2012 et 2013



* Le *tax gap* est calculé comme l'écart entre le solde public effectif et celui qui stabilise la dette publique (en pts de PIB) à sa dernière valeur.

Sources : prévisions OFCE, OCDE.

Au regard de ces indicateurs, l'hypothèse d'un déplacement de la crise de la zone euro vers les États-Unis et le Royaume-Uni semble plus que probable. Si la capacité de résistance des États-Unis aux attaques des marchés financiers est sans commune mesure avec celle de la zone euro, il n'en reste pas moins que l'on pourrait assister à un fort mouvement de réallocation de l'épargne au détriment des États-Unis et du Royaume-Uni au profit de la zone euro. Dans ce contexte, le taux d'intérêt réel négatif sur la dette publique aux États-Unis et au Royaume-Uni deviendrait vite de l'histoire ancienne. Avec une prime de risque augmentant rapidement sur

les titres publics de ces deux pays, les gouvernements n'auraient d'autre choix que de durcir fortement leurs politiques d'austérité, ce qui risquerait de faire basculer ces deux économies vers la récession avec des répercussions économiques et financières planétaires.

Dans aucun des trois scénarios la crise n'est réglée, les répliques pouvant surgir n'importe où et n'importe quand.

Tableau 7. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change															
1 euro=...\$	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,25	1,28	1,30	1,30	1,30	1,39	1,27	1,30
1 \$=...Yen	82,3	81,7	77,7	77,3	79,3	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	79,8	79,8	80,0
1 £=...euros	1,17	1,13	1,14	1,17	1,20	1,20	1,18	1,18	1,16	1,15	1,15	1,15	1,15	1,19	1,15
Taux directeurs															
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
JPN	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUZ	1,00	1,22	1,47	1,31	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,00	1,00
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Taux d'intérêt à 3 mois															
USA	0,18	0,13	0,17	0,36	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,21	0,41	0,41
JPN	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,40	0,40	0,40	0,40	0,34	0,34	0,40
EUZ	1,09	1,41	1,56	1,50	1,07	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,39	1,09	1,10
GBR	0,81	0,85	0,88	1,00	1,04	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	0,88	1,05	1,05
Taux d'intérêt à 10 ans															
USA	3,46	3,16	2,38	2,02	1,94	2,00	2,00	2,00	2,10	2,10	2,20	2,20	2,76	1,98	2,15
JPN	1,25	1,18	1,05	1,01	0,98	1,00	1,00	1,00	1,10	1,10	1,10	1,10	1,13	0,99	1,10
EUZ	4,30	4,47	4,28	4,20	3,83	3,70	3,60	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,31	3,66	3,50
GBR	3,68	3,42	2,69	2,29	2,09	2,10	2,10	2,10	2,20	2,20	2,30	2,30	3,02	2,10	2,25
Prix du pétrole Brent, en \$															
Prix du pétrole Brent, en \$	104,9	117,4	113,4	109,4	118,8	125,0	125,0	122,0	115,0	115,0	120,0	120,0	111,3	122,7	117,5
Prix du pétrole Brent, en €															
Prix du pétrole Brent, en €	76,8	81,6	80,3	81,2	90,7	97,7	100,0	97,6	89,8	88,5	92,3	92,3	80,0	96,5	90,7
Cours des matières premières industrielles															
	8,4	2,7	-3,9	-14,3	3,7	1,9	3,8	1,8	0,9	1,8	0,9	1,7	14,4	-5,6	6,9

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE mars 2012.

LES INFORTUNES DE LA VERTU

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision¹

La dégradation de la situation conjoncturelle de la zone euro au quatrième trimestre 2011 augure d'un retour en récession. La consolidation budgétaire synchronisée freine non seulement les demandes internes mais elle se répercute aussi sur la demande adressée puisque les restrictions des uns pèsent sur la croissance des autres. L'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce seraient les pays les plus fortement frappés par une nouvelle récession. Un tel scénario serait évité en Allemagne ou en France sauf si tous les pays de la zone décidaient de respecter simultanément leurs engagements budgétaires. Dans ces conditions, le déficit budgétaire moyen de la zone euro repasserait sous le seuil de 3 % dès 2012. Le taux d'intérêt public moyen à long terme serait néanmoins plus élevé qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni alors que les déficits budgétaires de ces deux pays seront plus élevés. Cette situation traduit les infortunes de la vertu de la zone euro et pose donc à nouveau le rôle de la banque centrale pour maintenir les taux de long terme au niveau le plus bas possible. Par ses interventions ciblées auprès du système bancaire, la BCE a réduit le risque d'une faillite bancaire dans la zone euro et donc d'un ajustement violent du crédit. Plus indirectement, ses interventions ont permis de réduire les taux à long terme en ramenant les banques sur les marchés obligataires. La baisse des taux est toutefois trop lente et insuffisante si bien que la question d'une intervention massive directe sur les marchés obligataires reste opportune. Autrement, si les ressorts de la croissance au sein de la zone euro ne peuvent venir des politiques économiques, la capacité de rebond des économies européennes ne pourra reposer que sur l'ajustement déflationniste mis en œuvre par le biais des restrictions budgétaires. Les effets de cette stratégie sont cependant lents à opérer dans une zone monétaire fortement intégrée alors que les effets dépressifs sur la demande sont importants et immédiats.

1. Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot, Éric Heyer, Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth. Elle intègre les informations disponibles au 27 mars 2012.

1. Le premier pas vers la récession

La dégradation des enquêtes de confiance après le premier trimestre 2011 (graphique 1) laissait entrevoir un nouveau repli de l'activité qui s'est confirmé au quatrième trimestre avec un recul du PIB de 0,3 %. Techniquement, la zone euro n'est pas en récession puisque la croissance du PIB était encore positive au troisième trimestre et l'amélioration des enquêtes plaide pour une moindre contraction du PIB au cours des deux premiers trimestres 2012. Cependant, au moins six pays², représentant 33 % du PIB de la zone euro, enregistraient un recul de leur activité pour le deuxième trimestre consécutif. Dans ces conditions, le répit sur le marché de l'emploi a été de courte durée. La baisse du taux de chômage observée entre le mois de mai 2010 et avril 2011 aura été bien trop faible pour absorber les effets de la crise la plus grave depuis l'après-guerre. En l'espace de deux trimestres, l'emploi total a reculé de 0,4 % dans la zone euro tandis que la population active augmentait de 0,2 % portant le taux de chômage à 10,6 % en décembre 2011³. Cette moyenne cache toujours une hétérogénéité croissante des situations puisque, selon les données Eurostat, le taux de chômage dépasse 23 % en Espagne tandis qu'il est inférieur à 6 % en Allemagne depuis mai 2011.

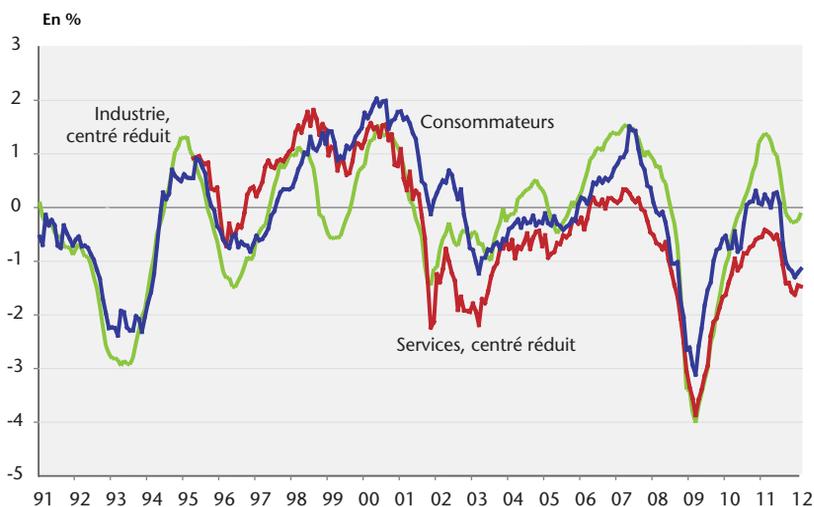
Ce recul de l'activité au quatrième trimestre s'explique principalement par une baisse de la demande intérieure (voir tableau zone euro en fin de partie), dont toutes les composantes étaient en repli. Les mesures de restriction budgétaire ont principalement pesé sur la consommation des ménages comme celle des administrations publiques qui ont baissé respectivement de 0,3 % et de 0,2 %. Du côté de l'investissement, la baisse atteint 0,4 %. Elle résulte surtout de l'investissement productif, les entreprises jugeant insuffisants les débouchés au sein de la zone euro. Ce ralentissement de la demande dans la zone euro s'est répercuté sur le commerce extérieur. La faiblesse de la demande intérieure a réduit les importations de 1,5 % et donc la demande adressée à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui, en retour, a contraint l'évolution des exporta-

2. L'Italie, les Pays-Bas, la Belgique, le Portugal, l'Irlande et la Grèce.

3. La dégradation s'est poursuivie en janvier 2012 où le taux de chômage atteignait 10,7 %, soit le niveau le plus élevé enregistré dans la zone euro depuis novembre 1997.

tions et a renforcé l'effet accélérateur sur l'investissement. Toutefois, la baisse des importations ayant été plus marquée que celle des exportations, la contribution du commerce extérieur à la croissance est restée positive (0,3 point) au quatrième trimestre 2011. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2011, le PIB a progressé de 1,5 % tandis que le redressement modéré de la productivité, qui a cru de 1,3 %, a permis une croissance timide de l'emploi de 0,2 %.

Graphique 1. Enquêtes de confiance dans la zone euro



Source : Commission européenne.

L'austérité confirmée...

Pourtant, malgré ces performances insuffisantes pour refermer l'écart de production qui s'est creusé depuis la chute de l'activité intervenue en 2008, ni les gouvernements ni la Commission n'ont infléchi leur discours sur l'austérité. Comme nous l'avons souligné lors de nos prévisions⁴ de décembre 2011, l'interdépendance des économies européennes amplifie les effets récessifs des plans d'austérité mis en place par chacun des pays les conduisant à revoir à la baisse leurs prévisions de croissance, ce qui renforce *ex-post* la crise des dettes souveraines et le besoin de rigueur. L'année 2011 a été l'illustration de ce cercle vicieux dans lequel est entrée la zone

4. Voir OFCE (2011) « La très Grande Récession », Notes de l'OFCE n° 9.

euro. Les programmes d'ajustement ont pesé sur la croissance de la zone euro et en particulier sur celle des pays en crise. Mais la baisse des recettes fiscales est venue freiner la réduction des déficits budgétaires en Espagne, en Irlande et au Portugal, empêchant ces pays d'atteindre leurs objectifs. Les risques d'insoutenabilité réels ou entretenus par la spéculation ont poussé les taux d'intérêt à la hausse, pénalisant la croissance et renforçant la spirale infernale. L'état de la conjoncture au quatrième trimestre semble confirmer ce constat.

Une certaine accalmie est néanmoins perceptible depuis le début de l'année 2012. Elle s'explique en partie par l'action de la BCE qui, en deux opérations exceptionnelles de refinancement, a prêté près de 1 000 milliards d'euros aux banques européennes, ce qui a favorisé leur retour sur le marché des titres obligataires publics. À cet effet, il faut ajouter celui des signatures de l'accord européen pour une réforme du Pacte de stabilité et de l'accord entre la Grèce et ses créanciers privés. Néanmoins en Espagne et en Italie, deux pays n'ayant pas eu recours au FESF (Fonds européen de stabilité financière) ou à une aide européenne, les taux nominaux, bien qu'en baisse depuis le début de l'année 2012, restent proches de 5 %. Avec une croissance nominale qui n'a pas dépassé 2,5 % durant l'année 2011, les écarts critiques, c'est-à-dire les différences entre les taux d'intérêt et les taux de croissance potentiels nominaux, sont restés élevés (tableau 1).

La perspective d'une récession en 2012 maintiendrait cette situation, ce qui ne permettra pas d'atteindre les objectifs budgétaires. Les pays pourraient donc être contraints à de nouveaux ajustements s'ils souhaitent tenir leurs engagements et stabiliser rapidement leur dette. Comme dans notre dernière prévision⁵, nous avons simulé un scénario dans lequel les gouvernements, quelle que soit la conjoncture, respectent leurs engagements budgétaires. Si tel était le cas, cela nécessiterait de nouveaux plans de restriction budgétaire dans les mois à venir. Nous avons retenu l'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire national de 0,9 correspondant à un multiplicateur total de 1,3. En effet, comme nous l'avons détaillé dans un travail récent (OFCE, 2011⁶), la mise en

5. Version actualisée (mise à jour des engagements et des déficits réalisés) du tableau 6 page 16 de « [La très Grande Récession](#) », *Notes de l'OFCE*, n° 9.

place dans un contexte de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire simultanées dans l'ensemble des pays européens et agissant dans une situation de faible marge de manœuvre de la politique monétaire concourt à la formation d'un multiplicateur supérieur à l'unité.

Tableau 1. Évolution de l'écart critique dans les pays de la zone euro

En % du PIB

	2008	2009	2010	2011
Allemagne	2,1	0,3	1,4	0,6
Autriche	0,7	0,9	0,1	-0,7
Belgique	0,7	1,2	0,5	0,2
Espagne	0,6	2,3	2,1	2,6
Finlande	0,4	0,1	1,6	-0,9
France	0,2	1,2	1,2	0,6
Grèce (aide)	-1,1	1,4	3,1 (2,5)	10,0 (1,1)
Irlande (aide)	5,5	7,1	6,0	8,5
Italie	1,7	1,9	3,1	2,7
Pays-Bas	1,0	2,6	1,0	0,5
Portugal (aide)	1,9	2,5	2,0	4,1 (1,1)
Zone euro 11*	1,2	1,4	1,8	1,7

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

Note de lecture 1 : L'écart critique est la différence entre taux d'intérêt obligatoire à 10 ans et le taux de croissance potentiel nominal de l'économie (calculs OFCE).

Note de lecture 2 : Pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande, la mention (aide) entre parenthèses indique la valeur de l'écart critique lorsque l'on considère non pas le taux d'intérêt obligatoire à 10 ans sur le marché secondaire, mais le taux préférentiel auquel les pays empruntent auprès de l'UE et du FMI, fixé à 3,5 % depuis le sommet européen de juillet 2011.

Sources : Eurostat, Datastream, calculs OFCE.

Plusieurs cas de figure ont été étudiés. De manière à isoler l'impact sur la croissance des plans d'économies nationaux et de ceux des partenaires, nous avons supposé que chaque pays respecte, seul, son engagement (tableau 2). Sous cette hypothèse, l'effort supplémentaire à fournir serait important en Italie et en Espagne : il représenterait plus de 2,1 points de PIB en 2012, et près de 1 point de PIB en 2013. Pour l'Allemagne et la France, cet effort serait faible, voire nul en 2012. Il serait cependant plus conséquent en 2013 : 34,6 milliards d'euros en Allemagne et 18 milliards en

France. Dans tous les cas, si tous les pays souhaitent simultanément respecter leurs engagements, ces efforts seraient fortement accrus. Il faudrait compter entre 0,4/0,5 point de PIB supplémentaire en Allemagne, en France et en Italie et 0,7 point de PIB en Espagne pour l'année 2013.

Tableau 2. Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012 et 2013

En %

	DEU		FRA		ITA		ESP	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Prévisions OFCE								
Taux de croissance du PIB	0,3	0,8	0,2	0,7	-1,7	-0,9	-1,1	-0,6
Solde public (en pts de PIB)	-1,1	-1,3	-4,4	-3,5	-2,7	-1,7	-6,5	-4,5
Effort supplémentaire à fournir si chaque pays respecte seul son engagement								
En milliards €	5,2	34,6	0,0	18,0	32,0	13,0	22,5	10,8
En points de PIB	0,2	1,3	0,0	0,9	2,0	0,8	2,1	1,0
Taux de croissance du PIB	0,1	-0,4	0,0	-0,2	-3,6	-1,6	-3,1	-2,0
Solde public (en pts de PIB)	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0
Effort supplémentaire à fournir si les pays de la zone euro respectent tous leurs engagements								
En milliards €	15,7	45,3	8,0	28,0	38,5	19,5	26,8	18,3
En points de PIB	0,6	1,7	0,4	1,4	2,4	1,2	2,5	1,7
Taux de croissance du PIB	-0,7	-1,2	-0,7	-1,1	-4,2	-2,5	-3,7	-3,4
Solde public (en pts de PIB)	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0

Sources : Prévisions et calculs OFCE, mars 2012.

Ces différents plans de rigueur nationaux, pris isolément, auraient un impact non négligeable sur la croissance des pays étudiés. En 2012, l'Allemagne et la France échapperaient à une croissance négative (respectivement 0,3 % et 0,0 %). Mais une telle stratégie plongerait à nouveau l'Italie et l'Espagne dans une forte récession, avec un recul de leur PIB supérieur à 3,0 %. En 2013 la France et l'Allemagne basculeraient à leur tour en récession : les quatre grands pays de la zone euros afficheraient des taux de croissance négatifs allant de -0,4 % pour la France et l'Allemagne, à -2 % pour l'Espagne. Bien entendu, si les grands pays de la zone euro arrivaient tous à respecter leurs engagements, alors l'effort d'économie à réaliser serait plus conséquent. Sur les deux

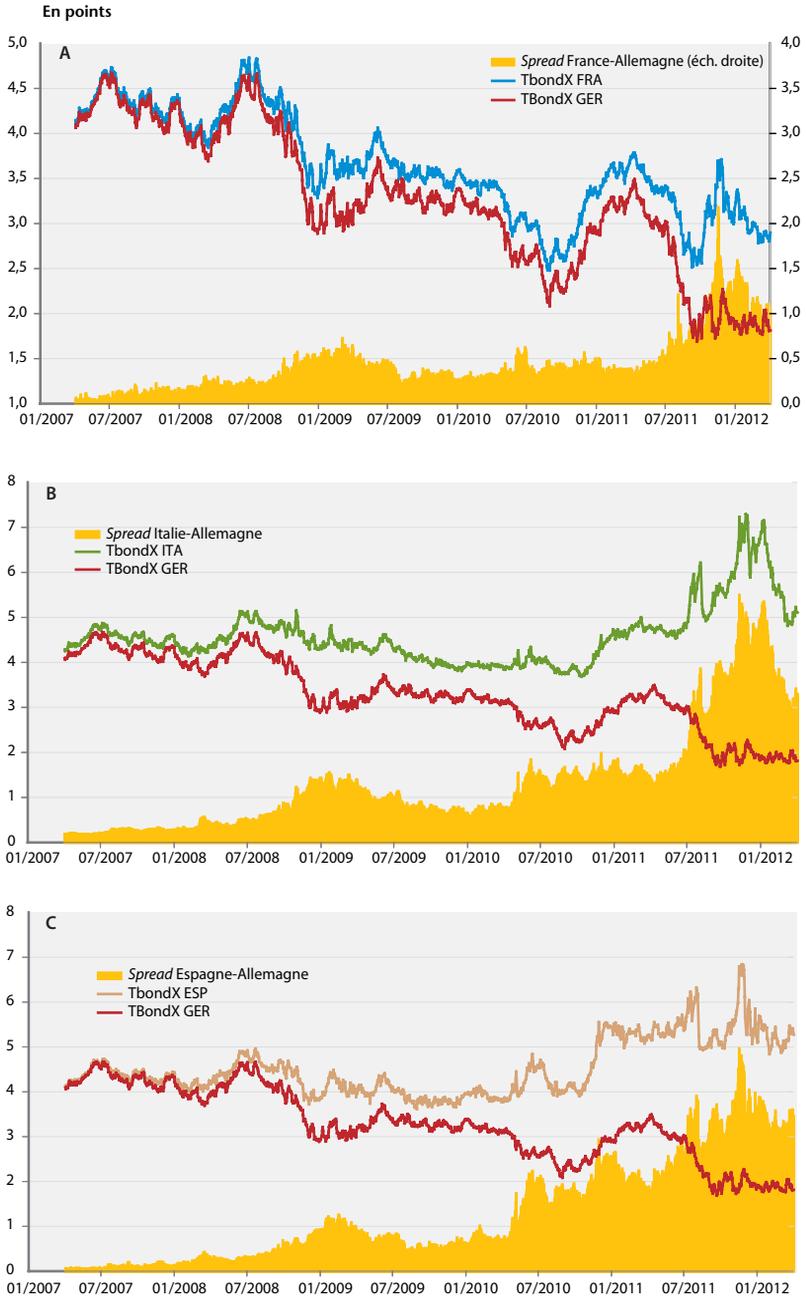
prochaines années, il s'élèverait à près de 4 points de PIB en Italie et en Espagne, et à plus de 2 points de PIB en France et en Allemagne. Au total sur ces 4 pays étudiés, l'effort cumulé d'économies représenterait plus de 200 milliards d'euros au cours de la période 2012-2013. Le choc sur l'activité serait alors massif : il provoquerait en 2012 une récession violente pour certains pays avec une baisse du PIB de près de 4,0 % (-4,2 % en Italie et -3,7 % en Espagne). En 2013, la chute d'activité serait comprise entre -1,2 % en Allemagne et -3,4 % en Espagne.

Nous anticipons la poursuite du mouvement de détente des taux d'intérêt même s'il n'est pas exclu que de nouvelles tensions apparaissent, en lien notamment avec les chiffres de croissance ou en réaction aux difficultés des États membres à réduire leurs déficits budgétaires. Le taux moyen de la zone euro atteindrait 3,5 % à partir de la fin de l'année 2012, contre un pic observé à 4,5 % au deuxième trimestre 2011. Cette baisse du taux moyen résulterait d'une convergence au sein de la zone euro, comme en témoigne la baisse modérée des écarts de taux vis-à-vis de l'Allemagne observée depuis le début de l'année 2012 (graphiques 2a, b et c). Toutefois, nous ne reviendrions pas vers la situation d'absence de primes de risques qui prévalait avant l'éclatement de la crise. Surtout, cette baisse serait insuffisante pour réduire significativement les écarts critiques dans les pays fragilisés par la crise des dettes souveraines. Dans l'éventualité où les tensions se feraient plus vives que ce que nous anticipons, le besoin de rigueur budgétaire serait amplifié et le scénario de croissance devrait être revu à la baisse.

L'impulsion budgétaire⁷ moyenne atteindrait -1,5 point de PIB la première année et -1,0 la deuxième. En cumul sur 2012 et 2013, elle dépasserait 6 points de PIB en Espagne et 4,5 points en Italie, ce qui amputerait fortement la croissance de ces deux pays (encadré). Grâce à un déficit ramené à 1 % du PIB en 2011, l'Allemagne serait peu concernée par l'ajustement budgétaire.

7. L'impulsion budgétaire est égale, aux mesures exceptionnelles près, à la variation du solde public primaire structurel. Elle donne une indication de l'orientation restrictive (en cas d'impulsion négative) ou expansionniste (en cas d'impulsion positive) de la politique budgétaire.

Graphique 2. Écart de taux d'intérêt public à long terme vis-à-vis de l'Allemagne

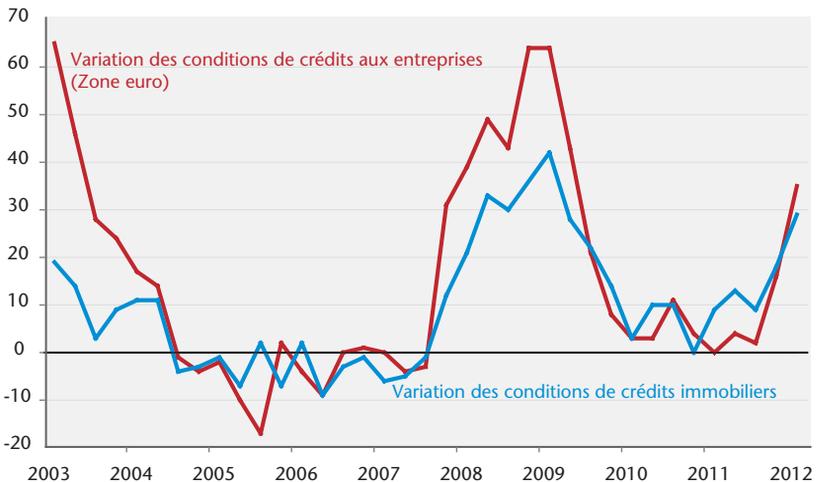


Source : Datastream.

Néanmoins, la croissance outre-Rhin serait pénalisée, *via* la demande adressée, par les mesures budgétaires prises dans les autres pays de la zone. Sur l'ensemble de la zone euro, il faut noter que malgré l'impact négatif de la faible activité sur le solde budgétaire conjoncturel, le déficit budgétaire serait dès 2012 ramené sous la barre de 3 %. Mais, par ailleurs, deux chocs négatifs supplémentaires contribueraient à entraîner la zone euro dans une nouvelle récession. D'une part, les tensions géopolitiques autour de la situation iranienne créent une forte volatilité du prix du pétrole. En dollar et en moyenne annuelle, celui-ci augmenterait de 10 % en 2012 avant de se stabiliser à 120 dollars le baril en fin d'année 2013.

Exprimée en euros, cette hausse du prix du pétrole atteindrait même 20 % dans la mesure où nous anticipons une dépréciation de l'euro qui s'établirait à 1,27 dollar sur l'ensemble de l'année 2012 contre 1,39 en 2011. Ensuite, la crise des dettes souveraines, la crise immobilière – en Espagne, aux Pays-Bas et en Irlande – et les faibles perspectives de croissance ont conduit les banques de la zone euro à durcir leurs conditions de crédits, comme en témoigne l'enquête publiée en janvier 2012 et réalisée sur la base de questionnaires adressés aux banques en début d'année (graphique 3).

Graphique 3. Conditions de crédits dans la zone euro



Note de lecture : les résultats sont interprétés sur la base d'un solde d'opinions entre les banques déclarant durcir leurs conditions de crédits et celles déclarant les assouplir. Une hausse de l'indicateur témoigne donc d'un durcissement des conditions de crédit.

Source : BCE.

Si l'impact sur la croissance du durcissement des conditions de crédit est difficilement quantifiable, l'expérience de 2008-2009 montre que ce facteur a contribué à la récession⁸. La double opération de refinancement à long terme – 3 ans – menée par la BCE atténuerait ses tensions. Mais il n'en demeure pas moins que pour la France, l'effet négatif sur la croissance est estimé à 0,5 % en 2012.

Encadré 1. Cadrage du scénario de croissance

Le scénario de croissance pour la zone euro s'appuie sur des hypothèses relatives à l'impact des chocs budgétaires (*via* la demande interne et la demande adressée), pétrolier et de crédit. La croissance spontanée (avant prise en compte des chocs) résulterait de l'addition de la croissance potentielle et d'un effet de rattrapage qui dépend de l'écart de production et d'une hypothèse *ad-hoc* sur le nombre d'années nécessaires⁹ pour fermer cet écart. Ce rattrapage permettrait de réduire les écarts de production négatifs résultant de la crise. Les hypothèses sur la croissance potentielle et la croissance spontanée sont présentées dans le tableau E1. Les taux de croissance reportés sont annualisés et ne tiennent pas compte des acquis de croissance. Pour l'Allemagne, la croissance spontanée est évaluée à 2,3 %. Elle est moins forte qu'en France et en Espagne en raison du faible écart de production outre-Rhin. Pour les trois autres plus grands pays de la zone euro, l'effet de rattrapage est très proche (entre 1,8 et 2 points).

Tableau E1. Croissance potentielle et croissance spontanée

En %	DEU	FRA	ITA	ESP
Croissance potentielle (a)=	1,5	1,45	0,1	1,5
Croissance de la productivité	1,1	1,1	0,0	1,1
+ celle de la population active	0,4	0,45	0,1	0,4
Output gap en 2011	-0,8	-6,0	-3,6	-7,6
Nombre d'années pour fermer l'OG en l'absence de chocs	1 an	3 ans	2 ans	4 ans
Effet rattrapage annuel (b)	0,8	2,0	1,8	1,9
Croissance spontanée hors acquis (a+b)	2,3	3,5	1,9	3,4

Note : Pour l'Italie, l'estimation du taux de croissance de la productivité s'appuie sur l'évolution tendancielle observée entre 2000 et 2007. Le taux de croissance de la population active pour l'Allemagne est calé sur l'hypothèse du gouvernement allemand qui anticipe un rattrapage lié à une amélioration du taux d'emploi.
Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

8. Voir G. de Bondt, A. Maddaloni, J-L Peydro & S. Scopel (2010) : « The euro area bank lending channel survey matters : empirical evidence for credit and output growth », *ECB Working Paper* n° 1160.

9. Au cours des crises précédentes, il ressort que la vitesse de fermeture des écarts de production est généralement comprise entre 1 et 5 années en fonction du niveau de cet écart.

Pour tenir compte des effets d'acquis, il est nécessaire de raisonner sur une base trimestrielle. Ainsi, pour la France, comme pour l'Espagne, la croissance trimestrielle spontanée estimée est proche de 0,85 % (tableau E2). Elle est respectivement inférieure à 0,6 et 0,5 % en Allemagne et en Italie.

Tableau E2. Impact des chocs sur la croissance trimestrielle

	DEU		FRA		ITA		ESP	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Reprise spontanée	0,58	0,58	0,86	0,86	0,48	0,48	0,85	0,85
Impact des ajustements budgétaires								
<i>via la demande intérieure</i>	-0,08	-0,03	-0,34	-0,30	-0,51	-0,30	-0,77	-0,65
<i>via la demande adressée</i>	-0,30	-0,25	-0,24	-0,20	-0,23	-0,20	-0,22	-0,18
<i>Choc pétrolier</i>	-0,17	-0,04	-0,17	-0,04	-0,17	-0,04	-0,17	-0,04
<i>Autres chocs</i>	0,00	0,00	-0,10	-0,00	-0,00	-0,00	-0,10	0,00
Croissance trimestrielle	0,03	0,25	-0,02	0,31	-0,45	-0,08	-0,37	-0,22

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

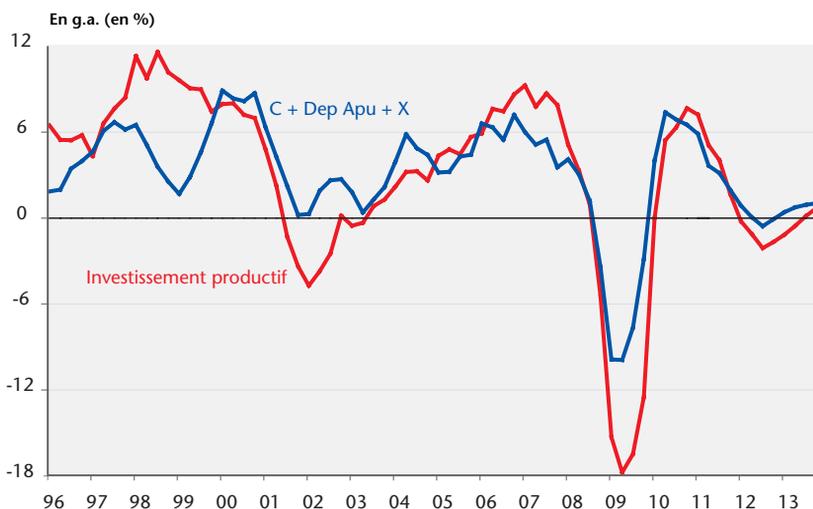
Il faut ensuite tenir compte des chocs attendus au cours des deux années 2012 et 2013. L'impact des restrictions budgétaires est décomposé entre un effet interne, qui dépend de la valeur du multiplicateur interne, et un effet externe lié aux conséquences, *via* la demande adressée, des plans d'ajustement mis en œuvre dans le reste du monde. L'essentiel de cet effet résulte des impulsions négatives des pays de l'Union européenne. C'est en Allemagne que l'effet interne est le plus faible alors qu'il atteint -0,8 point en 2012 en Espagne. En revanche l'Allemagne serait plus fortement touchée par l'effet externe qui atteindrait 0,30 point en 2012 contre 0,2 dans les trois autres pays. Pour ces quatre pays de la zone euro, nous supposons que l'effet du choc pétrolier serait identique en 2012 et 2013. Enfin, l'effet des autres chocs et notamment du durcissement des conditions de crédit serait de l'ordre de 0,1 point de croissance trimestrielle en France et en Espagne en 2012.

Sur la base de ces hypothèses, la croissance trimestrielle moyenne en 2012 et 2013 serait négative en Espagne et en Italie. Elle serait très proche de zéro en France et en Allemagne en 2012, et serait voisine de 0,3 % en 2013. C'est donc grâce à un effet d'acquis favorable que la France échapperait à la récession sur l'ensemble de l'année 2012 puisque la croissance annuelle y atteindrait 0,2 %. Inversement, l'effet d'acquis contribuerait à amplifier la récession de l'Italie et de l'Espagne où le recul du PIB atteindrait respectivement 1,7 et 1,1 %.

... la récession aussi

Le PIB de la zone euro reculerait de 0,2 % au premier trimestre 2012 et encore de 0,1 % au trimestre suivant. Le poids conjugué des trois chocs (budgétaires, pétrolier et de crédit) pèserait principalement sur la demande intérieure. La consommation des ménages reculerait en 2012 et resterait anémique en 2013. L'absence de débouchés ainsi que le faible niveau du taux d'utilisation des capacités de production, qui est repassé sous sa moyenne de long terme au deuxième semestre 2011, freinerait l'investissement productif dont le recul atteindrait 1,5 % en 2012 (graphique 4). De plus, les effets liés au durcissement des conditions de crédit se répercuteraient notamment sur l'investissement-logement, qui reculerait de 0,9 % en 2012 et de 0,3 % l'année suivante.

Graphique 4. Effet accélérateur sur l'investissement



Note : l'effet accélérateur résulte de la relation entre la croissance de l'investissement et celle de la demande mesurée ici par la somme des consommations finales (publiques G et privées C) et des exportations X.

Source : Eurostat, prévision OFCE mars 2012.

L'impact global de ces chocs serait ensuite amplifié *via* la demande adressée si bien que malgré la contribution positive du commerce extérieur de l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance des exportations ne dépasserait pas 1 % en 2012 et s'élèverait à 1,5 % en 2013. Sur l'ensemble de l'année 2012, le PIB de la zone euro diminuerait de 0,4 %. L'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas,

l'Irlande, le Portugal et la Grèce seraient en récession (tableau 3). L'ampleur du recul de l'activité serait moins forte que celle observée en 2009, mais il reste que, fin 2013, le niveau d'activité serait toujours inférieur à celui qui prévalait au 1^{er} trimestre 2008, éloignant à nouveau la perspective d'une amélioration durable de l'emploi. Le taux de chômage continuerait d'augmenter et atteindrait 11,1 % en fin d'année 2013, soit le niveau le plus élevé depuis la création de l'euro. Du côté des prix, l'inflation se maintiendrait toujours au-dessus de la cible visée par la BCE en 2012. Malgré la hausse du prix du pétrole, le taux de croissance des prix serait moins élevé qu'en 2011 et la BCE ne devrait donc pas durcir sa politique monétaire. L'impact négatif sur les salaires du niveau élevé du chômage conduirait à une baisse de l'inflation sous-jacente. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'établirait à 2,3 % en 2012 et 1,9 % en 2013.

Tableau 3. Croissance des principaux pays de la zone euro

En %

	2011	2012	2013
Allemagne	3,1	0,3	0,8
France	1,7	0,2	0,7
Italie	0,5	-1,7	-0,9
Espagne	0,7	-1,1	-0,6
Pays-Bas	1,3	-1,1	0,5
Belgique	1,9	0,1	0,9
Irlande	0,7	-0,3	0,9
Portugal	-1,5	-2,9	0,2
Grèce	-6,2	-4,6	0,3
Finlande	2,7	0,7	1,1
Autriche	3,1	0,4	0,8
Zone euro	1,5	-0,4	0,3

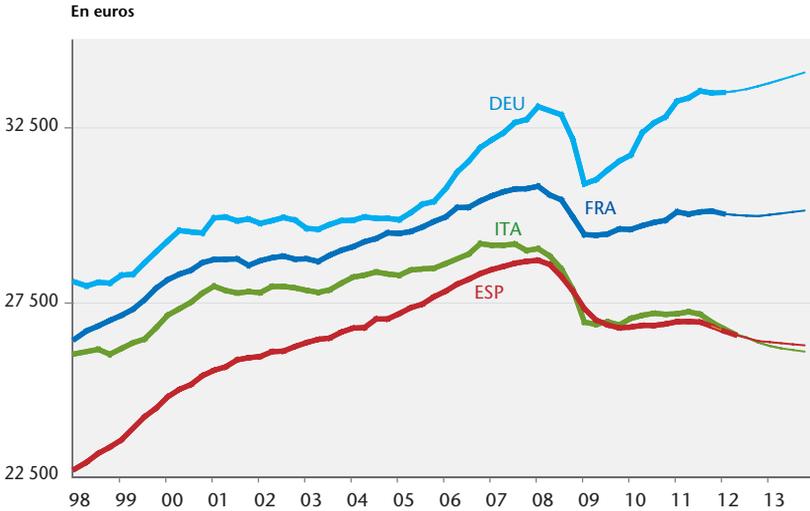
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE mars 2012.

La zone euro serait toujours coupée en deux¹⁰ puisque la divergence des trajectoires de reprise observée en 2010 et en début d'année 2011 s'amplifierait (graphique 5). En effet, avant l'éclate-

10. Voir OFCE (2011) : « Zone euro : coupée en deux », *Revue de l'OFCE*, n° 117, p. 43-89.

ment de la crise au deuxième trimestre 2008, le PIB par tête de l'Italie et de l'Espagne était inférieur à celui de l'Allemagne de respectivement 12 et 13 %. Fin 2013, ces écarts s'élèveraient à 23,4 % pour l'Italie et 22,8 % pour l'Espagne. L'écart de PIB par tête entre la France et l'Allemagne passerait de 7 % à 11,6 % sur la même période.

Graphique 5. PIB par tête



Dans ce contexte essentiellement marqué par la mauvaise synchronisation des politiques budgétaires, le soutien de la politique monétaire serait essentiel mais limité. Essentiel car l'action de la BCE en tant que prêteur en dernier ressort réduit les risques d'illiquidité et donc de faillite d'une banque européenne ce qui ne manquerait pas, autrement, de relancer le risque systémique. Mais le rôle de la BCE est limité car elle dispose de peu de marge de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt à court terme et elle ne s'engage pas dans une politique massive d'achats de titres sur les marchés obligataires publics qui serait le seul moyen d'exercer une pression rapide et durable sur les taux d'intérêt à long terme. Dans ces conditions, la capacité de rebond des économies européennes repose sur l'ajustement déflationniste mis en œuvre par le biais des restrictions budgétaires et par la réduction, plus ou moins rapide, des écarts de production. Les effets de cette stratégie tardent cepen-

nant à se faire sentir. Les ajustements de coûts salariaux et de compétitivité sont en effet lents à opérer dans une zone monétaire fortement intégrée alors que les effets dépressifs sur la demande sont importants et immédiats.

2. Finances publiques : surenchère dans l'austérité

Alors qu'en 2010, certains pays de la zone euro – l'Allemagne, l'Autriche ou l'Irlande – n'avaient pas encore amorcé de politique de réduction des déficits, l'année 2011 a été celle d'une cure d'austérité budgétaire généralisée. Ainsi, le déficit public de la zone euro s'est réduit de près de 2 points, passant de 5,5 à 3,6 % du PIB (tableau 4). Pour 2012 et 2013, les gouvernements ont annoncé une intensification de la rigueur budgétaire, avec des objectifs de déficit particulièrement ambitieux, difficiles à atteindre dans un contexte de croissance molle.

Tableau 4. Évolution du solde public dans les pays de la zone euro

En % du PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	0,2	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-1,1	-1,3
Autriche	-0,9	-0,9	-4,1	-4,4	-3,4	-3,0	-3,0
Belgique	-0,3	-1,3	-5,8	-4,1	-4,0	-3,4	-3,0
Espagne	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5	-6,5	-4,5
Finlande	5,3	4,3	-2,5	-2,5	-1,2	-0,9	-0,6
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,4	-4,4	-3,5
Grèce	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6	-9,3	-7,3	-4,6
Irlande	0,1	-7,3	-14,4	-32,0	-10,1	-8,7	-7,5
Italie	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6	-3,8	-2,8	-1,7
Pays-Bas	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-5,0	-4,5	-4,0
Portugal	-3,1	-3,6	-10,1	-9,8	-4,0	-4,5	-3,5
Zone euro 11*	-0,6	-1,8	-5,5	-5,5	-3,6	-2,9	-2,3

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

Sources : Eurostat pour 2007 à 2011, prévisions OFCE mars 2012.

La nécessité de revenir, à marche forcée, dans les limites du Pacte de stabilité et de croissance a plusieurs origines :

1) L'inquiétude suscitée par la hausse des taux directeurs sur les titres obligataires souverains en fin d'année 2011 et le creusement de l'écart avec le taux allemand, pour des pays jusqu'alors épargnés par la crise (Italie, Espagne, et même France dans une moindre mesure). Le creusement de l'écart critique et le risque d'emballlement de la dette jette le doute sur la soutenabilité des finances publiques de certains pays de la zone.

2) Les craintes d'une hausse du coût du financement de la dette ont également été alimentées par la dégradation de la note de plusieurs pays de la zone euro par l'agence Standard and Poor's. Cette dernière a en effet décidé, en janvier 2012, de retirer le triple A de la France et de l'Autriche, et d'abaisser les notes de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal et de Chypre, plaçant ces deux derniers pays en catégorie spéculative.

3) La crainte de contagion du cas grec est toujours présente, malgré le vote du deuxième plan d'aide qui représente un total de 130 milliards d'euros, garantis par les pays membres.

Tous les pays ont inscrit une cure d'austérité budgétaire pour 2012-2013, avec des impulsions fortement négatives (tableau 5). Une austérité budgétaire trop forte et prolongée pourrait donc avoir l'effet pervers de réduire la croissance à court et à moyen terme, et donc de rendre plus difficile la sortie de crise par le haut (*via* le retour de la croissance). En outre, l'analyse des écarts fiscaux (*tax gap*, tableau 6) montre que l'Italie a déjà réalisé les ajustements structurels nécessaires pour stabiliser la dette brute dès 2011, suivie de la France et l'Allemagne en 2012, et de l'Espagne en 2013. En ce qui concerne les petits pays, la Grèce a déjà réalisé ses ajustements en 2011, suivie du Portugal en 2012. Seule l'Irlande ne devrait pas réussir à stabiliser son ratio d'endettement à l'horizon de 2013.

Tableau 5. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	0,7	1,2	-0,9	-0,3	-0,1
Autriche	0,4	0,6	-0,5	-1,2	-0,5
Belgique	1,8	-0,3	-0,1	-1,4	-0,8
Espagne	4,1	-1,9	-1,2	-3,4	-2,9
Finlande	0,5	1,5	-1,1	-1,1	-1,3
France	2,5	-0,7	-1,9	-1,4	-1,5
Grèce	1,8	-7,9	-5,0	-4,3	-3,2
Irlande	3,7	-4,1	-2,5	-3,0	-2,6
Italie	0,8	-0,4	-1,2	-2,9	-1,7
Pays-Bas	3,8	-1,5	-0,2	-1,9	-1,0
Portugal	4,9	-0,6	-3,8	-3,0	-3,0
Zone euro 11	1,6	-0,3	-1,1	-1,5	-1,0

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

Note de lecture : L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle est une approximation de la politique budgétaire discrétionnaire.

Sources : Calculs et prévisions OFCE, mars 2012.

Tableau 6. Écarts fiscaux (tax gap)

En % du PIB

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	-0,7	-0,8	1,4	0,4	-2,1	-1,6
France	0,6	3,9	3,2	1,4	-0,9	-1,6
Italie	0,2	0,2	1,7	-0,1	-2,5	-3,5
Espagne	2,3	7,9	5,1	3,1	0,7	-1,3
Irlande	7,6	12,7	29,1	6,0	2,8	0,9
Portugal	1,8	7,5	6,5	2,6	-1,9	-3,4
Grèce	3,8	9,2	2,7	-1,8	-5,8	-7,8

Note de lecture : L'écart fiscal (tax gap) représente l'augmentation de taxes (ou la baisse de dépenses) nécessaire pour stabiliser la dette publique brute à moyen terme. Lorsque l'écart fiscal devient négatif (en gras), cela indique que le pays a procédé à l'ajustement nécessaire pour stabiliser sa dette.

Note méthodologique : Dans ce scénario, nous utilisons le solde public, le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt apparent sur la dette publique issus des prévisions OFCE. Nous faisons l'hypothèse d'une fermeture progressive de l'écart de production à partir de 2013 selon la formule suivante :

$$OG_t = OG_{t-1} + 1 + \frac{1}{10}(OG_{t-2008}) + \text{impulsion budgétaire}$$

Ainsi, à partir de 2013, nous prévoyons une fermeture de l'écart de production d'un point de PIB potentiel par an, plus un dixième de l'écart de production (mesuré l'année où l'écart de production est le plus dégradé), plus le montant de l'impulsion budgétaire.

Sources : OCDE, Eurostat, prévision OFCE, mars 2012.

À l'impossible, nul ne devrait être tenu

Le ralentissement de l'activité, plus fort que celui anticipé par les différents gouvernements, creuse le solde public conjoncturel et ne permet pas à tous les pays de respecter leur engagement. Cela sera notamment le cas, d'après nos prévisions, pour les gouvernements italien et espagnol qui pourraient être confrontés à un écart entre le solde public réalisé et leur engagement compris entre 1,1 et 1,5 points de PIB au cours des deux prochaines années. Dans le cas de la France et de l'Allemagne, les engagements seraient tenus en 2012 mais l'écart avoisinerait 0,5-0,7 point en 2013 (tableau 7).

Au sein des grands pays de la zone euro, la divergence est particulièrement marquée entre une Allemagne dont l'ajustement budgétaire a été réalisé avec succès, et les pays du Sud (Italie et Espagne) qui devraient plonger en récession sous l'effet d'impulsions budgétaires très négatives. L'Allemagne a connu une amélioration franche de son déficit public en 2011, qui a atteint 1 % du PIB, après 4,3 % en 2010. La forte croissance, l'absence de mesures exceptionnelles (contre 1,3 point de PIB en 2010) et la restriction budgétaire (0,9 point) ont permis à l'Allemagne de dépasser ses objectifs de déficit. Ceci lui permet de mener une politique budgétaire beaucoup moins restrictive que la plupart des pays de la zone euro (-0,3 point prévu en 2012, -0,1 point en 2013). Le gouvernement a ainsi annoncé récemment des mesures pour soutenir le revenu des ménages et l'investissement public, limitant la consolidation programmée en juillet 2010. Face à la faiblesse de la croissance, la restriction n'empêcherait pas le déficit de se creuser, à 1,1 % du PIB en 2012 et 1,3 % en 2013 (contre 0,5 % prévu par le gouvernement pour 2013). La dette publique se stabiliserait autour de 80 % du PIB.

Tableau 7. Solde public en 2012 et 2013 prévu par...

En points de PIB

	DEU		FRA		ITA		ESP	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
... l'OFCE	-1,1	-1,3	-4,4	-3,5	-2,7	-1,6	-6,5	-4,5
... les gouvernements	-1,0	-0,5	-4,5	-3,0	-1,6	-0,1	-5,3	-3,0
Écart	0,1	0,7	0,1	0,5	1,1	1,5	1,2	1,5

Sources : Sources nationales, prévisions OFCE.

En 2010, la France a amorcé le long chemin de rétablissement des comptes public, le déficit passant de 7,5 % du PIB en 2009 à 7,1 % en 2010. En 2011, le solde public s'établirait à 5,2 % du PIB. La baisse du déficit public s'est accélérée en 2011 sous l'effet de la hausse de la pression fiscale, liée notamment aux mesures de réduction des niches fiscales et sociales, du rebond spontané particulièrement marqué de certaines recettes, en particulier de l'impôt sur les sociétés, et de la fin de l'ensemble des mesures du plan de relance. En 2012, sur la base du cadrage budgétaire prévu par le gouvernement, les taux de prélèvements obligatoires augmenteraient de 1,1 point de PIB (poursuite de la réduction des niches fiscales et mesures fiscales du plan d'austérité du plan du 7 novembre) permettant une réduction du déficit public de 0,8 point de PIB malgré la faible croissance (0,2 %). En 2013, selon le gouvernement, le taux de prélèvements obligatoires continuerait à augmenter de 0,5 point de PIB et les dépenses publiques connaîtraient un coup d'arrêt historique malgré la hausse des charges d'intérêts (croissance négative en volume de la dépense publique primaire prévue pour 2013). La réduction du déficit public structurel serait de 1,5 point de PIB et celle du déficit public de « seulement » 0,9 point de PIB en raison de la faible croissance (0,7 %). Il atteindrait 3,5% du PIB en 2013. Sur la période 2011-2013, la hausse des taux de prélèvements obligatoires serait de près de 3 points de PIB (44,9 % du PIB, soit un retour au niveau de 1999) et la réduction du déficit structurel de 4,5 points de PIB. En revanche, cette politique budgétaire d'intense rigueur aurait pour effet d'effacer la reprise spontanée de la croissance sur la période 2011-2013, creusant ainsi l'*output gap* et les déficits publics conjoncturels (-1,2 point de PIB).

Après les trois plans de rigueur votés en 2011, l'Italie devrait connaître une année 2012 marquée par une violente austérité budgétaire (avec 49 milliards d'euros d'économies, voir *Italie : Le défi de Mario Monti*). Outre le gel des salaires des fonctionnaires jusqu'en 2013, la baisse des effectifs dans le secteur public, la baisse des budgets dans les ministères et des dépenses dans le secteur de la santé décidés en juillet et août 2011, le plan de décembre 2011 ajoute la réforme du régime de retraite. La rigueur passera essentiellement par la hausse des recettes, avec l'augmentation des droits d'accises, la hausse de la fiscalité directe, la lutte contre l'évasion

fiscale, la révision et la réévaluation du cadastre, l'augmentation de deux points de la TVA à taux normal et à taux réduit fin 2012 et une nouvelle taxation sur les produits financiers, sur les comptes courants bancaires et sur les comptes de dépôt. Les trois plans d'austérité, qui représentent un total de 49 milliards d'euros en 2012 et 76 milliards en 2013, se traduiront par des impulsions budgétaires très négatives (respectivement -2,9 et -1,7 point), plongeant ainsi le pays dans la récession. Étant donné cette récession, et l'augmentation du taux d'intérêt sur la dette publique italienne (6 % en 2012), l'objectif du gouvernement d'atteindre l'équilibre budgétaire en 2013 ne devrait pas être réalisé, et le déficit se réduirait plus lentement pour atteindre 1,7 % du PIB en 2013.

Après d'intenses négociations avec la Commission européenne, le premier ministre espagnol Mariano Rajoy a obtenu une révision de l'objectif de déficit public espagnol pour l'année 2012 à 5,3 % du PIB, au lieu de 4,4 % initialement prévus. Cet objectif est cependant inférieur à celui qu'avait annoncé le premier ministre espagnol lorsqu'ont été publiés les chiffres de déficit pour l'année 2011, qui faisaient état d'une dégradation beaucoup plus importante qu'anticipé du déficit public (8,5 % du PIB alors que l'objectif pour l'année 2011 était de 6 %). Mariano Rajoy avait alors expliqué qu'il devenait très difficile pour l'Espagne de satisfaire l'objectif de 4,4 % en 2012, et s'était fixé un objectif de 5,8 %. La Commission a insisté pour que l'objectif de 3 % en 2013 soit maintenu et a accepté de réduire à 5,3 % l'objectif de 2012. L'effort budgétaire à accomplir pour diminuer de plus de trois points le déficit public en 2012 (de 8,5 à 5,3 %) s'élève à près de 35 milliards d'euros. Le 30 décembre, le gouvernement espagnol a annoncé un plan de rigueur de l'ordre de 15 milliards, qui inclut le gel des salaires des fonctionnaires et une hausse de leur temps de travail, le non-remplacement des départs à la retraite dans les administrations et des hausses d'impôt sur le revenu et le patrimoine (de 0,75 % à 7 % selon la tranche). Puis le 3 avril, le gouvernement de Mariano Rajoy a surenchéri avec un plan d'austérité de 27,3 milliards d'euros. Les mesures supplémentaires annoncées incluent une hausse de l'imposition des sociétés qui devrait rapporter 5,3 milliards d'euros, une amnistie fiscale avant un durcissement des mesures anti-fraude de façon à inciter les particuliers à déclarer la totalité de leurs revenus (gains espérés : 2,5 milliards d'euros), et

une baisse des dépenses dans les ministères de 17 % (13 milliards d'euros). Le reste de l'ajustement proviendra de l'effort budgétaire fourni par les communautés autonomes. L'impact négatif du plan de rigueur sur le PIB espagnol entraînera une récession en 2012 qui se traduira par un manque à gagner en termes de recettes fiscales. Selon nos prévisions, l'Espagne ne parviendrait pas à respecter ses engagements budgétaires en 2012 et le déficit s'élèverait à 6,5 % du PIB. La rigueur budgétaire sera toujours de mise en 2013. Le gouvernement pourrait alors annoncer un nouveau plan de rigueur de l'ordre de 30 milliards d'euros, incluant probablement une nouvelle hausse de TVA, après celle de 2010. Selon nos calculs, l'Espagne serait de nouveau en récession en 2013 et le déficit se situerait autour de 4,5 % du PIB, soit une consolidation par rapport au niveau de 2011 (-8,5 %).

Dans les pays périphériques, la récession devrait se prolonger au Portugal et en Grèce, rendant la réduction des déficits d'autant plus douloureuse.

Grèce : prisonnière de la récession

Outre la nécessité de recapitaliser les banques en injectant 106 milliards d'euros d'ici le 30 juin 2012 pour permettre aux fonds propres « durs » d'atteindre 9 % (mise en conformité avec Bâle III), le sommet européen du 26 octobre 2011 a marqué une avancée majeure sur la résolution de la crise grecque. Il a en effet été décidé de restructurer la dette grecque, pour la ramener de plus de 160 % du PIB à 120 % en 2020, un niveau jugé supportable par les autorités européennes. Pour permettre cette restructuration, un plan en deux volets a été mis en place, avec une participation conjointe des créanciers privés de la Grèce, *via* le Private Sector Involvement (PSI, voir encadré), et des Etats de la zone euro, *via* l'Official Sector Involvement (OSI). Ce dernier prend la forme d'un deuxième plan d'aide à la Grèce, sous l'égide du FESF et du FMI, pour un montant total de 130 milliards d'euros, après le premier plan d'aide de mai 2010 de 110 milliards. Sur la base de ce premier plan d'aide, la Grèce a pour le moment reçu 73 milliards d'euros, versés en six tranches. Dans le second plan, le FESF et le FMI se sont engagés non seulement à verser les fonds du premier plan non encore débloqués, mais également 130 milliards d'euros pour la période

2012-2014. Contrairement au premier programme d'aide, le financement sera assuré par le FESF, plutôt que par des prêts bilatéraux.

Encadré 2. Opération réussie pour le plan PSI (Private Sector Involvement)

Décidé au sommet du 26 octobre 2011, le plan PSI a été lancé le 24 février 2012. Sur une dette souveraine de 368 milliards d'euros, le montant de la dette grecque concerné par cet échange atteint 206 milliards d'euros.

Que prévoit cet échange ?

En échange d'une obligation, les créanciers recevront :

- une nouvelle obligation grecque, de maturité 30 ans, dont le montant nominal représentera 31,5 % de l'obligation initiale. Ces nouvelles obligations auront pour échéance 2042, avec un coupon *step up*, évoluant par paliers au cours du temps : le coupon annuel sera de 2 % jusqu'en 2015, puis 3 % en 2020, 3,65 % jusqu'en 2021, et 4,3 % ensuite ;
- des titres du FESF avec une maturité de un ou deux ans, et ayant une valeur nominale de 15 % de l'obligation initiale ;
- concernant les coupons courus sur les obligations échangées, ils seront payés par le FESF par l'émission d'obligations de court terme ;
- enfin, les participants à l'opération recevront des titres indexés sur le PIB grec. Ces titres donneront lieu au versement d'un coupon pouvant atteindre jusqu'à 1 % à partir de 2015 si le PIB a dépassé un certain niveau.

Les nouvelles obligations sont régies par le droit britannique. En termes nominaux, la perte essuyée à court terme par les investisseurs est de 53,5 %, mais en termes de valeur nette actuelle, la décote sera en réalité comprise entre 70 % et 75 %, ce qui en fait une restructuration comparable à celle de l'Argentine, lors de l'échange de dette de 2005.

Le succès de l'échange

Sur un montant total de 206 milliards d'euros soumis à l'échange, les obligations soumises au droit grec représentaient 177 milliards d'euros (86 % du total), les obligations de droit international représentant 29 milliards. Au total, le 9 mars 2012, 83,5 %¹¹ des créanciers privés (85,8 % des créanciers pour les obligations de droit grec, mais seulement 69 % pour les obligations de droit étranger) ont accepté l'échange d'obligations souveraines pour un montant de 172 milliards d'euros. Concernant les titres de droit grec en circulation, les clauses d'action collective, permettant à la Grèce d'obliger les investisseurs à accepter

11. Chiffres de la Public Debt Management Agency.

l'échange, pourraient s'appliquer et conduire l'Etat à récolter 26 milliards d'euros supplémentaires (participation des créanciers privés de 100 % sur les titres de droit grec). En outre, la date de clôture pour l'échange des obligations de droit international ayant été repoussée au 24 mars 2012, la participation pourrait encore augmenter.

En novembre 2011, le nouveau gouvernement de Lucas Papademos a pris les commandes de la Grèce. Nous faisons l'hypothèse que le gouvernement tiendra ses objectifs de réduction du déficit primaire pour 2012 et 2013, même si cela doit nécessiter de nouveaux plans d'ajustement en cours d'année. Les objectifs de déficit pour 2012 et pour les années suivantes ont été révisés depuis notre précédente prévision. L'objectif est d'atteindre un solde primaire de -1 % du PIB en 2012 (contre -2,4 % en 2011) et un excédent primaire de 1,8 % en 2013. En outre, grâce au deuxième plan d'aide FESF/FMI, et au plan PSI avec les créanciers privés, la Grèce devrait voir le taux d'intérêt moyen baisser d'un point à 6,3 % en 2012. Le véritable problème reste la récession qui se prolonge en 2012 et qui nécessite d'importantes restrictions supplémentaires pour une réduction limitée du déficit budgétaire.

Pour l'année 2012, le total des mesures votées se traduit par une impulsion budgétaire qui atteindrait 4,3 points de PIB, avec 9 milliards d'économies supplémentaires par rapport à 2011. Ainsi, non seulement les mesures prévues dans la *Medium Term Fiscal Strategy*¹² (MTFS, voir prévision d'octobre 2011) auraient un impact en 2012, mais en outre, les nouvelles mesures représenteraient 2,9 point de PIB, avec la réduction du seuil d'imposition pour l'impôt sur le revenu et la fin de certaines exemptions (2,2 points), la baisse des salaires dans la fonction publique d'État, et la baisse des pensions. En outre, en février 2012, le gouvernement grec a adopté un nouveau plan de rigueur, pour un total de 1,5 point de PIB, portant exclusivement sur la réduction des dépenses, pour garantir l'objectif de déficit primaire en 2012. Parmi ces mesures, citons la réduction des dépenses de santé (0,5 point de PIB), la réduction des salaires dans les régimes spéciaux de 12 % en

12. Pour les détails, voir OFCE, 2011, « Zone euro : déni de réalité », *Revue de l'OFCE*, n° 119, p. 81-124.

moyenne, l'application de la règle de remplacement d'un fonctionnaire sur 10, une nouvelle baisse des pensions de retraite (pour les pensions supérieures à 1300 euros mensuel, baisse de 12 à 20 % appliquée sur le montant excédant 1300 euros), une baisse des dépenses militaires.

En 2013, l'atteinte de l'objectif fixé par le gouvernement nécessitera des mesures qui devront porter sur 6,4 milliards d'euros (3,2 points de PIB d'impulsion), dont seulement 1,6 milliards ont été adoptés. Un ou plusieurs nouveaux plans d'économies seront donc nécessaires pour satisfaire l'objectif de réduction du déficit. Dans cette perspective, la Grèce a prévu de mettre à jour la MTFS en mai 2012, et le gouvernement a lancé une révision générale des dépenses publiques : on s'attend à une réduction des dépenses de transfert et du budget de la défense, à la restructuration des administrations centrale et locale et à la poursuite des licenciements dans la fonction publique.

Les privatisations devraient également s'accélérer en 2012 et 2013 : elles rapporteraient 9 milliards d'euros cumulés en 2013, contre 1,5 milliards d'euros début 2012, l'objectif d'arriver à 50 milliards en 2015 ayant finalement été abandonné.

Portugal : condamné à éviter le sort grec

Étant donné le contexte récessif (recul du PIB de 1,5 % en 2011), les mesures de restriction se sont avérées insuffisantes pour respecter l'objectif de déficit annoncé pour 2011 (à savoir 5,9 % du PIB, après 9,8 % en 2010) et les autorités portugaises ont dû avoir recours à des mesures exceptionnelles. Le déficit pour 2011 n'est pas encore définitif, mais le ministre des Finances a annoncé qu'il serait de l'ordre de 4 % du PIB, grâce au transfert des fonds de pension des banques vers la Sécurité sociale¹³. Sans cette mesure, le déficit aurait été de 7,5 % du PIB.

En 2012, l'impulsion budgétaire serait à nouveau très négative (-3 points selon nos prévisions), dont les deux tiers basés sur des réductions de dépenses. Parmi ces dernières, les 13^e et 14^e mois des

13. En échange, le gouvernement devra à l'avenir prendre en charge les pensions des bénéficiaires de ces fonds de pension.

fonctionnaires et retraités dont les revenus sont supérieurs à 1 100 euros par mois vont être supprimés, la réduction de l'emploi et de l'investissement publics va se poursuivre, des économies sont prévues à différents niveaux de l'administration et l'accès aux prestations sociales sera durci. Les recettes devraient bénéficier de la hausse de la TVA dans différents secteurs, comme la restauration (*via* un passage du taux intermédiaire de 13 % au taux normal de 23 %), des hausses des taxes sur l'énergie, le tabac, l'alcool et les voitures, de l'augmentation de l'imposition des revenus du capital et de la réduction de diverses exemptions fiscales pour les ménages et les entreprises. En 2013, nous avons fait l'hypothèse d'une impulsion budgétaire de -3 points. Comme en 2012, l'austérité s'appuiera sur une baisse de l'emploi public et de l'investissement, des coupes de dépenses dans la santé et un élargissement de la base fiscale *via* l'élimination de déductions.

La récession devrait s'amplifier en 2012 (-2,9 %) et la croissance être faible en 2013 (0,2 %). Les objectifs de déficit public (4,5 % du PIB en 2012, 3 % en 2013) seraient néanmoins presque respectés selon nos prévisions, grâce aux recettes des privatisations. Nous prévoyons ainsi un déficit de 4,5 % du PIB en 2012 puis 3,5 % en 2013. Sur les 5 milliards environ de recettes attendues des privatisations, un peu plus de 3 milliards (1,8 point de PIB) sont d'ores et déjà actés avec principalement la vente d'entreprises du secteur énergétique. Les opérations ayant été réalisées fin 2011, les ressources concerneront essentiellement l'année 2012. Selon les prévisions officielles, en 2011, 0,4 point de PIB de recettes de privatisations seront comptabilisées et 2,3 points en 2012 (en tenant compte des prochaines privatisations). En 2013, les privatisations ne représenteraient plus que 0,6 point de PIB.

Malgré les efforts budgétaires réalisés par le Portugal, des doutes subsistent sur sa capacité à pouvoir réemprunter à long terme à partir de fin 2013, les taux obligataires à 10 ans restant à des niveaux élevés (13,6 % sur les quinze premiers jours de mars 2012). De ce fait, une nouvelle aide serait nécessaire. Depuis mai 2011, l'État portugais n'emprunte plus sur les marchés financiers que sur des maturités courtes (3 et 6 mois et plus récemment un an); les maturités longues étant assurées par les prêts européens et du FMI, au taux de 3,5 %. Début 2012, le Portugal avait reçu 36,5 milliards de prêts sur les 78 prévus par la Commission européenne, le FESF et le FMI en mai 2011. La prochaine tranche d'environ 15 milliards

devrait être versée en avril 2012, la mission conjointe de la Commission européenne, de la BCE et du FMI fin février ayant été satisfaite des mesures prises en 2011 (réformes du marché du travail, mesures de consolidation budgétaire, ...).

3. La BCE évite le pire

L'évolution de l'écart critique, mesurant la différence entre le taux d'intérêt et la croissance nominale, joue un rôle essentiel pour la dynamique de la dette et conditionne l'ampleur des mesures d'ajustement nécessaires à la réduction des déficits budgétaires. Si les banques centrales ne déterminent pas directement le niveau des taux d'intérêt de long terme, elles peuvent, par des achats ciblés de titres, faire pression à la baisse. C'est ce que fait la BCE depuis le mois de mai 2010 en achetant directement des titres obligataires émis par les pays touchés par la crise des dettes souveraines. Ce faisant, la BCE prend soin de préciser qu'elle ne souhaite pas contribuer au financement des États mais que ses opérations sont destinées à rendre plus efficace la transmission de la politique monétaire. C'est pourquoi sa stratégie reste principalement focalisée sur les opérations de refinancement accordées au système bancaire ce qui peut également indirectement contribuer à la détente des taux d'intérêt.

Force est cependant de constater que le niveau moyen des taux d'intérêt dans la zone euro est resté plus élevé que celui des taux américain ou britannique alors même que le déficit budgétaire de la zone euro, dans son ensemble, est plus faible qu'aux États-Unis ou qu'au Royaume-Uni (graphique 6). Ce déficit devrait être de 3,6 % en 2011 dans la zone euro contre respectivement 9,7 et 8,3 % aux États-Unis et au Royaume-Uni¹⁴. Pour autant, la politique menée par la BCE n'a sans doute pas été moins efficace que celle de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre, mais surtout moins ambitieuse.

14. En termes de ratio de dette publique, celle du Royaume-Uni s'élèverait à 90 % en 2011 contre 95,6 % dans la zone euro et 97,6 % aux États-Unis.

Graphique 6. Taux d'intérêt longs publics



Source : Datastream.

En effet, si les taux d'intérêt publics sont restés plus élevés dans la zone, c'est avant tout parce que les achats de titres publics réalisés par la BCE ont été bien moindres que les ceux de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre ou encore de la Banque du Japon (graphique 7). La BCE avait acheté, fin 2011, 211 milliards d'euros de titres de dette émis par les gouvernements grecs, portugais, espagnols et italiens, ce qui représente 2,3 % du PIB de la zone euro. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, ces portefeuilles atteignaient respectivement 1 660 milliards de dollars et 200 milliards¹⁵ de livres, soit 11 et 13 % de leur PIB respectif. En dépit de cette insuffisance, la BCE aura sans doute permis de garantir la viabilité de la zone euro.

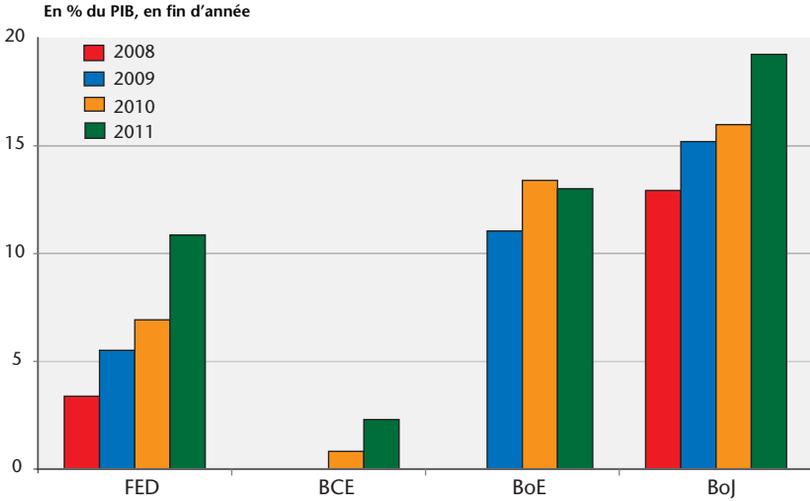
En complément de son action sur les marchés obligataires, la BCE a continué à soutenir le système bancaire en allouant, en deux opérations¹⁶, plus de 1 000 milliards d'euros de refinancement au système bancaire pour une maturité exceptionnelle de 3 ans. Le refinancement des banques européennes sur les marchés était effectivement devenu critique au deuxième semestre 2011. L'accès au marché obligataire était de plus en plus restreint et le coût de la liquidité en blanc¹⁷ à court terme retrouvait un niveau proche de

15. La Banque d'Angleterre a même décidé fin 2011 d'augmenter progressivement son portefeuille pour le porter à 250 milliards de livres.

16. Ces allocations ont été réalisées le 22 décembre 2011 pour un montant de 489,2 milliards d'euros et au 1er mars 2012 pour un montant de 529,5 milliards d'euros.

celui précédant l'épisode de la faillite de Lehman Brother (graphique 8). Les banques – notamment les banques italiennes et espagnoles – ont donc massivement souscrit à l'offre de refinancement de la BCE, réussissant à couvrir près de 80 % de leur dette arrivant à échéance entre 2012 et 2014¹⁸.

Graphique 7. Portefeuille de titres publics des banques centrales



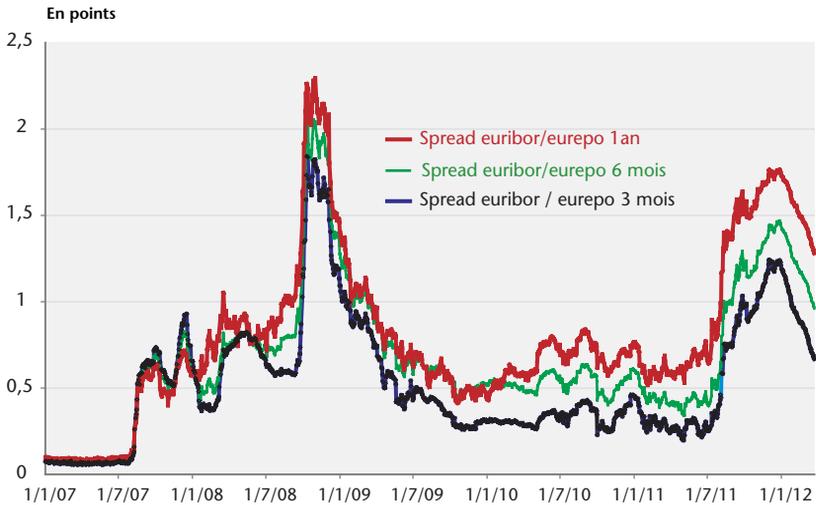
Sources : Banques centrales nationales, Comptes nationaux.

En réduisant le risque de faillite, la BCE espérait restaurer la confiance dans le système bancaire, permettre aux banques de distribuer des crédits aux agents non financiers et réduire la pression sur les taux d'intérêt de long terme. Si un effet multiplicateur direct sur le crédit est loin d'être garanti, l'impact de ces mesures sur l'activité pourrait passer par un autre canal. En effet, en bénéficiant d'un coût de refinancement à 1 %, les banques pourront d'une part améliorer leurs marges et réduire le risque de taux lié au refinancement de leur passif.

17. La liquidité en blanc correspond aux prêts interbancaires de court terme non garantis.

18. Voir BIS, 2011, « European bank funding and deleveraging », *BIS Quarterly Review*, mars, p. 1-12.

Graphique 8. Coût de la liquidité à court terme dans la zone euro



Note de lecture : les taux Euribor correspondent à des prêts interbancaires non garantis. Les taux Eurepo sont appliqués à des prêts interbancaires garantis.

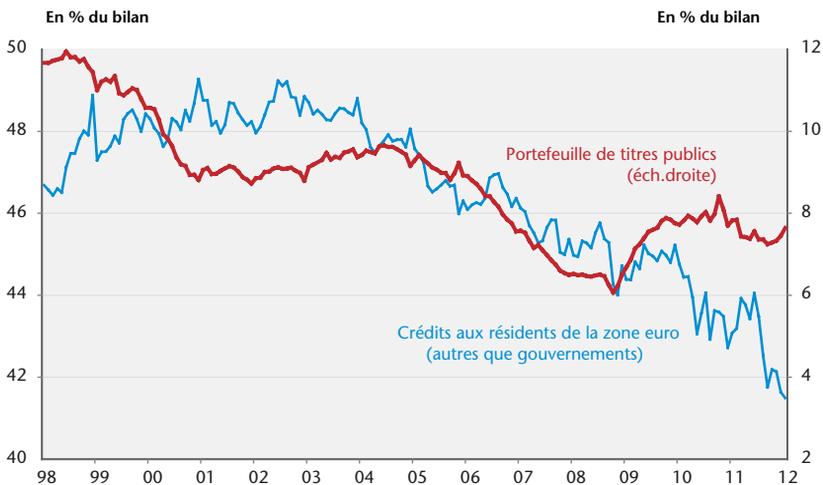
Source : Datastream.

D'autre part, ces opérations contribueraient à diminuer le risque d'illiquidité. La perception globale du risque au sein du système bancaire serait alors réduite, ce qui agirait en retour sur les conditions de crédit¹⁹. Il est cependant encore prématuré pour juger de l'efficacité de ces mesures. L'enquête sur les conditions de crédit indique un nouveau durcissement depuis la fin de l'année 2011, qui serait notamment lié à des facteurs d'offre, les banques confirmant leurs difficultés de financement. Dans ces conditions, on peut craindre un nouvel épisode de resserrement du crédit. Il serait néanmoins atténué par les actions de la BCE. La baisse de l'écart entre les taux Euribor et Eurepo montre en tout cas que les tensions sur le marché interbancaire ont été réduites, ce qui devrait contribuer le trimestre prochain à lever, au moins partiellement, les contraintes pesant sur le financement des banques. L'action de la BCE pourrait également avoir un effet favorable sur les taux longs publics *via* deux canaux. En réduisant le risque de faillite au sein du système bancaire, la probabilité que les gouvernements soient contraints d'intervenir pour renflouer une banque baisserait. Les

19. Voir Borio & Zhu, 2008, « Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism ? », *BIS Working Paper*, n° 268.

marchés anticiperaient une amélioration de la soutenabilité de leur dette, ce qui ferait baisser la prime de risque. Par ailleurs, les banques pourraient replacer une partie de ces liquidités sur les marchés obligataires. La hausse de la demande en résultant contribuerait également à la baisse des taux d'intérêt public à long terme. L'évolution récente du portefeuille des institutions monétaires et financières de la zone euro et des taux d'intérêt confirment cette hypothèse. Les banques, notamment les banques italiennes et espagnoles²⁰, ont effectué des achats de titres obligataires si bien que sur l'ensemble de la zone euro, le poids, dans leur bilan, du portefeuille de titres publics est passé de 7,2 % en septembre 2011 à 7,6 % janvier 2012 (graphique 9), ce qui correspond à un achat net de titres supérieur à 100 milliards d'euros.

Graphique 9. Crédits et titres publics des IFM de la zone euro



Source : BCE.

Il est donc probable que l'action de la BCE en décembre 2011 et mars 2012 a contribué à la détente des taux d'intérêt observée depuis le début de l'année sur les marchés obligataires. S'il s'agit d'une bonne nouvelle en matière de soutenabilité de la dette, le deuxième enjeu principal de la politique monétaire dépendra de son effet sur les conditions de crédits. Les taux d'intérêt appliqués aux crédits sont effectivement repartis à la hausse depuis avril

20. Voir BIS, 2012, « European bank funding and deleveraging », *BIS Quarterly Review*, mars, p. 1-12.

2010, en lien notamment avec la crise des dettes souveraines. Le maintien d'une politique monétaire accommodante reste indispensable dans la zone euro. En se concentrant sur la fragilité bancaire, la BCE tient compte de l'importance de ce secteur dans le financement de l'économie. Elle prend les mesures qui devraient atténuer les contraintes pesant sur l'offre de crédit mais il reste que le biais trop restrictif de la politique budgétaire réduit les perspectives de croissance, ce qui contraint de fait la demande de crédit.

4. Entreprises : de la dégradation des marges aux gains de compétitivité

La Grande Récession de 2008/2009 a creusé l'écart entre la production potentielle et la production réalisée, écart qui ne s'est pas refermé depuis. La reprise entamée au cours de l'année 2010 a fait long feu et les perspectives de croissance ont été revues à la baisse. Face à cette atonie de la demande, les entreprises sont contraintes de poursuivre l'ajustement de leurs coûts de production, en particulier les coûts salariaux. L'ajustement peut se faire par la quantité (destructions d'emplois) ou par les prix (modération salariale). La contraction de la main-d'œuvre aide les entreprises à reconstituer leurs marges, tandis que la maîtrise des coûts salariaux leur permet en outre de gagner en compétitivité à l'exportation, ce qui dans un contexte d'atonie de la demande intérieure pourrait s'avérer être le seul moteur de croissance. Nous analysons donc l'évolution de la productivité, des taux de marge et de la compétitivité-prix des entreprises de la zone euro dans le secteur marchand depuis le début de la crise.

L'ajustement de la productivité se poursuit

Durant la première phase de la crise, soit du premier trimestre 2008 au premier trimestre 2010, la valeur ajoutée du secteur marchand s'est effondrée brutalement dans tous les pays de la zone euro, mais certains pays – Allemagne, Italie et Espagne – ont été plus touchés que la France (tableau 8). Si les destructions d'emploi ont été massives durant cette période, elles ont été moins fortes que la chute de la production. La productivité s'est donc dégradée dans tous les grands pays sauf en Espagne. Au cours de ces deux

années de crise, l'Espagne a détruit 2,2 millions d'emplois, soit plus que la France, l'Allemagne et l'Italie réunies. Cette chute de l'emploi a permis à la productivité espagnole de faire un bond de 7,5 % sur la période, alors qu'elle diminuait de 0,8 % en France, de 5,6 % en Allemagne et de 4,4 % en Italie.

La deuxième phase, du premier trimestre 2010 au quatrième trimestre 2011, est celle d'un rebond de la croissance, freinée cependant par les ajustements budgétaires au sein de la zone euro et les inquiétudes entourant la crise de la dette. La valeur ajoutée marchande a rebondi en France et en Allemagne, mais reste légèrement inférieure à son niveau d'avant-crise. En Italie et en Espagne, la reprise a été plus timorée et la valeur ajoutée marchande a perdu 6% depuis le début de la crise. La croissance a permis de créer des emplois marchands en Allemagne (plus de 880 000) et en France (264 000), mais l'Espagne et l'Italie ont continué à détruire des emplois.

Tableau 8. Emploi, valeur ajoutée et productivité dans le secteur marchand

Glissement, en %

		FRA	DEU	ITA	ESP
Emploi marchand					
	2008 T1-2010 T1	-523	-321	-695	-2242
En milliers de personnes	2010 T1-2011 T4	264	882	-88	-784
	2008 T1-2011 T4	-259	561	-783	-3025
	2008 T1-2010 T1	-2,7	-1,1	-3,1	-13,0
En %	2010 T1-2011 T4	1,4	3,2	-0,4	-5,2
	2008 T1-2011 T4	-1,3	2,0	-3,5	-17,5
Valeur ajoutée marchande (réelle)					
	2008 T1-2010 T1	-3,5	-6,7	-7,3	-6,4
	2010 T1-2011 T4	3,2	6,5	1,4	0,4
	2008 T1-2011 T4	-0,4	-0,6	-6,1	-6,0
Productivité marchande					
	2008 T1-2010 T1	-0,8	-5,6	-4,4	7,5
	2010 T1-2011 T4	1,8	3,2	1,8	5,9
	2008 T1-2011 T4	0,9	-2,6	-2,5	13,9

Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Dans les quatre pays, la productivité s'est améliorée au cours de la deuxième phase de la crise, mais le cycle de productivité reste très dégradé quelle que soit la tendance retenue (sauf en Espagne). L'Allemagne est le seul pays affichant des créations nettes d'emploi depuis début 2008, et il est aussi celui où la productivité est la plus dégradée. L'Espagne détient le triste record de destruction d'emplois marchands (plus de 3 millions), et en corollaire sa productivité a bondi de 14 % depuis début 2008. La question est maintenant de savoir comment cette chute de la productivité se répercute sur les marges des entreprises.

La modération salariale ne suffit pas à rétablir le taux de marge

La productivité est l'un des déterminants du taux de marge des entreprises, mais l'ajustement peut aussi se faire par la réduction des coûts salariaux. Dans le tableau 9, nous avons décomposé les coûts salariaux en salaire horaire et temps de travail. Si l'on compare à la tendance des années 2000 à 2007, tous les pays sauf l'Allemagne ont enregistré un net ralentissement du salaire horaire dans le secteur marchand. L'Allemagne est un cas particulier car la modération salariale avait démarré dès le début de la décennie, avec une hausse du salaire horaire nominal de 1,6 % par an en moyenne, contre 3,4 % en France, 3,5 % en Italie et 4,5 % en Espagne.

La progression des salaires réels est restée contenue en dessous de 0,7 % annuellement durant la première phase dans tous les pays sauf la France. Depuis début 2010, la France se démarque encore de ses partenaires car elle est la seule à ne pas enregistrer de baisse du salaire horaire réel. Cette baisse est particulièrement violente (près de -5 % en 6 trimestres) en Italie et en Espagne. La réduction du nombre moyen d'heures travaillées par salarié a permis de limiter la progression des coûts salariaux dans tous les pays sauf en Espagne, où le nombre moyen d'heures travaillées a augmenté du fait de la suppression d'un grand nombre d'emplois à temps partiel. La réduction du temps de travail a surtout eu lieu durant la première phase de la crise. En Allemagne, la reprise de l'emploi s'est accompagnée d'une hausse du nombre d'heures travaillées, dégradant davantage le taux de marge des entreprises.

Tableau 9. Emploi, valeur ajoutée et productivité dans le secteur marchand

Glissement, en %

	FRA	DEU	ITA	ESP
Salaire horaire nominal				
2008 T1-2010 T1	4,9	2,9	3,4	2,8
2010 T1-2011 T3	3,9	2,3	1,8	1,3
2008 T1-2011 T3	9,0	5,2	5,2	4,1
Salaire horaire réel				
2008 T1-2010 T1	2,7	1,3	0,7	1,0
2010 T1-2011 T3	0,0	-1,6	-4,9	-4,8
2008 T1-2011 T3	2,8	-0,3	-4,3	-3,9
Temps de travail (en heures)				
2008 T1-2010 T1	-2,0	-1,9	-1,5	0,8
2010 T1-2011 T3	0,1	1,8	-0,3	2,4
2008 T1-2011 T3	-1,9	-0,2	-1,8	3,2
Taux de marge				
2008 T1-2010 T1	-3,3	-5,0	-2,4	4,7
2010 T1-2011 T3	-0,9	0,2	0,9	3,2
2008 T1-2011 T3	-4,1	-4,8	-1,6	8,1

Sources : Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

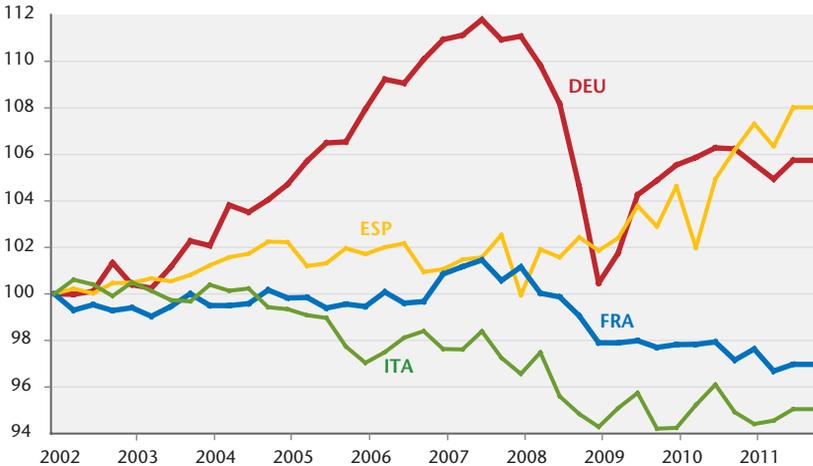
Le taux de marge allemand apparaît comme le plus dégradé depuis le début de la crise (-4,8 %), suivi du taux de marge français (-4,1 %). En France, la baisse du taux de marge est principalement imputable au dynamisme des salaires malgré la crise, tandis qu'en Allemagne, c'est la chute de la productivité en 2008 qui en est responsable. Mais si l'on observe l'évolution des taux de marge sur une période plus longue (graphique 10), c'est l'Italie qui se retrouve en plus mauvaise posture. La productivité tendancielle y est plus faible qu'en France, mais les salaires progressaient aussi vite avant la crise. Depuis 2008, la modération salariale ainsi que la baisse des heures travaillées ont permis de limiter la dégradation du taux de marge, mais celui-ci était déjà bas avant la crise. L'Espagne au contraire a vu son taux de marge progresser fortement depuis 2008, du fait de l'envolée de la productivité.

Finalement, il semble que c'est surtout en France et en Italie que l'ajustement devra se poursuivre. Même en cas de reprise, la

progression de l'emploi sera freinée jusqu'à la fermeture du cycle de productivité. Quant aux négociations salariales, elles seront difficiles tant que les entreprises n'auront pas retrouvé un niveau de marge jugé viable. Cependant, la compression des coûts salariaux pourrait permettre aux entreprises d'améliorer leur compétitivité et de gagner des parts de marché à l'exportation. L'ajustement de la productivité se poursuivrait également en Allemagne. L'impact sur le marché de l'emploi ne se poserait cependant pas de la même façon dans la mesure où l'Allemagne a quasiment retrouvé le plein emploi. Dans ces conditions, l'ajustement du cycle de productivité laisserait plutôt des marges de manœuvre pour les négociations salariales.

Graphique 10. Évolution du taux de marge dans le secteur marchand

Indice, base 100 en T1 2002



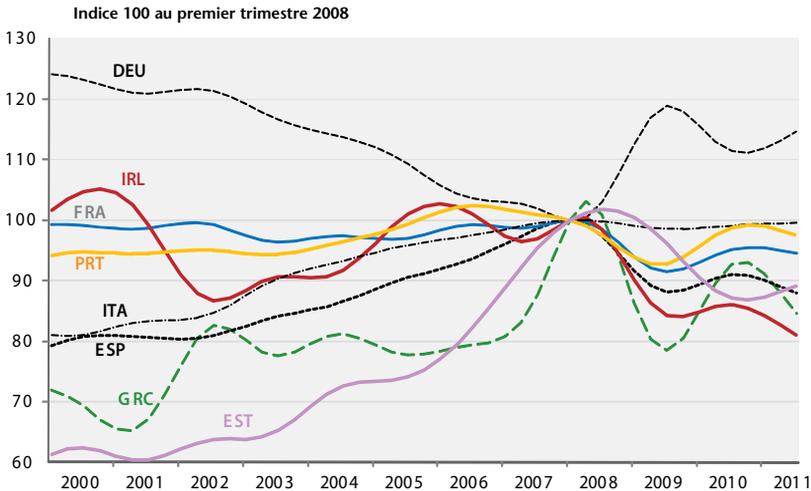
Sources : Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

Compétitivité-coût : des évolutions contrastées

Comme on l'a vu précédemment, face à la crise, les entreprises ont ajusté leurs coûts autant que possible pour limiter la dégradation de leur taux de marge et rester compétitives. En s'intéressant aux coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'industrie des différents pays de la zone euro, on constate que la crise a modifié en profondeur leurs évolutions. Pour notre analyse, nous nous appuyons sur les indicateurs de la Commission européenne qui calcule les CSU

de chaque pays relativement à l'ensemble de la zone euro. Les CSU diminuent quand la productivité par tête augmente plus vite que le coût salarial par tête relativement aux autres pays de la zone euro. Entre le début de la crise et le troisième trimestre 2011, seule l'Allemagne a vu ses CSU se dégrader franchement par rapport aux autres pays (graphique 11).

Graphique 11. Coût salarial unitaire dans l'industrie par rapport à la zone euro



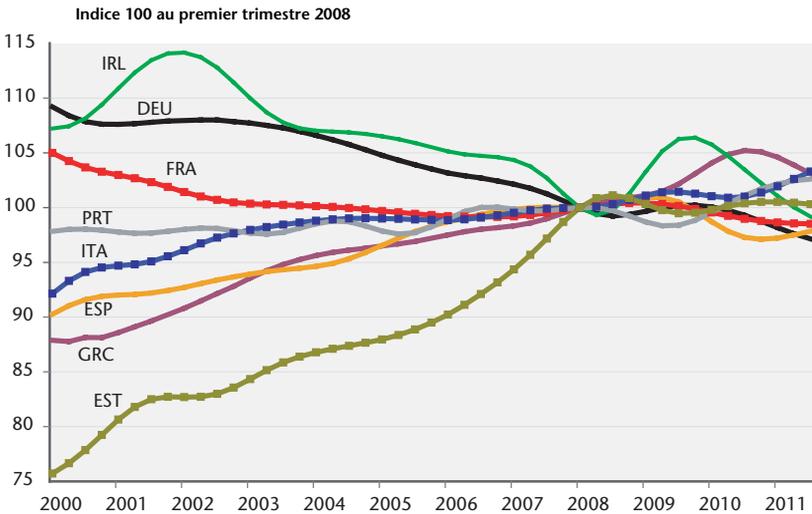
Source : Commission européenne.

En Italie, en France et au Portugal, les CSU ont peu varié entre le début de la crise et fin 2011. En revanche, en Espagne, en Estonie, en Irlande et en Grèce, la tendance est à la baisse des CSU relativement à leurs partenaires de la zone euro. Pour l'Espagne, l'Estonie et l'Irlande, la rupture est nette avec les années 2002-2007 où leurs CSU s'étaient dégradés. En Grèce, la détérioration était récente après des années de stabilité relative. Ainsi dans ces quatre derniers pays, les destructions d'emplois, la modération, voire la déflation salariale²¹, se sont traduites par des gains de compétitivité-coût.

21. Si les coûts salariaux horaires ont reculé dans plusieurs pays depuis 2009, l'ajustement dans l'industrie a été faible par rapport aux autres secteurs (administrations publiques et construction essentiellement). Les coûts salariaux horaires dans l'industrie (y compris primes) ont baissé de 0,4% au Portugal, de 0,8% en Estonie, de 3,1% en Irlande et de 4,9% en Grèce. Pour une analyse détaillée du cas estonien, voir Levasseur (2011) : « Labour market adjustments in Estonia during the global crisis », *OFCE Working Paper*, n° 25.

L'analyse des prix relatifs des exportations de biens et services donne une vision un peu différente. Certes, le champ n'est pas exactement le même, puisque les exportations de services sont intégrées, mais cet indicateur permet de conclure sur la compétitivité-prix indépendamment des coûts des entreprises. On constate ainsi que les prix des entreprises allemandes baissent relativement aux autres, en raison d'efforts sur les marges à l'exportation (graphique 12). La compétitivité-prix des produits s'améliore aussi en France, en Espagne et en Irlande, en cohérence avec l'évolution de la compétitivité-coût. En Estonie et surtout au Portugal, les baisses de CSU ne se répercutent pas ou peu sur les prix, les entreprises choisissant de reconstituer leurs marges. Cela a aussi été le cas en Grèce jusqu'à fin 2010, avant que les prix ne s'infléchissent.

Graphique 12. Prix des exportations de biens et services par rapport à la zone euro



Source : Commission européenne.

En cohérence avec les prix relatifs, les exportations de marchandises ont plus ou moins augmenté en 2010 et 2011, au moment où le commerce mondial redémarrait. L'Espagne, la Grèce et l'Irlande pourraient avoir bénéficié des baisses de prix relatifs, puisque les exportations ont fortement augmenté depuis le niveau d'avant-crise. En Allemagne et au Portugal, les exportations sont un peu supérieures à leur niveau de début 2008 ; en France elles ont presque rejoint ce niveau. Le Portugal apparaît alors comme un cas

atypique dans la mesure où ses performances sont proches de celles de pays ayant réalisé des ajustements plus importants sur leurs prix à l'exportation. Seules les exportations italiennes restent à la traîne, en lien avec une compétitivité-prix relative en dégradation.

Les membres d'une union monétaire ne pouvant recourir à l'arme du taux de change ne peuvent espérer regagner en compétitivité que par le biais d'un ajustement des coûts et des prix. Dans un contexte où plusieurs pays de la zone euro sont confrontés à une crise budgétaire (notamment l'Espagne, l'Irlande, la Grèce, le Portugal et l'Italie), l'austérité ne permet pas à la demande interne de jouer son rôle de moteur de la croissance. Les espoirs de reprise sont donc liés à la contribution du commerce extérieure et donc à la compétitivité. Or, si des gains de compétitivité-coût ont bien été observés dans les pays en crise, ils n'ont pas forcément été répercutés sur les prix, les entreprises préférant dans certains cas reconstituer leurs marges. Il reste qu'un rebond timide des exportations atténuerait l'impact récessif des mesures d'austérité. Ces effets sont cependant insuffisants pour permettre le retour de la croissance et la décrue du chômage. D'une part, les ajustements de coûts et de prix relatifs sont lents. D'autre part, dans un contexte de synchronisation des plans d'ajustement, la demande adressée est elle-même fortement comprimée, ce qui réduit le bénéfice que les pays pourraient tirer de leurs gains de compétitivité

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3
PIB par tête	0,7	0,1	0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	1,3	1,2	-0,7	0,0
Consommation des ménages	0,1	-0,4	0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,2	-0,6	0,1
Consommation publique	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,1	-0,6	-0,5
FBCF totale dont	1,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,7	1,6	-1,6	0,0
Productive	1,6	0,6	0,9	-1,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	4,7	4,7	-1,5	-0,2
Construction totale dont	3,3	-0,5	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	2,0	-0,9	-0,3
Logement	2,0	-0,7	-0,9	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,4	-0,4	-1,8	-0,1
Exportations de biens et services	1,3	1,2	1,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	11,1	6,3	0,7	1,5
Importations de biens et services	0,7	0,4	0,7	-1,5	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	9,4	4,0	-1,2	0,7
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,4	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	-0,9	0,0
Variations de stocks	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	-0,3	0,0
Commerce extérieur	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	1,0	0,7	0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	2,5	2,8	2,7	2,9	2,5	2,3	2,3	2,0	1,9	2,1	1,8	2,0	1,6	2,7	2,3	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	10,0	10,0	10,2	10,5	10,7	10,8	11,0	11,0	11,1	11,1	11,1	11,2	10,1	10,2	10,9	11,1
Solde courant, en points de PIB													-0,5	-0,3	-0,1	-0,4
Solde public, en points de PIB													-6,2	-3,6	-2,9	-2,3
Impulsion budgétaire													-0,3	-1,1	-1,5	-1,0
PIB États-Unis	0,1	0,3	0,5	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	3,0	1,7	2,1	1,9

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, calculs de l'auteur, calculs et prévisions OFCE mars 2012.

France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,9	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,7	0,2	0,7
PIB par tête	0,8	-0,2	0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	1,2	-0,3	0,2
Consommation des ménages	0,2	-1,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	0,3	-0,1	0,9
Consommation publique	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	0,9	0,7	0,4
FBCF totale dont	1,1	0,6	0,2	0,9	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,4	2,9	1,0	0,7
Productive privée	1,8	0,3	-0,4	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	1,2	3,9	0,9	0,6
Logement	-0,3	1,2	1,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,4	2,6	1,2	0,9
Publique	1,5	0,7	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,4	0,1	1,2	0,6
Exportations de biens et services	1,4	0,7	1,2	1,2	-0,4	-0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	9,3	5,0	1,2	0,7
Importations de biens et services	2,8	-1,0	0,7	-1,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	8,3	5,0	-0,7	0,7
Variation de stock, en points de PIB	1,6	1,4	1,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	1,2	0,5	0,5
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,4	-0,4	0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	0,9	0,3	0,7
Variations de stocks	1,0	-0,2	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9	-0,7	0,0
Commerce extérieur	-0,5	0,5	0,1	0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,6	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	2,0	2,2	2,3	2,6	2,2	1,8	1,9	1,6	1,3	1,1	1,1	1,1	1,7	2,3	1,9	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	9,2	9,1	9,3	9,4	9,6	9,7	9,9	10,2	10,4	10,5	10,6	10,6	9,4	9,3	9,8	10,5
Solde courant, en points de PIB	-1,5	-1,2	-1,5	-1,7	-2,1	-2,3	-2,4	-2,2					-1,7	-2,2	-2,5	-2,5
Solde public, en points de PIB													-7,1	-5,2	-4,4	-3,5
Impulsion budgétaire													-0,7	-1,9	-1,4	-1,5
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE mars 2012.

FICHE THÉMATIQUE FICHES PAYS

Pétrole : vers un troisième choc pétrolier ?	79
Céline Antonin	
États-Unis : la croissance sous contraintes	89
Christine Riffart	
Japon : le temps de la reconstruction	99
Bruno Ducoudré	
Royaume-Uni : exercices d'équilibristes.	109
Catherine Mathieu	
Allemagne : restriction importée.	117
Sabine Le Bayon	
Italie : le pari de Mario Monti	123
Céline Antonin	
Espagne : championne de la rigueur	131
Danielle Schweisguth	

PÉTROLE : VERS UN TROISIÈME CHOC PÉTROLIER ?

Céline Antonin

Département analyse et prévision

Depuis le mois de février 2011, l'instabilité géopolitique qui règne dans de nombreux pays producteurs de pétrole a maintenu le baril de Brent¹ au-dessus du seuil psychologique de 100 dollars. Ainsi, en avril 2011, au plus fort de la crise libyenne, le prix mensuel du Brent avait atteint 124 dollars. La résolution du conflit l'a fait baisser aux alentours de 105-110 dollars. Mais depuis la fin du mois de janvier 2012, le durcissement de la position de l'Union européenne et des États-Unis face à l'Iran, deuxième plus gros producteur de l'OPEP, a fait à nouveau grimper les cours au niveau d'avril 2011. Avec le risque de frappes sélectives sur l'Iran et la menace de tensions dans le détroit d'Ormuz, le prix du baril reste à des niveaux élevés : depuis la mi-février 2012, il oscille entre 120 et 130 dollars le baril. Dans notre scénario prévisionnel, nous faisons l'hypothèse de l'absence de conflit armé entre Israël et l'Iran, même si la pression diplomatique devait se maintenir sur l'Iran jusqu'à la fin de l'été 2012. Par conséquent, nous ne croyons pas à un troisième choc pétrolier, au sens des chocs des années 1970, mais plutôt à la poursuite de la tendance haussière du pétrole, liée aux fondamentaux : dans un contexte général marqué par une forte instabilité géopolitique (Nigéria, Soudan, Syrie, Yémen), le baril demeurerait à 125 dollars en moyenne, la demande toujours dynamique des pays émergents compensant la baisse dans les pays développés. Nous faisons l'hypothèse d'un apaisement des tensions fin 2012-début 2013, avec une légère détente du cours du pétrole. Le premier semestre 2013 verrait un baril à 115 dollars, puis 120 dollars au second semestre, avec une demande plus abondante en provenance des pays émergents.

1. Sauf précision contraire, cette note relate les évolutions du pétrole Brent.

Fin 2011 – début 2012 : de la crise libyenne à la crise iranienne

Les soubresauts géopolitiques exacerbent la volatilité des cours : l'Institut français du pétrole estime ainsi à 15-20 dollars par baril le montant de la prime de risque associée au conflit en Libye. Après la mini-flambée en avril 2011, avec un pic à 126 dollars, la résolution assez rapide de la crise libyenne a permis le repli des prix du baril en dessous de 110 dollars au quatrième trimestre 2011. Tout d'abord, l'action volontariste de l'Agence Internationale de l'Energie (action collective Libye² du 23 juin 2011) a joué le rôle d'amortisseur. En outre, la production libyenne, qui était tombée à 0 en août 2011, a progressé pour atteindre plus d'1 million de barils par jour (Mbj) selon la *National Oil Company* libyenne ; de plus, entre mai et novembre 2011, certains pays ont augmenté leur niveau de production : ainsi l'Angola (+300 000 bj), l'Arabie Saoudite (+900 000 bj) ou l'Irak (+150 000 bj). La production de l'OPEP a crû de 1,12 Mbj au dernier trimestre 2011. Dans les pays non OPEP, la production a également progressé, notamment aux États-Unis et au Canada, avec le développement des gaz de schiste, ou encore au Brésil et en Russie. Ce dynamisme de l'offre a contrasté avec l'atonie de la demande : au quatrième trimestre 2011, en glissement annuel, la baisse de -1,5 % enregistrée dans les pays de l'OCDE a compensé l'augmentation des pays non OCDE (+2 %). Les situations par pays sont plus contrastées : si les pays européens ont baissé leur consommation de 4 % en moyenne (t/t-4), les États-Unis de 2,5 % et le Canada de 1,5 %, le Japon, en reconstruction après le séisme, a vu sa consommation augmenter de 3,9 %. Fait remarquable, au sein des pays non membres de l'OCDE, la consommation chinoise a stagné en 2011, enregistrant même un recul de sa consommation de 1 % au dernier trimestre (glissement annuel). La progression a en revanche été très dynamique dans d'autres pays d'Asie, notamment la Thaïlande (+6,4 %), l'Inde (+3,6 %), le Brésil (2, %). L'appréciation du dollar face à l'euro au deuxième semestre 2011 a également détendu les cours.

Après la détente des cours en fin d'année, une nouvelle crise est intervenue début 2012, avec le durcissement des sanctions de l'Union européenne vis-à-vis de l'Iran. Le 23 janvier 2012, l'Union

2. Les membres de l'AIE ont décidé de puiser 60 millions de barils de pétrole dans leurs réserves stratégiques pour compenser l'arrêt des exportations libyennes.

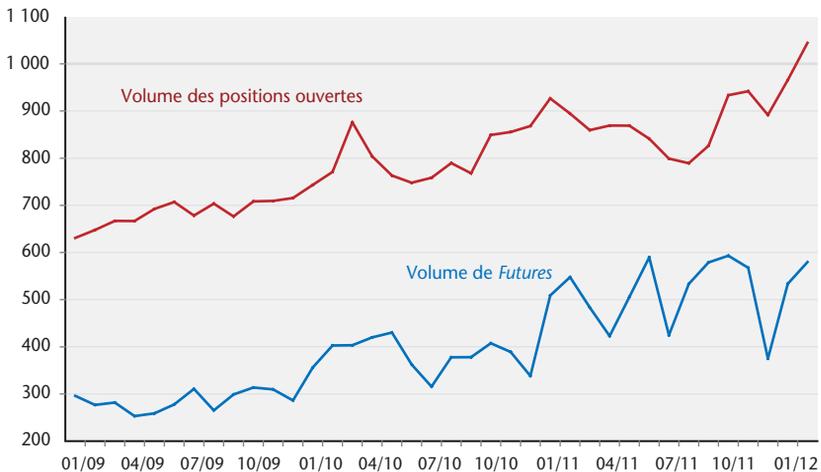
européenne a ainsi décidé un embargo pétrolier graduel contre l'Iran, prévoyant l'annulation de tous les contrats existants au 1^{er} juillet, pour laisser le temps aux pays les plus dépendants du pétrole iranien (Grèce, Espagne, Italie) de trouver d'autres sources d'approvisionnement. En réponse, l'Iran a menacé de suspendre immédiatement toutes ses exportations vers l'Union européenne. La conséquence directe a été une augmentation du prix du pétrole, qui a atteint 120 dollars en moyenne en février 2012. Pourtant, le marché est plutôt équilibré, avec une offre égale à la demande au premier trimestre 2012, mais la crainte de pénuries subites a induit une nouvelle poussée des cours.

L'Europe et l'Asie sont les principales zones touchées par cette crise : en février-mars 2012, le *Western Texas Intermediate* américain continue de s'échanger 15 à 20 dollars en dessous du *Brent* et du *Dubaï*. Ce différentiel persistant depuis un an s'explique par l'exploitation croissante des gaz de schiste aux États-Unis et au Canada et par une production d'éthanol en hausse.

La volatilité du prix et la nervosité des marchés est palpable, comme en atteste l'augmentation du volume de positions ouvertes sur les marchés des *Futures* (graphique 1). 790 000 positions par jour ont été ouvertes en moyenne en août 2011, 933 000 en octobre 2011, et 965 000 en janvier 2012.

Graphique 1. Marché des *Futures* sur le Brent – volumes quotidiens échangés et positions ouvertes sur l'Intercontinental Exchange Europe (ICE)

Milliers de contrats échangés par jour, moyenne mensuelle



Sources : ICE, calculs de l'auteur.

2012 : l'année de tous les dangers ?

Le niveau des cours en 2012 dépendra largement de l'attitude de l'Iran et des pays de l'OPEP. La 160^e conférence de l'OPEP (encadré) s'est voulue plutôt rassurante : l'OPEP a défini un nouveau plafond de production en entérinant le niveau de production actuel. Pourtant, de nombreuses inconnues demeurent : la vitesse de retour à la production libyenne d'avant-crise, la baisse ou le maintien de leur production par les autres pays de l'OPEP et surtout, l'attitude de l'Iran. Ce dernier produisait en effet 4 Mbj, et exportait 2,2 Mbj fin 2011.

Parmi les différents scénarii envisageables, nous excluons l'hypothèse d'un conflit armé entre l'Iran et Israël, mais supposons la poursuite du bras de fer entre les deux pays jusqu'à la fin de l'été. Conformément à la décision de boycott prise par les pays européens³, les exportations de l'Iran à destination de l'Europe (18 % des exportations totales de pétrole iranien) cesseraient, ce qui représenterait une chute de 0,4 Mbj dans la production. Si les principaux consommateurs de brut iranien (Chine, l'Inde, le Japon et la Corée du Sud) réduisent également leur consommation de brut, comme l'envisage l'AIE, la baisse atteindrait 1 Mbj mi-2012. De plus, même si nous excluons le blocage du détroit d'Ormuz, de nombreuses compagnies d'assurances exigent d'ores et déjà le paiement de primes de risque plus importantes pour les vaisseaux faisant escale dans les ports iraniens ou naviguant à moins de 12 miles des côtes iraniennes : dans la mesure où un cinquième de la production mondiale de pétrole transite par le détroit d'Ormuz, cela pèsera à la hausse sur les cours. Néanmoins, étant donné la configuration géopolitique, la conséquence du bras de fer avec l'Iran pourrait simplement être une réorganisation des flux d'échanges pétroliers entre pays : ainsi, l'Inde ou la Chine, gros importateurs, pourraient en profiter pour accroître leurs importations de brut iranien, ce qui maintiendrait l'offre mondiale de pétrole à ses niveaux actuels. Dans cette hypothèse, les cours du Brent resteraient tendus, en raison de la concurrence accrue pour les débouchés, mais les niveaux actuels autour de 120-125 dollars le baril ne seraient pas dépassés.

3. Notamment sous la pression des États-Unis, qui ont appliqué de nouvelles sanctions contre l'Iran le 31 décembre 2011.

Le Nigéria, l'un des plus gros producteurs de l'OPEP (2,5 Mbj produits en 2011, dont 2,2 exportés) est toujours en proie à une forte instabilité. Depuis la guerre du Biafra, le delta du Niger qui représente à lui seul 75 % des ressources pétrolières du Nigéria, est une poudrière à ciel ouvert. Des groupes armés sont impliqués dans des destructions de biens, avec comme cibles les entreprises pétrolières présentes (Total, Shell ou Agip).

La production hors OPEP pourrait également connaître des soubresauts en 2012, avec des pénuries possibles en Syrie, au Sud-Soudan et au Yémen. La Syrie produisait, début 2011, environ 400 000 bj, et exportait quelques 100 000 bj (Syrian light et Syrian heavy) essentiellement vers le marché européen⁴. Cette quantité est modeste, mais la Syrie a également une position stratégique en termes de sécurité régionale et de routes de transit. Une intensification du conflit devrait donc déstabiliser davantage la région.

La situation reste également tendue au Soudan (370 000 bj exportés quotidiennement). En juillet 2011, la sécession du Soudan du Sud, d'avec la République du Soudan (Nord), n'a pas résolu tous les problèmes. Le Soudan du Sud a hérité des 3/4 de la production de brut du Soudan d'avant la sécession (soit environ 350 000 barils/jour), mais le nouvel État reste tributaire des infrastructures du Nord pour exporter ce pétrole, et les deux parties ne parviennent pas à s'entendre sur les frais de passage : le Sud-Soudan est prêt à payer 5,69 dollars/baril à Khartoum qui en réclame 36. Khartoum a décidé de se payer en nature, en prélevant du pétrole, à la fureur du Sud-Soudan qui a stoppé sa production en janvier 2012. Une solution a peut-être été trouvée avec l'accord signé en janvier 2012 en vue de bâtir un oléoduc traversant le Kenya jusqu'au port de Lamu, mais cette solution prendra du temps.

Au Yémen, la situation générale s'est un peu améliorée depuis la mise en œuvre du plan de règlement de la crise politique signé le 23 novembre 2011, mais l'évolution de la situation est incertaine. Le pays n'exporte que 100 000 bj, donc une rupture de production n'aurait pas de conséquences, en revanche, 3,5 Mbj transitent quotidiennement par le golfe d'Aden, qui est actuellement le

4. Les exportations syriennes de pétrole ont pour destinations principales l'Allemagne (32 %), l'Italie (31 %) et la France (11 %).

théâtre d'actes de piraterie maritime sur des bateaux de commerce et de plaisance.

Nous anticipons donc une légère baisse de la production non OPEP courant 2012, que la hausse de production russe ne parviendra à compenser qu'en fin d'année.

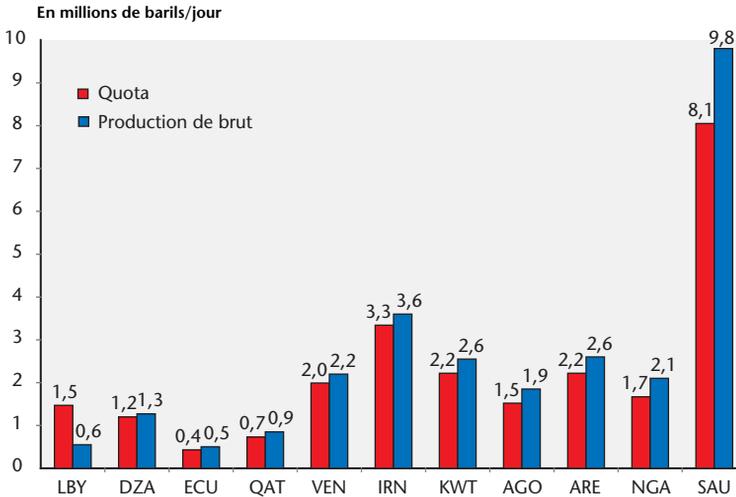
L'importance des tensions géopolitiques crée les conditions d'un troisième choc pétrolier, c'est-à-dire d'une flambée du pétrole au-delà de 150-160 dollars le baril. Pourtant, plusieurs éléments viennent affaiblir cette probabilité: tout d'abord, malgré le nouveau plafond de production établi par l'OPEP, l'Angola, les Emirats arabes unis, la Libye et l'Irak pourraient produire davantage en 2012, potentiellement jusqu'à 0,85 Mbj supplémentaires en 2012, sans compter la Russie. En outre, l'Arabie Saoudite a annoncé qu'elle pouvait rapidement augmenter sa production de 2 Mbj supplémentaires pour pallier au manque iranien. Par conséquent, le marché resterait donc correctement alimenté, malgré une légère contraction de l'offre OPEP et non OPEP. En revanche, la recherche de nouveaux producteurs créera une atmosphère de concurrence entre pays, notamment entre pays développés et pays émergents, et les producteurs seront en position de force pour négocier des prix plus élevés. Ainsi, nous prévoyons que le prix du baril demeure à environ 125 dollars/baril aux deuxième et troisième trimestres 2012. La demande des pays de l'OCDE devrait légèrement diminuer de 0,3 Mbj en 2012, la demande étant toujours tirée par les pays émergents, dont la demande devrait néanmoins ralentir (+1,5 Mbj en 2012), touchée par la baisse en rythme de croissance du commerce international.

Encadré 1. La 160^e réunion de l'OPEP

Plusieurs décisions importantes ont été prises lors de la réunion de l'OPEP, le 14 décembre 2011 à Vienne :

– Tout d'abord, il a été décidé de réintégrer l'Irak, absent depuis le début des années 1990, dans le système des quotas, sans que l'on sache encore quel quota lui sera attribué. Le dernier quota, qui lui avait été alloué du temps de Saddam Hussein, était de 2,8 millions de barils par jour. Symbole de ce retour de l'Irak au système des quotas, la présidence de l'Organisation pour l'année 2012 lui a été confiée à partir du 1^{er} janvier 2012.

Niveau de production et quotas dans les pays de l'OPEP, novembre 2011



Note : Le quota total pour l'OPEP (hors Irak) était de 24,84 Mbj en novembre 2011, alors que la production réelle (Irak inclus) atteignait 30,6 Mbj.

Voir la liste des abréviations de pays en fin de revue.

Sources : Agence internationale de l'Énergie, calculs de l'auteur.

– Alors que le plafond officiel de production n'avait pas été modifié depuis décembre 2008, il a été décidé d'officialiser la production réelle des membres de l'OPEP (environ 30 Mbj), qui dépassent largement leur quota depuis plusieurs années. La production des onze pays membres concernés par les quotas était de 27,87 millions de barils par jour (graphique), et dépassait le plafond officiel (24,84 Mbj) de 3 Mbj. Si l'on y ajoute la production irakienne (2,7 Mbj), la production atteignait 30,6 millions de barils par jour en novembre 2011.

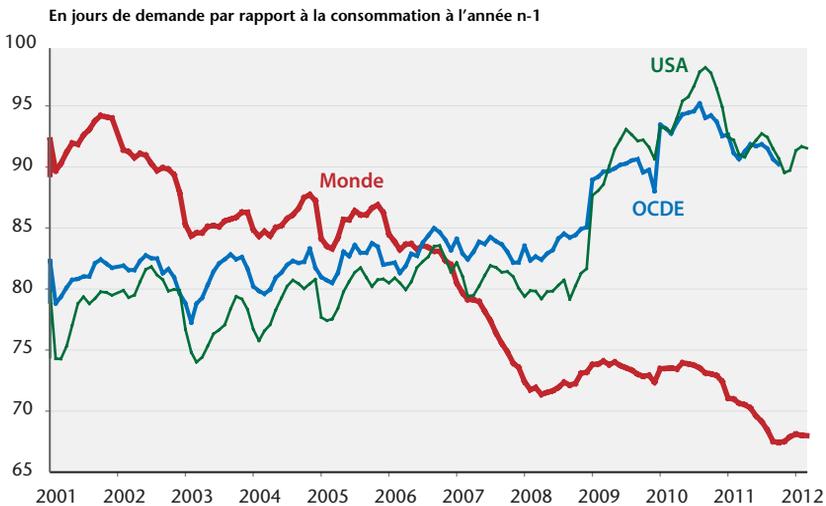
– Il est également prévu que lorsque la Libye retrouvera son niveau de production de l'année 2010, les pays vont réduire leur offre et ajuster leur production afin de respecter le plafond de 30 Mbj, sans autre précision. Les doutes demeurent notamment sur une baisse généralisée de tous les pays de l'OPEP pour remplir le plafond de 30 Mbj ou sur une baisse ciblée sur les pays ayant augmenté leur production au moment de la crise libyenne (Arabie Saoudite, Emirats arabes Unis, Koweït). Selon l'OPEP, la Libye pourrait retrouver son niveau de production d'avant-guerre de 1,6 Mbj à la fin du premier semestre 2012.

Des incertitudes demeurent, liées au fait qu'aucun quota n'a été attribué par pays. Ainsi, certains pays producteurs, comme l'Arabie Saoudite, devraient se sentir plus libres de ne pas réduire leur production à proportion de la hausse de production libyenne. En outre, l'Iran a demandé aux pays de l'OPEP de ne pas compenser une éventuelle baisse de sa production nationale, une position qui risque d'être peu suivie en

l'absence de quotas contraignants par pays, et qui devrait cristalliser les positions entre les pays de l'OPEP les plus conservateurs (Iran, Venezuela) et les pays les plus conciliants (Arabie Saoudite).

Du côté des stocks, l'obligation posée par l'AIE aux pays membres de conserver un stock de 90 jours d'importations nettes de l'année civile précédente (sans contrainte sur la nature des produits à stocker) permet aux pays de l'OCDE de conserver un niveau de stocks élevé (graphique 2). Comme lors de l'action collective Libye lancée en juin 2011, et qui avait entraîné une baisse des cours, l'AIE pourrait à nouveau appeler ses pays membres à puiser dans leurs réserves stratégiques pour compenser une perte de production, ce qui détendrait les cours. Seul bémol, au niveau mondial, la baisse vigoureuse des stocks en 2011 pourrait donner lieu à un processus de restockage, ce qui atténuerait l'effet positif de l'action concertée.

Graphique 2. Stocks de pétrole dans le monde et dans les pays de l'OCDE, 2005-2011



Le dollar devrait se déprécier vis-à-vis de l'euro en 2012, passant de 1,31 à 1,25 euros, ce qui devrait également soutenir les cours.

2013 : retour sur la tendance de long terme

Entre la fin 2012 et le début 2013, nous faisons l'hypothèse d'un apaisement des tensions géopolitiques, notamment sur l'Iran et la Syrie. En conséquence, après un premier semestre à 115 dollars, le baril terminerait l'année sur une tendance haussière de moyen terme de 120 dollars, tirée par le dynamisme de la demande des pays émergents, la baisse des capacités de production supplémentaires et la diminution du niveau des stocks enclenchée en 2011. Autant la demande pétrolière des pays de l'OCDE continuerait à baisser, autant la demande des pays émergents resterait dynamique, malgré la baisse de l'intensité pétrolière.

La production augmenterait de 1,2 Mbj en 2012, la moitié de la production supplémentaire étant imputable aux pays de l'OPEP (Irak et Libye). Cela étant, cette hausse de la production devrait être limitée, les marges de manœuvre de l'Arabie Saoudite étant de plus en plus réduites (2,5 Mbj mi-2011). Le taux d'utilisation des capacités de production atteint 93 % fin 2011, un niveau non égalé depuis la fin 2008.

Quant à la production non OPEP, elle croîtrait modérément, les hausses de production en Colombie, au Kazakhstan, et en Amérique du Nord (champs Bakken, Eagle Ford aux États-Unis, schistes bitumineux au Canada) compensant les pertes de production au Mexique et en Mer du Nord.

Quant à la demande, le découplage se poursuivrait entre la baisse de la demande des pays de l'OCDE et la hausse de la demande des pays émergents, Chine en tête. La demande chinoise en 2013 croîtrait de 500 000 bj, celle du Moyen Orient de 400 000 bj et celle de l'Amérique latine de 300 000 bj.

Sur les deux prochaines années, la volatilité devrait rester forte et l'incertitude rester grande, ce qui légitime les niveaux inscrits en prévision, entre 115 et 125 dollars le baril. Pire, si un conflit venait à éclater entre l'Iran et Israël, et même en cas de frappes sélectives, nous pourrions bien connaître un troisième choc pétrolier avant l'été 2012.

Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande mondiale	87,3	87,4	88,5	88,5	88,8	89,1	89,1	89,5	89,8	90,2	90,9	91,1	87,9	89,1	90,5
En taux de croissance ¹													1,0	1,3	1,6
PIB mondial ¹													4,3	3,1	3,4
Intensité pétrolière ¹													-3,3	-1,8	-1,8
Production mondiale	87,2	86,5	87,2	88,7	88,8	88,6	88,8	89,4	89,8	90,0	90,2	90,3	87,4	88,9	90,0
Dont : OPEP ²	35,5	35,1	35,5	36,6	36,7	36,3	36,4	36,7	37,0	37,0	37,0	37,0	35,7	36,5	37,0
Non OPEP	51,8	51,5	51,7	52,1	52,1	52,3	52,5	52,7	52,8	53,0	53,2	53,2	51,8	52,4	53,0
Variations de stocks	-0,1	-0,9	-1,3	0,3	0,1	-0,6	-0,2	-0,1	0,0	-0,2	-0,8	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3
Dont : OCDE	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,4	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,0	-0,1
Prix du pétrole Brent ³	104,9	117,6	113,5	109,3	118,5	125,0	125,0	122,0	115,0	115,0	120,0	120,0	111,3	122,7	117,5
Prix des matières premières industrielles ¹	8,4	2,7	-3,9	-14,3	3,7	1,9	3,8	1,8	0,9	1,8	0,9	1,7	20,0	-5,6	6,9
Taux de change 1€ = ... \$	1,37	1,44	1,41	1,35	1,31	1,28	1,25	1,25	1,28	1,30	1,30	1,30	1,4	1,3	1,3

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. Hors Angola et Équateur. Bien que ces deux pays soient membres de l'OPEP depuis 2007, ils ne sont soumis à aucune contrainte de quota.

3. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE mars 2012.

ÉTATS-UNIS : LA CROISSANCE SOUS CONTRAINTES

Christine Rifflart

Département analyse et prévision

Après avoir atteint 3 % en 2010, la croissance américaine a ralenti à 1,7 % en 2011. Le premier semestre avait fait état d'une pause dans la dynamique de rattrapage. La croissance s'est raffermie dans la seconde moitié de l'année pour terminer à un rythme annualisé de 3 % au quatrième trimestre 2011 (1,6 % sur un an). Basée sur une croissance faible depuis 2 ans – insuffisante pour réduire le retard de production qui selon l'OCDE se situe autour de 4 % du PIB –, l'activité pâtit des déséquilibres financiers qui perdurent du côté des ménages et de l'ajustement budgétaire mis en place l'année dernière. Si la politique monétaire devrait rester accommodante afin de faire pression sur les taux d'intérêt longs publics et aussi privés, le resserrement budgétaire s'amplifiera encore l'année prochaine et pourrait freiner la croissance de 1,1 point cette année et 1,5 point l'année prochaine. La croissance devrait atteindre 2,3 % en 2012 (dont 0,9 point dû à un effet d'acquis) et 2,4 % en 2013.

L'ajustement des ménages n'en finit pas...

Après le ralentissement du premier semestre 2011 qui contrastait avec les 6 précédents trimestres de forte reprise, la croissance a redémarré au deuxième semestre 2011. La contribution de la demande intérieure hors stocks a augmenté tandis que les variations de stocks, neutres ou jouant négativement sur la croissance entre le dernier trimestre 2010 et le troisième trimestre 2011, se sont accélérées en fin d'année, comme si les entreprises se préparaient à un nouveau surcroît de demande.

À l'exception du deuxième trimestre, la croissance de la consommation des ménages est restée autour de 0,4-0,5 % en variation sur

un trimestre en 2011. Deux facteurs ont joué favorablement dans la deuxième moitié de l'année. D'abord, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) a bénéficié du ralentissement de l'inflation. Ainsi, le RDB nominal a progressé régulièrement (0,7 % par trimestre) tandis que le déflateur des dépenses de consommation, qui s'était accéléré de 1 % et 0,8 % sur chacun des deux premiers trimestres de 2011 par rapport au précédent, a ralenti à 0,6 puis 0,3 % au cours des deux derniers du fait du tassement puis de la baisse du prix des produits pétroliers. Dès lors, entre le deuxième et le dernier trimestre 2011, la hausse de 0,5 point du pouvoir d'achat du RDB est due exclusivement au recul de l'inflation (effet positif de 0,6 point), les revenus nominaux ayant baissé de 0,1 point sur la période. Le deuxième facteur qui explique la bonne tenue de la consommation est la décreue du taux d'épargne de 0,2 point de RDB au troisième trimestre et de 0,1 point au dernier. D'un maximum à 6,2 % courant 2009, il a amorcé une baisse régulière depuis l'été 2010, pour atteindre 4,5 % au dernier trimestre 2011.

Cette baisse du taux d'épargne a pour origine notamment l'amélioration du marché du travail. La baisse du taux de chômage, engagée en mai 2010, s'est accélérée en septembre, faisant passer le taux de 9 % en août à 8,5 % en décembre. Cette baisse a surtout concerné le chômage masculin – le taux des femmes restant stable à 8,2 % depuis l'été 2009 alors que celui des hommes, après un pic à 11,2 % en octobre 2009, est passé de 9,5 à 8,7 % sur les quatre derniers mois. Malgré la décreue, les jeunes restent les plus affectés (18,3 % notamment pour les 16-24 ans de sexe masculin en décembre). Le sous-emploi baisse également à 14,9 %. Alors que la population active progresse depuis le printemps 2011, cette décreue du chômage reflète l'amélioration de l'emploi. Selon l'enquête auprès des ménages, les créations nettes d'emplois se sont accélérées au rythme de 270 000 par mois entre août et décembre 2011, après 20 000 par mois au premier semestre. Les enquêtes issues des entreprises qui concernent l'emploi salarié non agricole ne font pas état d'une telle accélération en milieu d'année mais néanmoins elles soulignent que l'accélération des créations nettes de l'emploi salarié en 2011 par rapport à 2010 (1,4 % sur un an en décembre 2011 après 0,8 % sur un an en décembre 2010) a été plus forte que celle concernant l'emploi total (1,1 % après 0,9 % sur les mêmes périodes). L'amélioration a été plus nette encore pour l'emploi

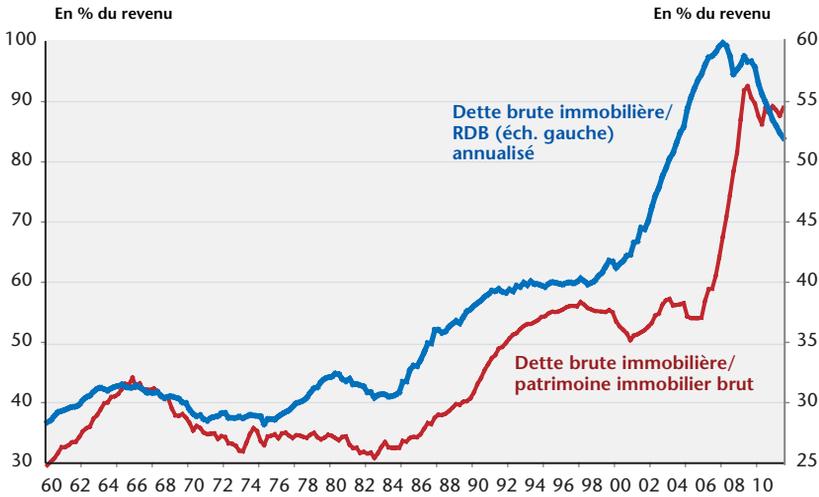
salarié du secteur privé (1,9 % après 1,2 % toujours sur les mêmes périodes), le secteur public continuant à réduire ses effectifs. Malgré ces évolutions, la revalorisation des salaires continue à ralentir. Dans le secteur manufacturier, les hausses sont passées en 1 an de 2,1 % en décembre 2010 à 1,2 % en décembre 2011. Dans le reste de l'économie, elles sont restées plutôt stables, autour de 2 %.

Soutien majeur à la croissance du quatrième trimestre 2011, l'investissement résidentiel semble sortir d'une période de marasme total qui aura duré près de 5 ans. Les ventes dans l'ancien ont repris (le marché du neuf reste cependant toujours atone), le stock de logements invendus s'est rapproché de son niveau d'avant-crise et les conditions d'accessibilité à la propriété, compte tenu des prix immobiliers et des taux d'intérêt hypothécaires, sont de plus en plus attractives. Le taux d'endettement hypothécaire des ménages a baissé significativement, notamment au cours des deux dernières années, pour atteindre 84 % fin 2011 et les nouveaux crédits hypothécaires nets des remboursements restent négatifs, tout en l'étant de moins en moins. Néanmoins, le taux d'endettement reste encore élevé au regard des standards passés et, malgré les efforts d'ajustement, le bilan financier peine à s'améliorer. La valeur du patrimoine immobilier brut continue de fondre avec la baisse du prix des logements (-4 % sur un an selon l'indice Case & Shiller fin 2011) et les ventes forcées se poursuivent (le taux de ménages propriétaires est passé de 66,5 % à 66 % en un an). La dette immobilière reste autour de 54 % du patrimoine immobilier brut (graphique). Du côté des actifs financiers, au-delà de la tendance haussière enregistrée depuis mi 2009, un retournement des prix de 2011 a pesé sur la valeur des titres détenus. Au final, la richesse nette totale des ménages a poursuivi sa dégradation tout au long de l'année 2011.

Si du côté des entreprises la demande n'est pas à la hauteur des attentes, la situation financière est très favorable, au moins dans les grandes entreprises : au troisième trimestre 2011, le taux de marge est à un niveau historiquement élevé. Après la dégradation de 2007 et 2008, le rétablissement du taux de marge a été rapide et depuis deux ans, la part de l'EBE dans la valeur ajoutée des entreprises se situe autour de 33 %, soit 1,5 point au-dessus du précédent record de 2006. L'ajustement des entreprises à la crise économique et financière a commencé à l'été 2007, et dès le premier trimestre

2009, la productivité horaire du travail se redressait (6 % sur un an au début de 2010) pour revenir progressivement sur sa tendance de long terme. Depuis, les gains ont faibli pour atteindre 0,5 % sur un an à la fin 2011 mais le niveau de productivité reste élevé (graphique). Face à une progression du salaire horaire encore supérieure, malgré le ralentissement observé, aux gains de productivité (1,7 % sur un an fin 2011), les coûts salariaux par unité produite ont recommencé à augmenter en 2011.

Graphique 1. Dette hypothécaire des ménages

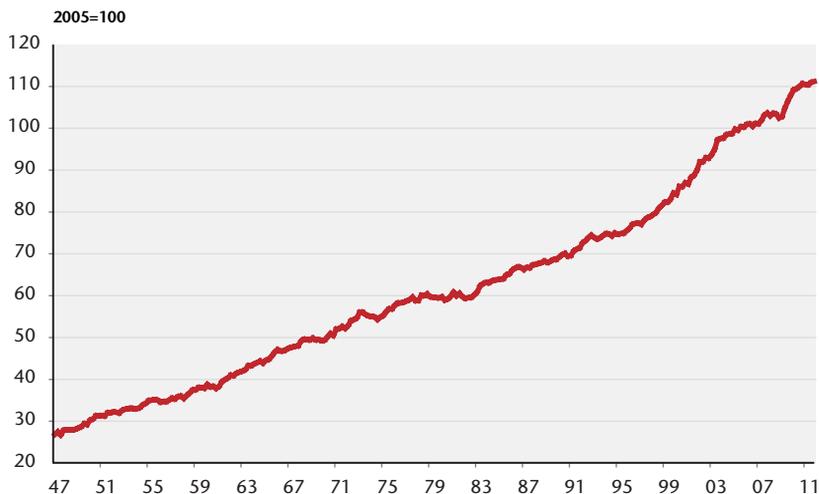


Source : Flow of Funds.

À la fin de l'année 2011, ils progressent de 1,3 % en glissement, après -0,9 à la fin 2010. Combiné à la hausse du prix des matières premières (le prix des matières premières importées a crû de 8,5 % sur un an fin 2011), le renchérissement des coûts de production s'est légèrement répercuté sur les prix finaux, mais compte tenu des marges des entreprises et de la modération de la demande, le risque d'une inflation par les coûts n'est évidemment pas retenu. Pourtant, la vigueur de la reprise de la production industrielle a ramené à la fin de l'année dernière le taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie au-dessus de sa tendance de long terme. Malgré le ralentissement de la fin 2011, l'investissement productif reste dynamique. Le taux d'investissement s'est redressé de plus de 1,2 point de PIB depuis son point bas du début 2010, plus rapidement que lors des précédentes périodes de sortie de crise.

Bénéficiant d'une situation financière confortable, les entreprises américaines en profitent pour réaliser des investissements essentiellement de rationalisation (équipement et informatique), ce qui a pour effet à la fois de soutenir la demande, mais également d'améliorer l'efficacité de la structure productive à moyen terme.

Graphique 2. Productivité horaire du travail dans les entreprises non agricoles



Source : BLS.

Tandis que 2012 et 2013 resteront sous le sceau de l'ajustement budgétaire

Soutenue par une dynamique vertueuse en ce début d'année 2012 (hausse de la consommation finale privée avec accélération des créations nettes d'emplois, hausse de l'investissement et des stocks), mais marquée par un chômage élevé et une charge d'endettement à la fois des ménages et de l'Etat fédéral trop forte, qui empêche la reprise du crédit, l'activité américaine reste sur une tendance relativement modérée par rapport à son potentiel. La production manufacturière s'est accélérée au tournant de l'année pour progresser de 5,2 % sur un an en février 2012 et les enquêtes sur la production faites par les banques fédérales de Chicago et de Philadelphie prolongent le mouvement pour le mois de mars. Les carnets de commandes sont bien orientés, tant sur le marché domestique qu'à l'exportation. Les indicateurs de confiance se sont fortement améliorés depuis octobre 2011. La croissance pourrait rester autour de 0,6 % au premier trimestre 2012.

Pour autant, compte tenu de l'écart de production qui stagne autour de 4 % du PIB potentiel selon l'OCDE, la croissance devrait rester très inférieure à ce qu'il serait permis d'escompter pour que cet écart se referme à l'horizon de notre prévision. La hausse du prix du pétrole devrait entraîner un surcroît d'inflation de 0,2 point en moyenne sur l'année 2012 qui viendra éroder le pouvoir d'achat du revenu des ménages. L'année suivante, la détente sur le marché pétrolier produira l'effet inverse : l'indice des prix à la consommation augmentera de 1,8 % en glissement fin 2013, moins rapidement que l'indice sous-jacent qui progresserait de 2 %.

Mais surtout un autre problème viendra peser sur la croissance en 2012 et 2013 : l'ajustement budgétaire. Depuis trois ans, le solde public représente en moyenne 10,7 % du PIB. Si jusqu'alors le gouvernement et le Congrès n'ont pas hésité à multiplier les mesures de soutien à la croissance au prix d'une dette publique croissante, les mesures de restriction budgétaire ont malgré tout déjà commencé. La réduction d'1 point de déficit public en 2011 est due à une impulsion budgétaire négative et l'effort devra se poursuivre (à hauteur de 1,1 point de PIB en 2012 et 1,5 en 2013, après 1,2 point en 2011). Une grande partie des mesures des précédents plans de relance sont déjà arrivées à expiration en 2010, la dernière en date étant celle relative à la fin du seuil exemptant les ménages de l'*Alternative Minimum Tax* qui se termine le 31 décembre 2011. Celles qui devaient s'éteindre le 29 février 2012 ont été reconduites pour un an (réduction de 2 points des taux de cotisations sociales salariés, prolongement des allocations chômage pour les chômeurs de longue durée, maintien des taux de remboursement des consultations médicales). L'*American Recovery and Reinvestment Act* voté en février 2009 prévoyait que 90 % des dépenses soient effectuées avant la fin de l'année fiscale 2011. Sur un montant total de 831 milliards de dollars budgétés sur 10 ans, l'impact (négatif) sur le déficit passerait, selon le CBO de 145 milliards de dollars en 2011 à 49 milliards en 2012 et serait négligeable au-delà. Autrement dit, le déficit budgétaire structurel devrait s'améliorer de 100 milliards de dollars du fait de la baisse des dépenses liées à l'ARRA entre 2011 et 2012. Simultanément, la procédure d'ajustement automatique des finances visant à trouver 1 200 milliards de dollars d'économies à l'horizon 2021 devra entrer en application au début de 2013. Ainsi, dès l'année prochaine, une partie des ressources budgétaires

allouées à des programmes discrétionnaires mais aussi à des programmes et dépenses liées à des dépenses obligatoires sera automatiquement annulée. Le programme Medicaid (destiné aux personnes les plus démunies) devrait être épargné mais 90 % du programme Medicare (qui concerne les personnes de plus de 65 ans) devrait connaître des coupes de 2 %. De même, à la fin de 2012, devraient prendre fin les baisses d'impôt sur les revenus des particuliers et des entreprises votées en 2001 et 2003 par le gouvernement Bush, puis reconduites temporairement pendant la crise, ainsi que les mesures visant à accélérer la dépréciation des investissements sur la première année d'acquisition.

Compte tenu des engagements budgétaires pris et des contraintes posées par l'ampleur de la dette, l'ajustement budgétaire sur la croissance sera plus fort en 2013. L'impulsion négative pourrait freiner la croissance et empêcher la fermeture de l'*output gap*. En effet, la baisse de la dépense publique combinée à la hausse des prélèvements vont avoir un impact significatif sur les revenus des ménages. Déjà, la part des impôts dans le revenu a augmenté d'1 point et les transferts sociaux ont baissé de 2 points de la masse salariale entre la fin 2010 et la fin 2011. Cela devrait se poursuivre en 2012. Mais c'est surtout en 2013 que le mouvement devrait s'approfondir avec la hausse plus forte des prélèvements (impôts et cotisations sociales) sur les revenus et le recul des transferts.

Dans ce contexte, les contraintes qui ont pesé sur la croissance en 2011 resteront présentes en 2012 et 2013. La situation financière des ménages demeure un problème, même si l'investissement résidentiel devrait confirmer sa reprise. L'indicateur NAHB, reflet de l'activité vue par les promoteurs, s'est raffermi sensiblement sur les trois premiers mois de l'année 2012 et les mises en chantier et permis de construire progressent positivement depuis juin 2011. Néanmoins, un excès d'offre subsiste, et empêche la stabilisation des prix, alors que les ménages restent confrontés à un endettement encore excessif au regard de la valeur de leur patrimoine. La question des retards de paiements et des saisies n'est toujours pas réglée : au quatrième trimestre 2011, 7,6 % des prêts avaient des retards de paiement et 4,4 % étaient dans des procédures de saisies. Selon Corelogic, 11,1 millions de ménages propriétaires ayant un emprunt, soit 22,8 % d'entre eux, avaient une *negative equity* de plus de 5 % (c'est-à-dire une différence de prix entre le montant du capital restant à

payer et la valeur du bien hypothéqué) au quatrième trimestre 2011. Si l'on ajoute les 2,5 millions de ménages ayant une *negative equity* d'au plus 5 %, le problème concerne 27,8 % des ménages endettés (après 27,1 % au troisième trimestre) et porte sur un encours de dette total de 2,8 trillion de dollars. Dans ces conditions et malgré l'assouplissement des conditions de financement des banques, l'accès des ménages au crédit demeurera réduit en 2012 et 2013 et impactera la détente du taux d'épargne.

Cette situation jouera sur la consommation des ménages qui restera autour de 2 % en 2012 et 2013. L'investissement des entreprises devrait continuer de progresser plus rapidement que le PIB, d'où une hausse du taux d'investissement sur la période. Mais face à une demande anticipée qui reste contrainte, les créations d'emplois devraient ralentir, notamment en 2013. Dans ce contexte, la croissance pourrait avoisiner 2,3 %-2,4 % en 2012 et 2013, soit une croissance qui ne permet ni de refermer l'écart de croissance, ni de réduire significativement le taux de chômage. Celui-ci, qui a encore baissé à 8,3 % en février, pourrait descendre vers 7,2 % fin 2013, soit au-dessus de son niveau d'équilibre que le CBO évalue aujourd'hui à 6 %. Le déficit budgétaire serait malgré tout réduit de 1 point chaque année pour terminer à 7,1 % en 2013.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	3,0	1,7	2,3	2,4
PIB par tête	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,3	1,0	1,5	1,6
Consommation des ménages	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,2	1,8	2,0
Dépenses publiques ¹	-1,5	-0,2	0,0	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-2,1	-1,2	-0,2
FBCF privée dont	0,3	2,2	3,1	1,1	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	2,6	6,6	7,7	6,7
Logement	-0,6	1,0	0,3	2,8	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	-4,3	-1,4	8,5	11,4
Productive	0,5	2,5	3,7	0,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	4,4	8,7	7,5	5,6
Exportations de biens et services	1,9	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	11,3	6,8	4,1	4,1
Importations de biens et services	2,0	0,3	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	12,5	4,9	3,2	3,1
Variations de stocks	49	39	-2	54	60	60	60	70	70	70	70	70	58,8	35,1	62,5	70,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	1,9	2,0	2,1	2,3
Variations de stocks	0,1	-0,1	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	-0,2	0,2	0,1
Commerce extérieur	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,0
Prix à la consommation ²	2,1	3,3	3,8	3,3	2,7	2,3	2,1	2,2	2,1	1,8	1,7	1,8	-0,3	1,6	3,1	2,3
Taux de chômage, en %	9,0	9,1	9,1	8,7	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6	9,6	8,9	8,1	7,7
Solde courant, en points de PIB	-3,2	-3,3	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8	-2,7	-3,2	-3,1	-2,9
Solde public, en points de PIB													-10,7	-9,7	-8,6	-7,1
Impulsion budgétaire													+0,3	-1,2	-1,1	-1,5
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE mars 2012.

JAPON : LE TEMPS DE LA RECONSTRUCTION

Bruno Ducoudré

Département analyse et prévision

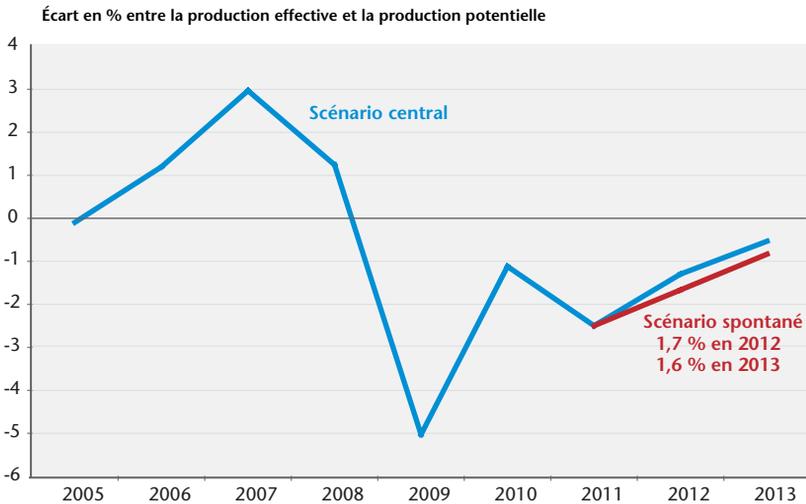
En moyenne annuelle, l'économie japonaise devrait croître de 1,9 % en 2012 et de 1,5 % en 2013. Ce rebond fait suite à une mauvaise année 2011 (-0,6 % de croissance) marquée par le « grand tremblement de terre de l'est du Japon » et la catastrophe de Fukushima. Les inondations en Thaïlande en fin d'année ont aussi pesé sur la croissance au quatrième trimestre (-0,2 %). Le potentiel de rebond de l'économie japonaise, de l'ordre de 1,6 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettrait de rattraper en 3 ans l'écart de production, qui s'est de nouveau creusé en 2011 (graphique 1). Cette reprise spontanée sera soutenue par une politique budgétaire active de soutien à la reconstruction, qui ajouterait 0,9 point de PIB cumulé sur la période 2012-2013, et par les besoins en logement et la reconstitution du capital des entreprises en 2012 (tableau 1). L'arrêt des 2 réacteurs nucléaires encore en activité à partir d'avril 2012 fait courir le risque de pénuries d'électricité. Dans ce scénario, nous avons fait l'hypothèse que l'économie japonaise pourrait faire face à la hausse de la consommation d'électricité, plus particulièrement lors des pics de consommation estivaux. L'économie japonaise pâtira cependant des politiques de consolidation budgétaire menées en Europe et aux États-Unis, et de la hausse soutenue des prix du pétrole en 2011-2012.

Tableau 1. Décomposition des prévisions de croissance pour le Japon

Taux de croissance trimestriel moyen	2012	2013
Reprise spontanée	0,39	0,39
Impact budgétaire efficace	0,10	0,13
Choc pétrolier	-0,09	-0,02
Autres raisons	0,17	-0,04
Environnement extérieur	-0,09	-0,08
Prévision	0,48	0,39

Sources : OCDE, comptabilité nationale, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Graphique 1. Écart de production au Japon



Note : le scénario spontané correspond à une fermeture de l'écart de production en 3 ans.

Sources : OCDE, comptabilité nationale, calculs et prévisions OFCE.

2011 : chutes et rechutes

La croissance de l'économie japonaise a été chaotique en 2011. Les deux premiers trimestres de baisse faisant suite au tremblement de terre ont été suivis d'une reprise vigoureuse au troisième trimestre (+1,7 % de croissance en rythme trimestriel), tirée par la consommation des ménages, l'investissement logement et la forte reprise des exportations. Le quatrième trimestre était initialement attendu très dynamique¹, compte tenu des quatre budgets additionnels d'un montant total de 3,8 points de PIB votés entre avril et décembre pour soutenir la reconstruction, et de la poursuite de la reprise des exportations après la rupture des chaînes d'approvisionnement. Mais l'investissement public a chuté de 2,2 %, les plans de relance étant très progressivement mis en place. Les inondations en Thaïlande ont aussi à nouveau rompu les chaînes d'approvisionnement à l'automne, faisant rechuter les exportations de 3,1 % au quatrième trimestre par rapport au troisième trimestre. Frappé par la forte hausse des importations répondant aux besoins accrus en énergie à la suite de l'arrêt progressif des centrales nucléaires, le

1. Cf. Perspectives 2011-2012, *Revue de l'OFCE*, n° 119, octobre 2011 et « La très Grande Récession », note de l'OFCE, n° 9, décembre 2011.

commerce extérieur, traditionnel moteur de la croissance japonaise, a contribué négativement pour 0,7 point à la croissance du PIB fin 2011.

2012-2013 : l'effort de reconstruction...

Le gouvernement a estimé le budget de la reconstruction à l'été 2011 à 23 trillions de yens (4,8 points de PIB) hors dépenses liées à l'accident nucléaire. La reconstruction s'étalera sur les dix prochaines années, le principal de l'effort étant concentré sur la période 2012-2016. Après quatre budgets additionnels votés sur l'année fiscale 2011 pour un montant total de 3,9 points de PIB (hors transfert pour le financement du fonds de pension), le gouvernement a décidé d'allouer 0,8 point de PIB à la reconstruction pour l'année fiscale 2012, financée aux trois-quarts par l'endettement. Les plans successifs votés en 2011 ne se sont pas traduits jusqu'à présent par une forte hausse de la dépense publique : la consommation publique a cru de 2,1 % en 2011, soit autant qu'en 2010 et moins qu'en 2009, et l'investissement public s'est contracté de 3,1 % en 2011. Une partie des budgets votés a ainsi été mise de côté et commence à être dépensée. Les commandes publiques de travaux de construction ont augmenté de 20 % au 4^e trimestre 2011 en glissement annuel, et les travaux publics en cours ont fortement progressé en fin d'année. On s'attend à ce que les dépenses additionnelles déjà votées liées à la reconstruction s'étalent pour partie sur les prochains trimestres mais aussi au-delà de l'année fiscale 2012.

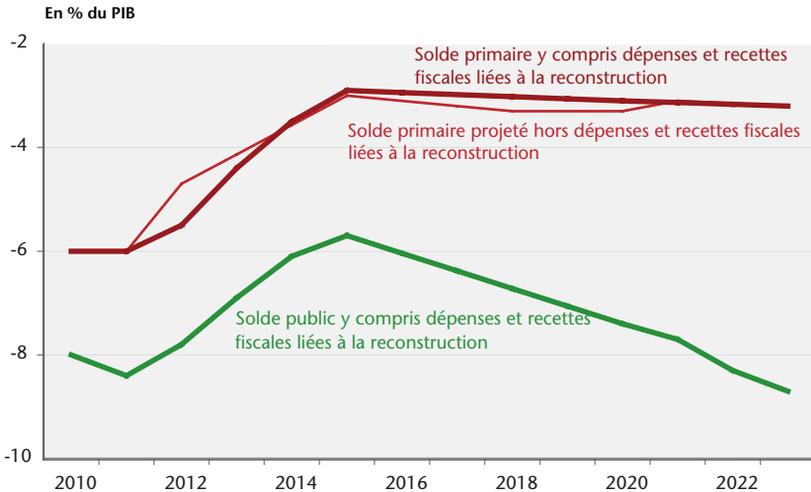
Tableau 2. Budgets prévisionnels 2011-2012 pour la reconstruction
Gouvernement central

En % du PIB	2011	2012
Recettes et financement	3,9	0,8
Recettes fiscales	0,3	0,1
Recettes non fiscales	0,0	0,1
Emissions obligataires	2,1	0,6
Surplus des années antérieures	1,1	0,0
Diminution de dépenses	0,4	0,0
Dépenses	3,9	0,8
Dépenses générales, dont :	3,3	0,7
Travaux publics	1,4	0,2
Autres dépenses	1,9	0,6
Transferts aux collectivités locales	0,6	0,1

Sources : Cabinet Office, Ministry of Finance, calculs OFCE.

La situation budgétaire japonaise reste en effet précaire, et une partie des plans annoncés sera financée par des restrictions dans d'autres postes de dépenses, des surplus de rentrées fiscales liés à l'amélioration de l'activité, et par des réserves accumulées sur les budgets passés (pour un quart des budgets dédiés à la reconstruction sur 2011-2012). Les deux premiers plans additionnels votés en 2011 n'avaient ainsi pas donné lieu à des émissions obligataires additionnelles. Par ailleurs, dans sa stratégie fiscale de moyen terme, le gouvernement japonais avait initialement pour objectif de diviser par deux le déficit primaire des administrations centrales et locales à l'horizon 2015 par rapport à celui atteint en 2010 (6,4 % du PIB), et d'atteindre l'équilibre à l'horizon 2020 (graphique 2).

Graphique 2. Projections gouvernementales du solde primaire sur la période de reconstruction



Note : Ces projections sont basées sur l'hypothèse d'une hausse du taux de TVA dès 2013 et un taux de croissance du PIB nominal proche de 2 % en moyenne sur la période. Elles incluent une hausse des recettes fiscales étalée uniformément sur 10 ans pour financer les dépenses liées à la reconstruction. Le champ couvre uniquement les administrations centrales et locales.

Source : Cabinet Office.

Compte tenu des mesures annoncées et déjà votées, ces objectifs ne seraient vraisemblablement pas atteints, même avec une hausse en deux temps de 5 points du taux de TVA envisagée en 2014-2015 (qui rapporterait 2,5 points de PIB de rentrées fiscales) : les difficultés du gouvernement à faire accepter une hausse des impôts à sa propre coalition l'ont obligé à différer cette hausse, les moyens d'atteindre l'équilibre d'ici 2020 n'ont pas été détaillés, et le gouver-

nement n'a pas précisé de quelle façon serait financée la reconstruction. Enfin, étant donné la progression continue de la dette publique, la charge d'intérêt pèsera de plus en plus sur les finances de l'État, ce qui accroîtra les difficultés du gouvernement à mettre en œuvre l'ajustement budgétaire afin de stabiliser la dette publique à l'horizon 2020. Compte tenu de ces éléments, nous prévoyons une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB en 2012 et de 0,5 point de PIB en 2013. Le déficit budgétaire serait stable à 9,2 % du PIB en 2012, et se dégraderait à 9,8 % du PIB en 2013.

... sera soutenu par la demande interne

La consommation des ménages, tirée par la hausse du revenu disponible, a été très dynamique au deuxième semestre 2011. Elle a ainsi contribué pour moitié à la croissance du PIB sur cette période. L'amélioration de l'indice de confiance des consommateurs se poursuit (+1,3 point en moyenne sur la période janvier-février 2012 par rapport au quatrième trimestre 2011), et les ventes de détail sont en hausse de 1,7 % en janvier en glissement annuel. La consommation continuerait ainsi de croître à un rythme modéré début 2012, stimulée par les subventions publiques à l'achat de voitures à faible consommation d'énergie. Elle progresserait ensuite à un rythme régulier, soutenue par l'amélioration du revenu disponible net. Début 2012, les besoins de main-d'œuvre liés à la reconstruction bénéficieraient à l'emploi, puis les entreprises privilégieraient une hausse de la durée du travail, toujours inférieure de 5 heures par mois en moyenne par rapport à la situation prévalant avant la crise de 2008. Ces deux facteurs contribueraient à soutenir la progression du revenu disponible des ménages. Avec la diminution tendancielle de la population active et la hausse de l'emploi début 2012, le taux de chômage baisserait légèrement dans un premier temps, pour atteindre à 4,4 % fin 2012, puis se stabiliserait à ce niveau. Ce haut niveau de chômage, en comparaison des niveaux d'avant-crise, ainsi que les incertitudes concernant de futures hausses d'impôt et la réforme à venir de la protection sociale, pousseraient les ménages à conserver un taux d'épargne proche de 11 %, contre 8,3 % en moyenne sur la période 2002-2007. Le rétablissement de leur taux de marge par les entreprises pèse toujours sur le salaire horaire et sur les prix à la consommation. La poussée des prix du pétrole ramènerait la croissance de l'indice

des prix à la consommation temporairement en territoire positif. Celui-ci augmenterait de 0,1 % en 2012 avant une reprise des pressions déflationnistes en 2013, l'IPC reculant de nouveau, de 0,1 % en moyenne annuelle.

L'investissement productif, après deux années de stagnation, a fortement rebondi, de 4,8 % au dernier trimestre 2011 en glissement trimestriel. La production industrielle a retrouvé son niveau de 2010, le taux d'utilisation des capacités de production est passé de 86,7 à 92,4 entre novembre 2011 et janvier 2012, et les commandes de machines ont progressé de 8,5% en glissement annuel en janvier. Les enquêtes auprès des entreprises indiquent des conditions favorables pour la poursuite d'une hausse de l'investissement des entreprises : les capacités de production excédentaires se sont fortement réduites depuis 2009, la situation financière des entreprises s'améliore, les conditions de crédit sont accommodantes, y compris pour les petites entreprises. Compte-tenu des pertes de capacités de production subies en 2011, le rebond de l'investissement productif se poursuivrait en 2012, celui-ci augmentant de 7,7 %. Son rythme de croissance s'établirait à +3,5% en 2013, du fait du ralentissement de la croissance de l'économie japonaise et du yen élevé qui continuerait de pénaliser la compétitivité des entreprises à l'international. Le taux d'investissement progresserait pour atteindre 13,9 % fin 2013.

Le commerce extérieur moins dynamique

Après le fort rebond des exportations en 2010 (+24,4 %), celles-ci ont stagné en 2011, à la suite des ruptures successives des chaînes d'approvisionnement. D'après les statistiques du commerce pour le mois de janvier et le début de février, le rebond attendu après les inondations en Thaïlande n'a pas encore eu lieu (-9,3 % en janvier 2012, -7,7 % sur les 20 premiers jours de février 2012, en glissement annuel). Les exportations souffrent du ralentissement du commerce mondial lié à la crise européenne, et du niveau élevé du yen. On prévoit une hausse de 3,6 % des exportations en 2012 (contre 9 % en moyenne entre 2002 et 2007), puis une accélération de la hausse (+4,4 %) en 2013, les exportations étant stimulées par le dynamisme des économies asiatiques, principaux partenaires du Japon. Les importations, très dynamiques en 2011 (+5,8 %), seront soutenues en 2012 par les importations de matières premières, principalement

pour faire face aux besoins des centrales thermiques. Elles progresseraient moins rapidement en 2013 (+3,2 %) avec le ralentissement de la croissance. La contribution du commerce extérieur à la croissance resterait négative en 2012 (-0,3 point de PIB) avant de redevenir positive en 2013 (+0,3 point de PIB).

Les risques énergétiques

L'économie japonaise, structurellement dépendante des approvisionnements extérieurs pour ses besoins énergétiques, est devenue encore plus dépendante de ses importations d'énergies fossiles, alors que les tensions sur les prix du pétrole se sont accentuées en 2011 et perdureront en 2012. L'impact de la hausse des prix du pétrole sur l'économie japonaise a été atténué par l'appréciation du yen : le prix du baril de pétrole en yen a augmenté de 27 % en moyenne en 2011 par rapport à 2010, et on prévoit une hausse supplémentaire de 10% en 2012 puis une stagnation en 2013. Cette hausse pèsera sur le pouvoir d'achat des ménages, notamment par le biais de hausses des prix de détail de l'électricité et du gaz. Les compagnies d'électricité japonaises révisent très régulièrement le prix de vente de l'électricité en fonction du prix des énergies importées pour la produire (pétrole, charbon, GNL), et l'arrêt des centrales nucléaires a augmenté leurs coûts de production ces derniers mois. La compagnie TEPCO projette ainsi une augmentation de 10 % de ses tarifs à destination des ménages cet été, et a planifié une hausse de 17 % du tarif à destination des entreprises à partir d'avril 2012. Globalement, la hausse du prix du pétrole augmenterait la hausse des prix à la consommation de 0,1 point en 2012. Cela diminuerait la production de 0,4 point de PIB en 2012 et de 0,1 point en 2013, *via* principalement une consommation des ménages moins dynamique.

Risque de pénuries d'électricité cet été

Dans notre scénario central, nous avons fait l'hypothèse que l'économie japonaise pourrait faire face cet été à un pic de consommation électrique, en combinant une hausse des capacités de production alternatives au nucléaire (principalement les centrales thermiques, et les générateurs privés), des mesures de restriction, et de fortes économies d'énergie de la part des ménages et des entre-

prises (notamment par une réorganisation des cycles de production pour privilégier les heures creuses).

Le risque d'un choc énergétique au troisième trimestre doit pourtant être envisagé. Les deux dernières centrales nucléaires en activité seront stoppées pour maintenance respectivement fin mars et fin avril 2012. Pour le moment, aucune décision n'a été prise de remettre en route les réacteurs à l'arrêt. Dans le cas où elles ne seraient pas redémarrées, les capacités de production électrique s'élèveraient à 166 GW cet été, d'après les projections de l'Institute of Energy Economics Japan (IEEJ), un institut lié au ministère du Commerce International et de l'Industrie (MITI). La demande d'électricité excéderait alors de 5,4 % l'offre, compte tenu d'économies d'énergie de 7 % dans le secteur résidentiel, de 11,3 % dans le secteur commercial et de 3,1% dans le secteur industriel. L'IEEJ chiffre la perte pour l'économie japonaise à 4 trillions de yen au troisième trimestre 2012, soit 3,1 points de PIB. Par rapport à notre scénario central, la croissance serait de seulement 0,1 % en 2012, et de -0,2 % en 2013 si ce scénario se prolongeait. L'impact passerait principalement par une contribution de la demande extérieure à la croissance en baisse de 1,3 point. Celle-ci serait due à une forte hausse des importations d'énergies fossiles, et à une chute des exportations (les entreprises privilégiant le marché intérieur). La stagnation de l'économie se traduirait par une hausse de 0,2 point du taux de chômage et une baisse de la contribution de la demande privée à la croissance de 0,4 point par rapport au scénario central.

Tableau 3. Effet attendu d'un maintien à l'arrêt des centrales nucléaires

En % du PIB	Prévision OFCE		Variante « crise énergétique »	
	2012	2013	2012	2013
Taux de croissance du PIB, dont :	1,9	1,5	0,2	-0,2
Demande privée	1,8	1,3	1,5	0,9
Demande publique	0,4	-0,1	0,3	-0,1
Demande extérieure	-0,3	0,3	-1,6	-1,0

Sources : Institute of Energy Economics Japan, calculs OFCE.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-1,8	-0,3	1,7	-0,2	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	4,7	-0,6	1,9	1,5
PIB par tête	-1,7	-0,1	1,7	-0,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	4,5	-0,6	2,0	1,5
Consommation des ménages	-1,1	0,3	1,0	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,6	0,0	1,4	0,7
Consommation publique	0,5	0,8	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	2,1	2,1	1,8	0,7
FBCF totale dont	-0,7	1,1	0,4	2,5	1,9	1,4	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	-0,1	0,6	6,1	3,3
Productive privée	-0,6	-0,1	0,3	4,8	2,0	1,5	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	7,7	3,5
Logement	1,6	-2,4	4,5	-0,7	3,0	2,5	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-4,6	5,1	7,6	5,7
Publique	-2,4	6,6	-1,6	-2,2	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-3,2	0,4	0,7
Exportations de biens et services	-0,3	-6,2	8,6	-3,1	1,0	1,5	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	24,4	0,0	3,2	4,4
Importations de biens et services	1,0	0,3	3,4	1,0	1,6	1,5	1,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	11,1	5,8	6,1	3,2
Variations de stocks, en points de PIB	-0,8	-0,7	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,3	-0,7	-0,8	-0,8
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	2,0	0,5	2,4	1,2
Variations de stocks	-0,8	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-1,1	0,9	-0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,0	-0,7	-0,3	0,3
Prix à la consommation*	-0,5	-0,4	0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-0,3	0,1	-0,1
Taux de chômage, au sens du BIT	4,8	4,6	4,4	4,5	4,7	4,5	4,5	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	5,1	4,6	4,5	4,4
Solde courant, en points de PIB	2,9	1,6	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	3,6	2,1	1,6	1,6
Solde public, en points de PIB													-8,1	-9,3	-9,2	-9,8
Impulsion budgétaire													0,6	0,1	0,4	0,5
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office ; Ministry of Internal Affairs and Communications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE mars 2012.

ROYAUME-UNI : EXERCICES D'ÉQUILIBRISTES

Catherine Mathieu

Département analyse et prévision

Le PIB britannique a baissé de 0,2 % au quatrième trimestre 2011 après avoir augmenté de 0,5 % au trimestre précédent. Au-delà de ces fluctuations trimestrielles, la reprise a clairement marqué le pas au second semestre. Ainsi, la hausse du PIB n'était plus que de 0,7 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2011, contre 1,6 % un an plus tôt. A partir d'avril 2011, la hausse du taux de chômage s'est accélérée, passant de 7,7 % à 8,4 % (mesuré au sens du BIT) en fin d'année, sous l'effet notamment d'une réduction de l'emploi public. Après avoir atteint 5,2 % en septembre 2011, l'inflation, mesurée en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a commencé à ralentir et n'était plus que 3,4 % en février 2012, notamment grâce à la sortie du glissement des prix en janvier de la hausse de la TVA de l'année précédente. Le déficit public aurait été de 8,3 % du PIB en 2011, et la dette publique brute (au sens de Maastricht) serait voisine de 84 % du PIB en ce début d'année (soit 67 % en termes de dette nette). Le gouvernement poursuit son objectif de réduction du déficit public et annonce qu'il réduira le déficit au sens de Maastricht à 2,9 % du PIB en 2016. En ce début de printemps 2012, les indicateurs signalent une embellie conjoncturelle. Mais ramener l'économie britannique sur le chemin de la croissance semble un exercice bien périlleux pour un gouvernement ancré, comme ailleurs en Europe, dans la restriction budgétaire.

Indicateurs conjoncturels : embellie à l'approche du printemps

Au second semestre 2011, le climat conjoncturel s'était dégradé de façon quasi généralisée au Royaume-Uni. Ainsi, les industriels sont devenus au fil des mois de plus en plus pessimistes, que ce soit en termes de carnets de commande, y compris à l'exportation, de

perspectives de production à court terme et d'investissement. La production manufacturière s'est stabilisée aux deuxième et troisième trimestres 2011 avant de baisser de 0,8 % au quatrième trimestre, restant encore près de 8 points en deçà de son niveau d'avant-crise. La baisse a été plus forte encore pour l'ensemble de la production industrielle, du fait de la chute continue depuis plusieurs années de la production énergétique (notamment en mer du Nord). La production industrielle était à la fin 2011 13 % en dessous de son niveau d'avant-crise. L'activité dans le bâtiment s'est *grosso modo* stabilisée, depuis 2010, 5 points en dessous de son niveau d'avant-crise. Enfin, la valeur ajoutée dans les services, principal moteur de la croissance de la production britannique, s'est pour la première fois depuis le début de la reprise de 2009 stabilisée au quatrième trimestre 2011, laissant la valeur ajoutée dans les services 1,7 point en deçà de son niveau d'avant-crise. A la fin 2011, le PIB était inférieur de près de 4 points à son niveau du début 2008.

Mais une embellie se dessine depuis le début de l'année dans les résultats des enquêtes auprès des industriels comme des ménages. Dans l'industrie, les opinions se sont nettement redressées entre le point bas de décembre 2011 et mars 2012. Cette embellie est assez spectaculaire en ce qui concerne les opinions sur les carnets de commande et les perspectives de production qui ont pratiquement retrouvé en trois mois leur niveau de mars 2011. L'amélioration est beaucoup plus modérée du côté des ménages. La confiance des ménages s'est dégradée jusqu'à la fin 2011 et se redresse légèrement depuis. L'indice des ventes de détail en volume, après avoir légèrement baissé en milieu d'année, est à nouveau en hausse (de l'ordre de 1 % en rythme annuel). Au total, les indicateurs conjoncturels suggèrent une croissance légèrement positive au premier trimestre 2012. Le Royaume-Uni échapperait de justesse à une entrée en récession. L'organisation des jeux olympiques à Londres devrait avoir un effet positif sur la croissance, principalement au troisième trimestre, difficile à quantifier précisément, mais figurant implicitement dans notre prévision.

Politique économique : activisme monétaire, restriction budgétaire

Alors que la politique budgétaire est franchement restrictive, c'est à la seule politique monétaire que revient la tâche de soutenir

l'activité. Le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a massivement soutenu la croissance depuis le début de la crise, laissant de côté le respect de l'objectif d'inflation qui lui est donné par le gouvernement. Le CPM a en effet pour mandat de tout mettre en œuvre pour que l'inflation soit proche de 2 % (en termes d'IPCH), dans une fourchette de +/-1 %. Or l'inflation a franchi 3 % à l'automne 2010, pour accélérer ensuite et atteindre 5,2 % en août 2011. Mais le CPM a laissé son taux directeur inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, et a par deux fois augmenté son programme d'achats d'actifs publics depuis l'automne dernier : le portant à 275 milliards de livres en octobre, puis à 300 milliards de livres en février 2012. Le CPM avait jusqu'ici justifié l'absence de durcissement de sa politique par le caractère temporaire de l'accélération de l'inflation (du fait de deux hausses successives de TVA en janvier 2010 et janvier 2011 et de la hausse des prix des matières premières), alors que l'économie est en sous-emploi ; mais à plusieurs reprises quelques membres du Comité de politique monétaire avaient craint que l'inflation ne ralentisse pas et avaient voté pour une hausse du taux directeur. Au début du printemps 2012, les membres du CPM étaient en grande majorité favorables à un *statu quo* monétaire, à l'exception de deux d'entre eux (David Miles et Adam Posen) souhaitant une hausse de 25 milliards du programme d'achats d'actifs.

Les conditions monétaires, internes comme externes, restent dans l'ensemble favorables. Elles se sont même détendues en ce qui concerne les taux d'intérêt. Ainsi, le taux d'intérêt public à 10 ans a baissé parallèlement à l'aggravation de la crise dans la zone euro, et n'était plus que de 2,2 % à la mi-mars, soit 0,3 point au-dessus du taux allemand, alors que l'écart, à titre de comparaison, était de près d'1 point pour le taux français. L'évolution des taux d'intérêt britanniques depuis le début de la crise de la dette grecque est une nouvelle illustration, à l'instar de l'exemple du Japon et des Etats-Unis, de ce que les pays ayant une véritable banque centrale ne sont pas soumis à la défiance des marchés comme le sont les pays de la zone euro. La livre sterling est restée à peu près stable par rapport à l'euro au cours des derniers mois.

Sous nos hypothèses d'une légère hausse des prix du pétrole en dollars cette année et d'une stabilisation l'an prochain, et en tenant compte d'une légère appréciation de la livre face au dollar cette

année suivie d'une légère dépréciation en 2013, les prix du pétrole s'apprécieraient d'environ 13 % cette année en moyenne annuelle et de 2 % l'an prochain. Du fait du niveau élevé du chômage, les pressions salariales seraient inexistantes et l'inflation reviendrait en dessous de 3 % en 2013. Le taux directeur resterait inchangé.

Le budget présenté le 21 mars 2012 est basé sur les prévisions de croissance de l'OBR (*Office for Budget Responsibility*) de 0,8 % en 2012 et 2 % en 2013. La prévision semble réalisable pour 2012, mais optimiste pour 2013.

Le budget maintient le cap de l'austérité budgétaire à moyen terme, tout en relâchant quelque peu la pression sur les dépenses publiques à court terme. Ainsi, la consommation publique augmenterait de 0,5 % en volume en 2012 (au lieu d'une baisse annoncée de 1,2 % dans le budget de 2011) et baisserait de 1,1 % en 2013. L'investissement public baisserait de 5,3 % en volume cette année (au lieu d'une baisse annoncée de près de 10 % dans le budget de mars 2011) et de 3,5 % l'an prochain. Du côté des recettes, le budget annonce deux mesures symboliques. La première est l'abaissement du taux marginal d'imposition sur les revenus le plus élevé de 50 % à 45 % en avril 2013 (moindres recettes attendues : 50 millions de livres sterling en 2013-2014¹ (100 millions en année pleine soit 0,006 point de PIB). La mesure, d'un impact budgétaire très faible, est purement symbolique. Elle rompt avec la ligne qu'avait développée jusqu'ici le chancelier de l'Echiquier, d'une rigueur mettant à contribution toutes les classes de revenus. Cette baisse du taux marginal supérieur de l'IR est supposée être compensée en termes de recettes par la mise en place à partir du 22 mars 2012 d'une taxe de 7 % sur l'achat de propriétés résidentielles d'une valeur de plus de 2 millions de livres (150 millions de recettes attendues en 2012-13). La deuxième annonce est celle de l'accélération de la baisse du taux de l'impôt sur les sociétés (IS), de 26 % à 24 % dès cette année (au lieu de 25 % précédemment annoncés), soit de moindres recettes de 405 millions de livres en 2012-2013 et 700 millions en 2013-14. La baisse du taux de l'IS est une mesure 'phare' du gouvernement, qui veut marquer son ambition de faire du Royaume-Uni le pays ayant le système d'imposition des entreprises le plus compétitif du G20. Le taux de

1. L'exercice budgétaire court d'avril à mars au Royaume-Uni.

l'IS doit être abaissé, en principe d'un point chaque année, jusqu'au niveau de 20 %. En 2013, le relèvement du seuil d'imposition à l'impôt sur le revenu se traduira par 3,3 milliards de recettes en moins. Les recettes seront par ailleurs augmentées par de multiples mesures, dont une hausse de l'impôt bancaire (420 millions en 2013-2014), le gel de certaines prestations pour les personnes âgées (360 millions). Au total, les nouvelles mesures du budget 2012 se traduisent par un déficit supplémentaire cumulé de 3 milliards de livres en 2012-2013 et 2013-2014, soit 0,1 point de PIB par an.

L'effort budgétaire annoncé dans le budget 2012 est de l'ordre de 1,8 point de PIB par an en 2012 et 1,3 en 2013. Ceci conduirait sous nos hypothèses de croissance à un déficit de 7,5 % du PIB en 2012 et de 6,9 % en 2013.

Perspectives pour 2012-2013 : la croissance sur un fil

Pour relancer la croissance, le gouvernement britannique compte uniquement sur le secteur privé et avant tout sur l'investissement des entreprises. Après s'être détériorées en 2011, les opinions des industriels sur leurs perspectives d'investissements se sont seulement stabilisées en début d'année 2012. La demande intérieure, publique comme privée, est peu porteuse. La hausse des salaires nominaux a ralenti, passant à 1,4 % seulement à la fin 2011, contre 2,4 % un an plus tôt, soit un rythme très inférieur à l'inflation. D'ici à la fin 2013, le ralentissement de l'inflation permettra seulement aux ménages de ne plus perdre de pouvoir d'achat. Le relèvement du seuil de l'impôt sur le revenu allègera quelque peu la fiscalité portant sur les ménages, mais l'évolution du marché du travail sera déterminante. Sous nos hypothèses de croissance, le taux de chômage continuera à augmenter pour atteindre 9 % au second semestre 2013. La consommation des ménages restera modérée, en supposant un taux d'épargne stable autour de 6 %. Les ménages continuent à se désendetter : le ratio de leur dette totale rapportée à leur revenu annuel est en baisse régulière depuis le début 2009, étant passé du niveau record de 1,65 à 1,47 au troisième trimestre 2011. Des années de désendettement seront encore nécessaires pour que le taux d'endettement rejoigne son niveau moyen des années 1980-1990, proche de 1.

Les exportateurs britanniques souffrent de la faible demande intérieure dans la zone euro, premier débouché pour leurs exportations. Au second semestre 2011, les exportations de marchandises britanniques n'ont quasiment plus progressé en volume vers la zone euro, alors qu'elles augmentaient fortement hors zone euro. Si le taux de change de la livre se déprécie légèrement à l'horizon 2013, les exportations britanniques pourraient enfin enregistrer de légers gains de parts de marché, jusqu'ici simplement stabilisées depuis la forte baisse de la livre (près de 25 % en termes de taux de change effectif réel en 2007),

Au total, la croissance serait de 0,7 % cette année et de 0,9 % l'an prochain. Le risque principal à l'horizon 2013 pour l'économie britannique, comme pour la plupart des pays européens, reste, comme nous l'avions déjà souligné lors de nos deux dernières prévisions, celui d'une nouvelle entrée en récession, sous l'effet de l'austérité budgétaire généralisée en Europe et, de ce fait, d'une demande extérieure trop faible pour tirer les exportations.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	0,1	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,0	0,9	0,7	0,9
PIB par tête	0,1	0,0	0,4	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	0,2	0,0	0,3
Consommation des ménages¹	-0,6	-0,3	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	-0,7	0,3	0,4
Consommation publique	-0,2	0,4	-0,3	1,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,5	1,5	0,3	0,5	-1,1
FBCF totale² dont	-0,6	1,3	-1,5	-2,9	1,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	3,2	-1,4	-0,6	1,1
Productive privée	-7,1	12,0	0,0	-5,7	1,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-2,3	0,4	0,6	2,0
Logement	1,2	1,3	-3,3	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	13,3	2,5	-0,3	1,8
Publique	18,8	-27,6	-3,8	4,1	3,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-1,2	-0,8	-1,3	7,8	-13,0	-5,3	-3,5
Exportations de biens et services	1,7	-2,1	-0,7	2,3	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	7,4	4,8	3,1	4,1
Importations de biens et services	-2,0	-0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	8,6	0,6	0,9	1,5
Variations de stocks, en points de PIB	-0,3	0,0	1,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,6	0,1	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	-0,7	0,3	0,1
Variations de stocks	-0,5	0,2	1,1	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,1	-0,3	0,0
Commerce extérieur	1,2	-0,4	-0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	1,2	0,7	0,8
Prix à la consommation³	4,2	4,4	4,7	4,7	3,9	3,3	3,1	2,5	2,2	1,6	1,6	1,5	2,3	2,3	3,6	2,2
Taux de chômage, au sens du BIT	7,7	7,9	8,3	8,4	8,6	8,8	8,9	8,9	9,0	9,0	9,1	9,1	7,9	8,1	8,8	9,1
Solde courant, en points de PIB	-2,0		-3,3		-2,6		-2,8		-2,9		-3,0		-3,3	-2,6	-2,7	-2,9
Solde public⁴, en points de PIB													-10,0	-8,3	-7,5	-6,9
Impulsion budgétaire													-2,5	-2,7	-1,8	-1,3
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. Hors opérations exceptionnelles : le déficit affiché par le gouvernement sera plus faible en 2012, de fait de la nationalisation du fonds de pension de Royal Mail qui réduira le déficit d'1,8 point de PIB (soit un déficit de 5,7 % du PIB en 2012).

Sources : ONS (2nd estimate of Gross Domestic Product, 24 février 2012), prévision OFCE mars 2012.

ALLEMAGNE : RESTRICTION IMPORTÉE

Sabine Le Bayon

Département analyse et prévision

Après un bon démarrage, l'année 2011 s'est conclue sur un recul du PIB de 0,2 % au dernier trimestre du fait de la baisse des exportations et de la consommation privée. Certes la croissance en moyenne annuelle en 2011 est enviable (3,1 %, contre 1,7 % dans la zone euro), mais les perspectives pour 2012 et 2013 sont nettement orientées à la baisse. En particulier, l'Allemagne va pâtir de la restriction budgétaire importante de ses principaux partenaires commerciaux et de la flambée des prix du pétrole. En revanche, la baisse du taux de chômage et des hausses de salaires un peu plus élevées devraient soutenir la consommation des ménages quand les tensions inflationnistes s'apaiseront. L'impulsion budgétaire serait faiblement négative en 2012 et 2013 en Allemagne, l'amélioration des finances publiques en 2011 laissant des marges de manœuvre plus amples au gouvernement en place. Ainsi, après avoir atteint 1% du PIB en 2011, le déficit public devrait rester proche de ce ratio en 2012 et 2013. La dette publique brute resterait contenue, autour de 80 % du PIB. Contrairement à la zone euro dans son ensemble, l'Allemagne ne rentrerait pas en récession mais son PIB croîtrait faiblement (0,3 % en 2012 puis 0,8 % en 2013).

Une année 2011 contrastée

Le recul du PIB au quatrième trimestre 2011 est amplement imputable au commerce extérieur, avec une contribution de -0,3 point. Les exportations ont en effet baissé de 0,8 % en volume (0,3 % pour les seules marchandises), la demande adressée ayant pour sa part diminué de 0,9 % sur ce trimestre. C'est la chute du commerce dans la zone euro qui explique ce résultat alors que les exportations ont continué à progresser nettement vers les autres zones, notamment l'Asie. Si la fin de l'année 2011 apparaît morose

en termes de croissance et de perspectives commerciales, l'année 2011 s'est globalement révélée favorable pour l'économie allemande : la croissance a été forte, le déficit public s'est fortement réduit, le taux de chômage a poursuivi sa baisse, la consommation des ménages s'est bien tenue en moyenne, le solde commercial est resté élevé et les entreprises industrielles ont restauré en partie leurs marges grâce à la vigueur de la reprise.

Au-delà des variations erratiques d'un trimestre à l'autre, la consommation des ménages a progressé de 1,4 % en 2011, une des meilleures performances depuis 2001. Non seulement le revenu réel a été assez dynamique comme en 2010, mais le taux d'épargne a aussi baissé (tableau 1). Alors que les prestations sociales et les impôts et cotisations ont amputé le revenu, ce dernier a été largement soutenu par une accélération de la masse salariale, des revenus des entrepreneurs individuels et des revenus du patrimoine. En 2011, alors que les accords salariaux en vigueur n'avaient guère été plus favorables qu'en 2010, avec des hausses de salaires négociées de 1,7 % (tableau 1), les salaires horaires effectifs ont augmenté plus vigoureusement (2,7 %, contre 0,2 % en 2010). En effet, de nombreuses primes ont été distribuées par les entreprises, en particulier dans le secteur automobile. Dans la métallurgie, ces primes visaient à compenser les faibles hausses de salaires négociées pendant la crise. De plus, comme la hausse du temps de travail s'est poursuivie (après le fort ajustement à la baisse de 2009), les salaires par tête ont progressé de 3,3 %. De ce fait et malgré l'accélération de l'inflation, les salaires réels ont crû de 1,1 %. L'emploi a continué de progresser (1,3 %), même s'il faut préciser que 40 % des créations d'emplois soumis à cotisations sociales en 2011 étaient à temps partiel. Le taux de chômage a poursuivi sa décroissance fin 2011 et début 2012, mais à un rythme moins rapide qu'au début de l'année 2011. En février 2012, il atteignait 6,8 % selon l'Agence pour l'emploi. Alors qu'en 2010, la baisse de la population active de 0,2 % avait facilité la diminution du taux de chômage, cela n'a pas été le cas en 2011 : malgré le recul de la population en âge de travailler (de l'ordre de -0,1 % par an), la population active a progressé de 0,2 %, du fait de la hausse du taux d'activité.

Tableau 1. Quelques éléments sur les revenus des ménages allemands

En points de PIB				
	2008	2009	2010	2011
Emploi	1,3	0,1	0,5	1,3
Salaire horaire conventionnel	2,8	2,0	1,6	1,7
Salaire horaire nominal	2,5	3,1	0,2	2,7
Dérive entre salaire négocié et salaire effectif	0,3	-1,0	1,4	-1,0
Durée du travail	-0,2	-3,3	2,0	0,6
Salaire par tête nominal	2,3	-0,3	2,2	3,3
Salaire par tête réel	0,6	-0,4	0,2	1,1
Masse salariale nominale	3,8	-0,2	2,7	4,7
Prestations sociales	0,8	8,4	1,2	-1,4
Impôts et cotisations	5,8	0,1	-0,1	6,7
Revenus des entrepreneurs et du patrimoine	4,3	-7,9	2,3	5,8
Revenu nominal	2,7	-0,7	2,9	3,2
Revenu réel	1,0	-0,8	1,0	1,1
Taux d'épargne	10,1	9,4	9,7	9,4
Consommation réelle	0,5	0,1	0,6	1,4

Sources : Statistisches Bundesamt, Global Insight.

La situation des entreprises s'est nettement améliorée depuis 2009. Même si le taux de marge des entreprises reste inférieur à son niveau d'avant-crise dans l'industrie (de 3 points), il s'est bien redressé, après avoir chuté de 13 points au plus fort de la crise. L'accélération des salaires a en effet été plus que compensée par la reprise de la productivité. Les coûts salariaux unitaires dans l'industrie sont certes encore supérieurs de 16 % au creux d'avant-crise (contre 30 % en 2009), mais les entreprises ont semble-t-il fait des efforts sur leurs marges à l'exportation car la compétitivité des exportations allemandes ne s'est pas dégradée par rapport à l'ensemble des pays de la zone euro, contrairement à ses coûts salariaux unitaires. Bien qu'inférieur aux ratios d'avant-crise, l'excédent commercial allemand (6 % du PIB en 2011) constitue une bonne performance dans ce contexte de fort ralentissement économique dans la zone euro et d'envolée du prix de l'énergie. La hausse des importations énergétiques a amputé le solde de 1,1 point de PIB. L'excédent vers la zone euro, quoique toujours important, s'est un peu réduit, à 3,1 % de PIB (contre 4,8 % en 2007), alors qu'il augmentait vis-à-vis de la France (1,4 %). Enfin, le déficit s'est un peu réduit à l'égard de l'Asie et de la Chine en particulier.

Du côté des finances publiques, l'amélioration du déficit en 2011 a été impressionnante, puisqu'il est passé de 4,3 % du PIB en 2010 à 1 %. Alors que le gouvernement prévoyait encore un déficit de 2,5 % du PIB en avril 2011, les estimations n'ont cessé d'être revues à la baisse au fur et à mesure des bonnes nouvelles concernant les recettes fiscales. En plus de la forte croissance, ces dernières ont bénéficié d'une élasticité au PIB supérieure à l'unité, ce qui est usuel en phase de reprise. Par ailleurs, alors qu'en 2010, les transferts en capital avaient atteint 1,3 point de PIB, principalement du fait de l'intégration du portefeuille à risque d'Hypo Real Estate (HRE) par la FMS Wertmanagement¹, cela n'a pas été le cas en 2011. Enfin, les mesures structurelles ont compté pour 0,9 point de PIB tant en raison de la fin progressive du plan de relance de 2009 que des mesures de consolidation budgétaire adoptées en juillet 2010 (hausse de taxes indirectes et de taux de cotisations sociales).

2012-2013 : la fin des années fastes post-crise

Avec un acquis de 0,2 % fin 2011 et une faible croissance tout au long de l'année 2012 (entre 0 et 0,2 % par trimestre), le PIB ne croîtrait que de 0,3 % en 2012. La croissance serait légèrement supérieure en 2013 (0,8 %). Alors que l'Allemagne avait presque refermé son écart de production en 2011 (-0,2 % du PIB potentiel selon le gouvernement, -0,8 % selon l'OCDE), la faible croissance en 2012 puis 2013 conduirait à un élargissement de cet écart². L'Allemagne va pâtir de la hausse du prix du pétrole, qui continuera d'éroder le pouvoir d'achat des ménages. De plus, la restriction budgétaire qui va se poursuivre chez ses principaux partenaires devrait amputer sa croissance de 1,2 point en 2012 et 1 point en 2013. L'Allemagne va toutefois bénéficier d'une situation de ses entreprises et du marché du travail assez favorable et d'une impulsion budgétaire nettement moins négative que dans le reste de la zone euro (-0,3 % en 2012, puis -0,1% en 2013).

Après un recul fin 2011, les exportations devraient être stables au premier semestre 2012, avant de progresser à nouveau en fin

1. Il s'agit de la structure publique de défaillance créée pour assainir le bilan d'HRE lors de sa nationalisation en 2009.

2. Selon les estimations du gouvernement, la croissance potentielle atteindrait 1,5 % à l'horizon de notre prévision.

d'année puis en 2013. La stabilisation des commandes étrangères dans le secteur manufacturier au quatrième trimestre 2011, après une contraction de 3,9 % au trimestre précédent, est à cet égard un signal encourageant (la chute des commandes en provenance de la zone euro est compensée par la reprise de celles hors zone euro). Les importations étant un peu plus dynamiques que les exportations, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative en 2012 comme en 2013. La contribution de la demande intérieure au PIB resterait positive, quoiqu'en ralentissement.

Malgré ce contexte morose peu favorable aux négociations salariales en cours, les salariés vont en partie bénéficier en 2012 des accords négociés en 2011 (3 % de hausses de salaires selon l'institut WSI) Nous inscrivons donc en prévision des augmentations négociées de l'ordre de 2,5 % en 2012 puis 2013, soit supérieures à 2011. En revanche, il y aurait moins de primes et les salaires effectifs devraient moins augmenter que les salaires négociés. L'emploi croîtrait peu (0,3 %) et le revenu disponible des ménages serait donc moins dynamique, justifiant une croissance de la consommation réelle moindre qu'en 2011. Le taux de chômage continuerait de baisser un peu, face à la faiblesse de la croissance de la population active (0,1 % en 2012 puis 2013 en supposant une hausse du taux d'activité).

La consolidation budgétaire sera moins forte en 2012 et 2013 qu'initialement prévu. Certes des baisses de dépenses devraient intervenir à différents niveaux de l'administration (communes et Etat, Agence pour l'emploi...), mais plusieurs mesures annoncées en novembre 2011 vont nettement limiter la restriction (hausse de l'investissement public dans les transports, baisse de l'impôt sur le revenu de 0,1 point...). Ce sera aussi le cas de la baisse du taux de cotisations retraites en 2012 (de 19,9 % à 19,6 %), liée au surplus de la caisse de retraites. La hausse du taux de cotisations sociales pour la dépendance (de 1,95 % à 2,05 % en 2013) devrait être globalement neutre puisqu'elle servira à augmenter les prestations de dépendance. Etant donné la faible croissance que nous prévoyons, le déficit public se creuserait, à 1,1% du PIB en 2012 et 1,3 % en 2013. Contrairement à la situation de 2010 et 2011 où le solde s'était plus amélioré qu'anticipé, le gouvernement allemand ne respecterait pas ses objectifs en 2012 et 2013 (respectivement 1 % du PIB et 0,5 %), mais la situation des finances publiques resterait largement sous contrôle.

Tableau 2. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,3	0,3	0,6	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,6	3,1	0,3	0,8
PIB par tête	1,3	0,3	0,6	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	3,7	3,0	0,4	0,9
Consommation des ménages	0,6	-0,7	1,2	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	1,4	0,4	0,8
Consommation publique	0,1	0,8	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	1,4	0,7	0,3
FBCF totale dont	3,7	0,1	0,5	1,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	5,4	6,6	1,7	2,0
Productive privée	0,2	1,0	2,1	0,4	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	9,7	7,4	1,7	1,6
Logement	7,9	-0,1	-0,4	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,2	6,4	1,3	1,0
Publique	1,0	-4,2	-0,5	3,7	0,5	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-1,9	1,7	4,2	8,0
Exportations de biens et services	1,6	2,7	2,6	-0,8	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	13,4	8,4	1,5	1,3
Importations de biens et services	1,0	2,9	2,7	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	11,5	7,5	2,3	1,7
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,0	-0,2	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,5	2,2	0,7	0,9
Variations de stocks	-0,1	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,4	0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	0,9	-0,2	-0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	2,2	2,5	2,6	2,6	2,2	2,0	2,0	1,8	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2	2,5	2,0	1,4
Taux de chômage, au sens du BIT	6,1	5,9	5,7	5,4	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,3	5,3	5,2	6,8	5,8	5,5	5,3
Solde courant, en points de PIB													5,7	5,3	4,3	3,4
Solde public, en points de PIB													-4,3	-1,0	-1,1	-1,3
Impulsion budgétaire													1,2	-0,9	-0,3	-0,1
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE mars 2012.

ITALIE : LE PARI DE MARIO MONTI

Céline Antonin

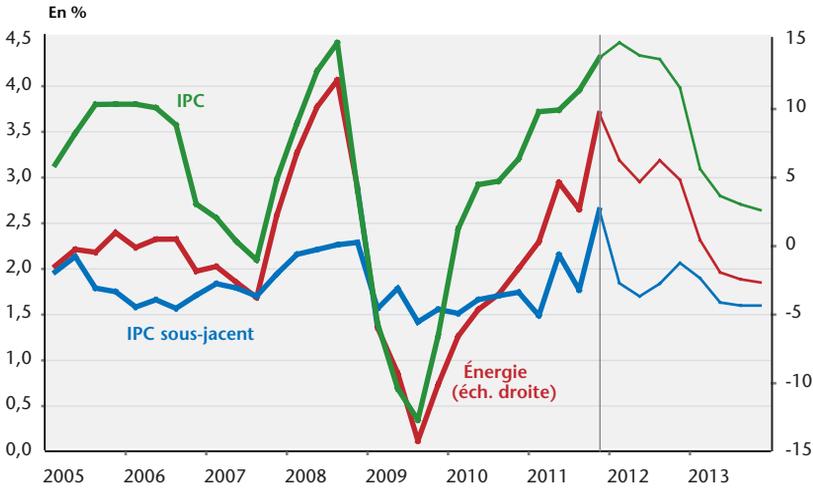
Département analyse et prévision

Après un premier semestre plutôt encourageant et un acquis de croissance de 0,5 %, l'Italie est entrée en récession fin 2011, avec deux trimestres consécutifs de baisse du PIB. La baisse a été particulièrement marquée au dernier trimestre, avec une chute du PIB de 0,7 %, l'une des plus mauvaises performances de la zone. Le recul du PIB au troisième trimestre était resté contenu, la contribution positive du commerce extérieur ayant permis de limiter l'effet négatif du fort déstockage (contribution de -0,7 point à la croissance) et de la baisse de la demande interne (contribution négative de -0,5 point). Au dernier trimestre, en revanche, la baisse considérable des importations (-2,5 %) n'a pas permis de compenser la baisse de la consommation privée et publique, et surtout n'a pas réussi à enrayer la chute de la FBCF. Cette situation s'explique surtout par le fort resserrement budgétaire et la remontée du coût de financement pour les entreprises et les particuliers.

L'arrivée au pouvoir de Mario Monti, dont l'objectif explicite est l'assainissement des finances publiques et le renforcement de la compétitivité italienne, semble avoir rassuré les marchés et les investisseurs. Pourtant, le défi est de taille. En réduisant le déficit à marche forcée avec un troisième plan d'austérité voté en urgence en 2011, l'Italie devrait connaître une année 2012 difficile, avec une contraction du PIB de 1,7 %. Autant les réformes structurelles initiées par le gouvernement Monti (notamment le plan Cresci Italia, voir infra) pour restructurer les secteurs les moins compétitifs et libéraliser le marché du travail vont dans le bon sens, autant la purge des finances publiques, en période de récession, pourrait affaiblir une Italie déjà convalescente.

Du côté des ménages, après une forte hausse du revenu disponible brut réel au deuxième trimestre 2011 (+3,6 %), ce dernier a baissé au deuxième semestre, entraînant dans son sillage la consommation. La baisse de la richesse financière, la poussée du chômage et le maintien de l'inflation à des niveaux élevés (2,9 % en moyenne en 2011, avec une poussée au dernier trimestre) ont rogné leur pouvoir d'achat des ménages et sapé leur confiance.

Graphique 1. IPC, IPC sous-jacent et indice des prix à l'énergie



Sources : Eurostat, prévision de mars 2012.

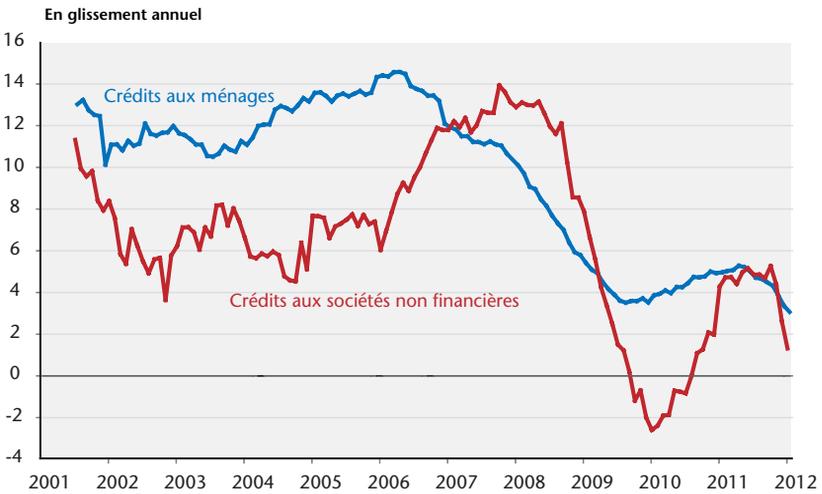
Au dernier trimestre 2012, l'inflation a retrouvé les niveaux de l'été 2008 (graphique 1), alimentée par la hausse du prix du pétrole d'une part et les hausses de la fiscalité d'autre part, avec notamment le relèvement d'un point du taux de TVA normal le 17 septembre 2011, l'augmentation de la taxation des actifs financiers et l'augmentation des droits d'accise. En 2011, les progressions les plus marquées ont concerné les prix des transports (+6,2 % par rapport à 2010), ceux du logement, de l'eau, de l'électricité et des carburants (+5,2 %) et ceux des boissons alcoolisées et du tabac (+3,5 %).

Quant aux valeurs mobilières, l'indice MIB de la Bourse de Milan a perdu un tiers de sa valeur au cours de l'année 2011, retrouvant même son point bas de 2009 à l'automne.

Le taux de chômage est également remonté au deuxième semestre 2011 pour atteindre 9,2 % en janvier 2012, un niveau inégalé depuis 10 ans. Seul amortisseur, le chômage partiel, indemnisé par la Cassa Integrazione Guadagni, s'est remis à progresser fin 2011, ce qui, à l'aune de la hausse du chômage, témoigne de la baisse du niveau d'activité.

La croissance du crédit bancaire s'inscrit en net ralentissement fin 2011-début 2012 (graphique), avec une faible reprise du taux de croissance mensuel en janvier pour les entreprises (+0,6 %, après -2,3 % en décembre 2011), et une baisse du crédit à la consommation et à l'immobilier pour les ménages (-0,2 % en janvier). A cela s'ajoute la hausse des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits, qui suivent les mouvements de la courbe des taux : entre décembre 2010 et décembre 2011, ils sont passés de 2,97 à 3,99 % pour les ménages, et de 2,79 à 4,18 % pour les entreprises (graphique 2).

Graphique 2. Évolution du crédit aux ménages et aux sociétés non financières



À moyen terme, nous faisons l'hypothèse de la détente des taux obligataires italiens à 10 ans et d'un retour à un écart de taux constant avec l'Allemagne, ce qui devrait contenir la dégradation des conditions de crédit aux ménages et aux entreprises. Malgré cela, en 2012, la consommation des ménages devrait continuer à se contracter sous l'effet de la hausse de la fiscalité (relèvement de

deux points de la TVA à taux normal et réduit le 1^{er} octobre 2012, réintroduction de l'impôt foncier), de la poursuite de la hausse du chômage inscrite en prévision, et de la remontée du taux d'épargne. Nous anticipons en effet que les ménages affectés par des pertes de richesse sur leurs actifs (principalement investis en titres souverains mais aussi dans la Bourse italienne) vont vouloir reconstituer leur épargne en augmentant leur épargne de précaution. Ainsi, la consommation des ménages continuerait à baisser de -1,9 % en 2012, puis de 0,8 % en 2013, surtout si des mesures d'austérité supplémentaires viennent à être votées.

L'Italie est encore en train de purger son excès de capacités dans les secteurs peu compétitifs. Du côté des entreprises, l'indice de production industrielle a décliné au deuxième semestre 2011, creusant un peu plus l'écart avec son niveau d'avant-crise, de même que le taux d'utilisation des capacités (inférieur de 8 points à son niveau d'avant-crise). L'investissement productif a baissé à partir de mi-2011, et le taux de marge des entreprises s'est dégradé dans tous les secteurs, à l'exception du bâtiment. L'emploi total a baissé au deuxième semestre 2011, ce qui n'a pas permis à la productivité d'augmenter, en raison d'une baisse de la valeur ajoutée. Dans notre prévision, nous anticipons la poursuite de la baisse du taux d'investissement productif, contraint par des marges très comprimées, la baisse des TUC et la faiblesse de la demande interne. En conséquence, la FBCF baisserait fortement en 2012 et 2013 de 6,6 % puis 4,3 %, ce que corroborent les enquêtes auprès des industriels (carnets de commandes dégarnis, confiance au plus bas).

En lien avec la faiblesse de la demande interne, les importations ont reculé tout au long de l'année 2011, entraînant une baisse du taux de pénétration. Les exportations ont néanmoins progressé à un rythme soutenu, permettant au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance. En 2012, la baisse des importations se poursuivrait, les exportations nettes contribuant positivement à la croissance. Cela étant, la rigueur généralisée dans les pays de la zone euro aura un impact sur la demande adressée, l'Italie réalisant 56 % de ses exportations vers l'Union européenne¹. Les exportations ne devraient progresser que grâce aux pays émergents (14 % des exportations italiennes).

1. D'après la base de données CHELEM, 2010.

Le principal défi de l'Italie vient toujours de ses finances publiques. Avec une dette estimée à 1 905 milliards d'euros en 2011 (soit 120 % du PIB), le pays doit acquitter un montant élevé d'intérêts (au taux de 4,9 % en 2011), qui rend difficile la résorption du déficit, même en présence d'un excédent structurel primaire (2,23 % du PIB en 2011). Début 2012, le dépassement du seuil de 7 % sur les taux des obligations souveraines à 10 ans, portant l'écart avec l'Allemagne à 520 points de base, a suscité de fortes craintes sur la soutenabilité de la dette publique italienne. L'action du gouvernement Monti, qui a promis de restaurer l'équilibre des finances publiques et voté, dès décembre 2011, un nouveau plan d'austérité, semble avoir rétabli la confiance, car les taux se sont détendus à la fin du premier trimestre 2012, et atteignent 4,8 % en mars 2012, l'écart avec l'Allemagne s'étant réduit à 280 points de base. L'action de la BCE (rachat de titres publics et offre de refinancement de 1 000 milliards d'euros) a également contribué à fournir des liquidités aux banques italiennes et participé à la détente des taux obligataires.

En 2011, trois plans d'austérité se sont succédé : après les plans de juillet et août 2011 (DL 98/2011 et DL 138/2011), visant à économiser 145 milliards d'euros sur 4 ans, la détérioration du cadre macroéconomique a poussé le gouvernement à revoir le scénario de prévision et à faire voter un ultime paquet budgétaire correctif en décembre 2011 (*Salva Italia*, Sauver l'Italie) pour permettre la confirmation des objectifs de finances publiques déjà programmés (tableau). La loi de stabilité 2012 n'a quant à elle pas modifié les soldes de finances publiques. L'objectif d'équilibre du bilan avait d'abord été prévu pour 2014, mais le plan d'austérité d'août 2011 l'a avancé d'un an, en 2013.

Les plans de juillet et août 2011² incluaient déjà un grand nombre de mesures d'austérité. Côté dépenses, ils prévoyaient le gel des salaires des fonctionnaires jusqu'en 2013, la baisse des effectifs dans le secteur public, la baisse des budgets dans les ministères et des dépenses dans le secteur de la santé. Côté recettes, l'augmentation des droits d'accises, l'imposition majorée des revenus supérieurs à 300 000 euros par an et la lutte contre l'évasion fiscale étaient également au programme.

2. Voir « zone euro : coupée en deux », *Revue de l'OFCE*, oct. 2011.

Tableau. Chiffrage et répartition des mesures d'austérité

En milliards d'euros

	Plan de juillet 2011	Plan d'août 2011	Loi de stabilité 2012-2014	Plan de décembre 2011	Total	
2011	Recettes	1,9	0,7	0,0	0,0	2,6
	Dépenses	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
	Total	2,1	0,7	0,0	0,0	2,8
2012	Recettes	6,6	14,1	0,2	19,4	40,2
	Dépenses	1,0	-8,6	-0,2	-0,9	-8,7
	Total	5,6	22,7	0,4	20,2	48,9
2013	Recettes	13,3	22,1	-0,2	17,0	52,1
	Dépenses	-11,1	-7,7	-0,4	-4,4	-23,6
	Total	24,4	29,9	0,2	21,3	75,7
2014	Recettes	28,3	10,5	0,0	14,9	53,7
	Dépenses	-19,7	-1,3	-0,1	-6,5	-27,7
	Total	48,0	11,8	0,1	21,4	81,3
2011-2014 Total	80,1	65,1	0,7	63,0	208,8	

Source : Ministero dell' Economia e delle Finanze, *Le manovre di finanza pubblica del 2011*, janvier 2012.

Le plan de décembre 2011 porte quant à lui essentiellement sur la hausse des recettes. Parmi les mesures principales, outre la révision et la réévaluation du cadastre, un impôt municipal unique (IMU) sera introduit à titre expérimental, regroupant l'ancien impôt communal immobilier (ICI) – dont Berlusconi avait exonéré la résidence principale – et une taxe d'habitation, le tout étant fonction des revenus, du patrimoine et de la composition du ménage. Ces deux mesures rapporteront 10 milliards d'euros chaque année à partir de 2012. L'augmentation des droits d'accise devraient également rapporter 5,5 milliards d'euros chaque année, et de l'augmentation de deux points de la TVA à taux normal et à taux réduit fin 2012, 3,3 milliards d'euros. La part régionale de l'impôt sur le revenu devrait également augmenter de 0,9 à 1,23 %, et une nouvelle taxation sur les produits financiers, sur les comptes courants bancaires et sur les comptes de dépôt, sera également mise en place. Du côté des dépenses, l'essentiel des réformes porte sur la réforme du régime de retraite, pour une économie totale de 0,8 milliard d'euros en 2013, et 2,9 milliards d'euros en 2014. Cette réforme de fond prévoit notamment le durcissement des conditions d'accès aux indemnités de retraite anticipée pour tenir compte de l'allongement de la durée de vie, et le rapprochement des situations

vis-à-vis de la retraite pour les hommes et pour les femmes et pour les salariés du secteur privé et du secteur public. Elle prévoit également la désindexation des pensions, en 2012-2013, pour les indemnités de retraite supérieures à trois fois le niveau minimum.

Soulignons que ces mesures drastiques s'accompagnent d'un volet de croissance, le plan « Croissance de l'Italie » (*Cresci Italia*) adopté par le Conseil des ministres le 20 janvier 2012. Ce dernier prévoit une simplification des procédures administratives et des libéralisations dans les professions réglementées (pharmaciens, taxis, distributeurs de carburants), l'énergie, les transports, et les assurances. Des réformes complémentaires, concernant notamment la flexibilité du marché du travail sont en cours de discussion avec les partenaires sociaux.

Pour conclure, les deux prochaines années devraient être assez moroses en Italie. Les trois plans d'austérité, qui représentent un total de 49 milliards d'euros en 2012 et 76 milliards en 2013, se traduiront par des impulsions budgétaires très négatives (respectivement -2,9 et -1,7 point), plongeant ainsi le pays dans la récession. Etant donné cette récession et l'augmentation du taux d'intérêt sur la dette publique italienne (6 % en 2012), l'objectif du gouvernement d'atteindre l'équilibre budgétaire en 2013 ne devrait pas être réalisé et le déficit se réduirait plus lentement pour atteindre 1,7 % du PIB en 2013. Si le gouvernement tenait malgré tout à atteindre coûte que coûte son engagement, il devrait non seulement voter un nouveau plan d'austérité d'au moins 32 milliards d'euros en 2012 et 13 milliards en 2013, mais également faire face à une violente récession (-3,6 % en 2012 et -1,6% en 2013).

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	-0,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	1,8	0,5	-1,7	-0,9
PIB par tête	0,0	0,2	-0,3	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	1,3	0,1	-2,1	-1,3
Consommation des ménages	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	1,2	0,2	-1,9	-0,8
Consommation publique	0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9	-2,5	-2,4
FBCF totale dont	0,0	-0,1	-0,6	-2,4	-2,1	-2,0	-1,4	-1,6	-1,0	-0,8	-0,5	-0,5	1,7	-1,2	-6,6	-4,3
Productive	0,0	1,3	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,3	0,0	0,3	0,3	14,1	1,5	-4,6	-2,1
Construction totale dont	0,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-1,7	-0,1	-2,0	-1,1
Logement	1,6	-1,1	-1,2	-1,1	-1,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-4,8	-0,3	-5,6	-3,1
Exportations de biens et services	0,2	0,7	2,0	0,0	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	11,4	6,3	2,3	2,2
Importations de biens et services	-2,3	-1,4	-1,2	-2,5	-1,0	-0,6	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	12,4	1,0	-4,4	-0,4
Variations de stocks, en points de PIB	0,7	0,5	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,8	0,1	-0,6	-0,6
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,1	-0,2	-0,5	-1,0	-0,9	-0,8	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,9	-0,3	-3,0	-1,7
Variations de stocks	-0,7	-0,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,7	-0,7	0,0
Commerce extérieur	0,8	0,7	1,0	0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,4	1,5	2,0	0,8
Prix à la consommation (IPCH)*	2,3	2,9	2,7	3,7	3,2	3,0	3,2	3,0	2,3	2,0	1,9	1,9	1,6	2,9	3,1	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	8,1	8,2	8,4	8,7	9,1	9,3	9,5	9,6	9,7	9,7	9,6	9,6	8,4	8,4	9,4	9,7
Solde courant, en points de PIB													-3,4	-3,5	-3,3	-3,2
Solde public, en points de PIB													-4,6	-3,8	-2,8	-1,7
Impulsion budgétaire													-0,4	-1,2	-2,9	-1,7
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE mars 2012.

ESPAGNE : CHAMPIONNE DE LA RIGUEUR

Danielle Schweisguth

Département analyse et prévision

La timide reprise de l'économie espagnole qui s'était enclenchée au premier trimestre 2010 a tourné court fin 2011 avec une contraction du PIB de -0,3 % au quatrième trimestre. La consommation des ménages, qui avait plutôt bien résisté au cours de l'année 2011, grâce à la baisse du taux d'épargne, s'est effondrée au quatrième trimestre. Cette baisse de 1% en rythme trimestriel aurait pu être beaucoup plus violente étant donné le recul de l'emploi (-1,6 %) conjugué à la dégradation des salaires réels (-1,5 %). Mais la baisse du taux d'épargne a permis d'amortir l'effet de la diminution des revenus sur la consommation. Tout au long de cette phase de reprise, le commerce extérieur avait largement contribué à maintenir à flot l'économie espagnole. Sa contribution moyenne s'élevait à 0,5 point par trimestre, alors que celle de la demande intérieure était de -0,3 point. En l'absence de demande externe, l'économie espagnole aurait connu quatre années consécutives de récession de 2008 à 2011. La demande interne s'est en effet contractée de 12,3 % entre fin 2007 et fin 2011.

Parmi les composantes de la demande interne, l'investissement est le plus dégradé (graphique). L'investissement productif a diminué de 22 % en quatre ans, tandis que dans le secteur du bâtiment, la chute atteint 41% pour l'investissement logement et 33 % pour la construction non résidentielle. Le taux d'investissement productif est au plus bas depuis 1984, hormis le creux de 2009, tandis que le taux d'investissement dans la construction est revenu au niveau de 1997, effaçant dix années de hausse ininterrompue. L'ampleur de la correction pourrait laisser penser que la baisse est terminée, mais les signaux conjoncturels sont plutôt mal orientés. Le taux d'utilisation des capacités de production n'a repris que 3 des 12 points perdus en 2008 et 2009, signifiant que l'on n'observe

aucune tension sur les capacités industrielles. La production industrielle ne décolle pas, elle est même passée fin 2011 en dessous de son niveau de mars 2009, se situant à son plus bas niveau depuis 1996. L'indicateur de nouvelles commandes industrielles est orienté à la baisse depuis la mi-2011 et les crédits au secteur de l'industrie reculent de 6 % en glissement annuel.

Dans le secteur de la construction, la situation n'est guère plus encourageante. Les mises en chantier ont été divisées par 10 depuis leur pic de 2007 et l'on n'observe aucun signe de reprise. Les prix de l'immobilier prolongent leur décrue, ayant déjà corrigé de 20 % en valeur nominale. Le désendettement du secteur se poursuit : le stock total de crédits au secteur de la construction et des services immobiliers enregistre une perte de 7 points de PIB depuis 2009. Les faillites de promoteurs se maintiennent à un niveau très élevé, et le taux de créances douteuses atteint des sommets historiques, à 18 % dans la construction et 21 % dans les services immobiliers. À titre de comparaison, ce taux est de 5,4 % dans l'industrie fin 2011, contre 1 % avant la crise. Ainsi, ni l'investissement productif ni l'investissement résidentiel ne seront susceptibles de jouer un rôle moteur à l'horizon 2013, et nous envisageons la poursuite de la dégradation des taux d'investissement. Etant donné le nombre de logements vacants en Espagne, la purge dans le secteur immobilier pourrait durer près de 10 ans selon certains experts. Le seul élément positif pour les entreprises est la progression du taux de marge, qui a augmenté de 5 points depuis 2009. La hausse de la productivité et la diminution des coûts salariaux ont contribué à améliorer la marge bénéficiaire des entreprises, ouvrant des possibilités d'autofinancement. Les entreprises du secteur privé disposeraient donc de moyens financiers suffisants pour investir aux premiers soubresauts de la demande.

La situation des ménages est assez préoccupante. Depuis le début de la crise, l'économie espagnole a détruit près de trois millions d'emplois (2,858 millions), dont la moitié dans le secteur de la construction, où l'emploi s'est effondré de 52 % en trois ans. Alors que la situation de l'emploi semblait à peu près stabilisée depuis la mi-2010, le deuxième semestre 2011 a été particulièrement douloureux avec 409 000 emplois détruits, contre 145 000 au premier semestre. Même le secteur des services, qui avait jusqu'à

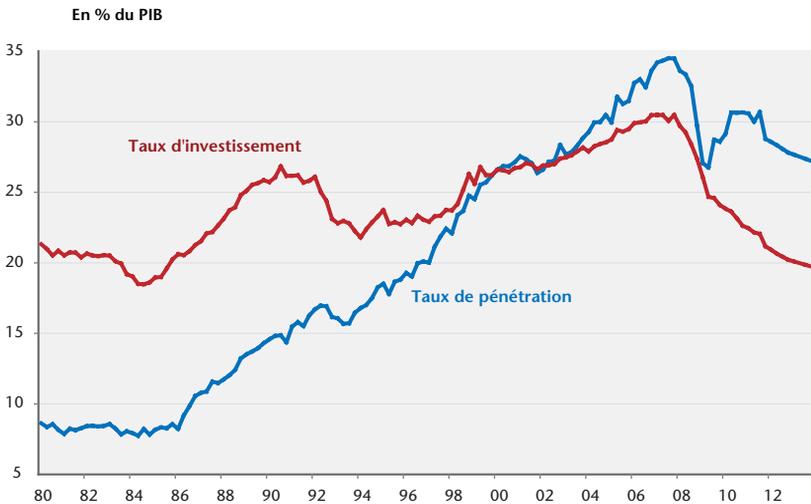
présent plutôt bien résisté à la crise, est sévèrement touché : 230 000 emplois y ont été détruits au deuxième semestre alors que 74 000 emplois avaient été créés sur les six premiers mois de l'année 2011. Par conséquent, les revenus salariaux sont en berne : depuis le deuxième trimestre 2008, ils se sont contractés de 7,5 % en valeur et de 12,5 % en termes réels. Les salaires, qui avaient bien résisté jusqu'à la fin 2009, connaissent une progression négative en termes réels depuis 2010. Le RDB des ménages, encore soutenu en 2009 par les transferts sociaux, les baisses d'impôt et le recul des intérêts nets versés, a chuté en 2010 et 2011 de respectivement 4,6 % et 4,4 % en termes réels. Dans ce contexte très dégradé, seule la baisse du taux d'épargne de l'ordre de 3 points par an a soutenu la consommation en 2010 et 2011. Mais le retour du taux d'épargne à un niveau inférieur à sa moyenne d'avant-crise devrait mettre un frein à sa décline, et la consommation privée en pâtira en 2012 et 2013. Nous prévoyons une baisse de la consommation de 2,3 % en 2012 comme en 2013, qui s'explique par la stabilisation du taux d'épargne, la baisse de l'emploi (-2,5 % en 2012 et -1,1 % en 2013) et la baisse du pouvoir d'achat du salaire par tête (-0,7 % et -0,4 %). Par ailleurs, les mesures de restriction budgétaire (annoncées ou à venir) viendront grever la consommation des ménages par le biais de hausses d'impôts (directs ou indirects, une nouvelle hausse de la TVA n'étant pas exclue en 2013) ou de coupes dans l'emploi public.

La consommation et l'investissement publics seront également revus à la baisse, afin de limiter la dépense publique. Ainsi seul le commerce extérieur permettra à l'économie espagnole d'éviter de sombrer dans une profonde récession. Selon nos prévisions, sa contribution à la croissance serait de 2,9 points de PIB en 2012 et de 2 points en 2013. La réduction des coûts de la main-d'œuvre permettrait à l'Espagne de gagner légèrement des parts de marché en 2012 et 2013.

Nous prévoyons pour l'année 2012 une baisse du PIB de 1,1 %, suivie d'une nouvelle baisse de 0,6 % en 2013. Cette mauvaise performance serait principalement le fait des mesures de restrictions budgétaires que devra engager le gouvernement de Mariano Rajoy afin de respecter l'objectif de déficit fixé par la Commission européenne. L'impulsion budgétaire serait de l'ordre de -3,4 points de PIB en 2012 et de -2,9 points en 2013, ce qui amputerait la croissance de respectivement 3,1 et 2,6 points. Si l'on ajoute l'impact des

restrictions budgétaires mises en œuvre dans les pays voisins, l'impact global des politiques d'austérité en Europe sur le PIB espagnol serait de -3,9 % en 2012 et -3,3 % en 2013. Si tous les pays européens conduisaient une politique budgétaire neutre, le PIB espagnol pourrait croître de 2,8 % en 2012 et 2,7 % en 2013. Malgré tous les efforts du gouvernement espagnol, nous anticipons que les objectifs budgétaires fixés par la Commission seront difficiles à atteindre du fait de la récession. Le déficit public espagnol serait alors réduit à 6,5 % du PIB en 2012 et 4,5 % en 2013, alors que les cibles sont de 5,3 % et 3 % respectivement.

Graphique. Espagne : taux d'investissement et de pénétration



Source : INE (Institut National de Statistiques espagnol), calculs et prévisions OFCE mars 2012.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	-1,1	-0,6
PIB par tête																
Consommation des ménages	-0,5	0,2	0,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	-0,1	-2,3	-2,3
Consommation publique	1,3	-1,9	-2,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	0,2	-2,2	-4,7	-3,0
FBCF totale¹ dont	-0,4	-1,1	-0,4	-4,3	-1,7	-1,7	-1,3	-1,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-6,3	-5,1	-7,4	-3,7
Productive	1,0	-1,8	2,3	-3,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	3,3	1,4	-6,8	-5,4
Logement	-0,1	-1,2	-0,8	-2,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-9,9	-4,9	-4,8	-2,7
Construction totale	-1,1	-0,8	-1,8	-4,6	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-10,1	-8,1	-7,7	-2,8
Exportations de biens et services	2,0	0,7	4,1	-1,6	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	13,5	9,0	2,6	3,5
Importations de biens et services	0,1	-1,8	2,3	-6,5	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	8,9	-0,1	-7,1	-3,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	0,5	0,0	-0,6	-0,9
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,1	-0,5	-0,4	-1,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-1,7	-4,0	-2,7
Variations de stocks	-0,2	-0,2	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	-0,3
Commerce extérieur	0,6	0,9	0,6	1,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	2,9	3,5	2,3
Prix à la consommation (IPCH) ²	3,2	3,3	2,9	2,7	2,2	2,4	2,3	1,7	0,9	0,5	0,8	1,0	2,0	3,1	2,2	0,8
Taux de chômage, au sens du BIT	20,7	20,9	22,0	23,0	23,2	23,4	23,6	23,8	23,9	24,0	24,1	24,2	20,1	21,7	23,5	24,1
Solde courant, en points de PIB													-4,6	-3,0	0,0	0,0
Solde public, en points de PIB													-9,3	-8,5	-6,5	-4,5
Impulsion budgétaire													-1,9	-1,2	-3,4	-2,9
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévision OFCE mars 2012.

ÉTUDES SPÉCIALES

Pays émergents : fin de la surchauffe	139
Département analyse et prévision	
Déflation sous-jacente	159
Département analyse et prévision	

PAYS ÉMERGENTS : FIN DE LA SURCHAUFFE

Département analyse et prévision¹

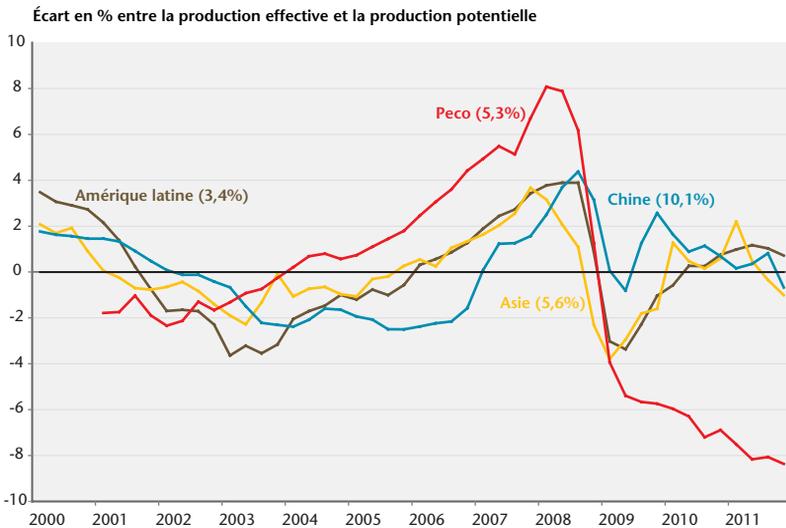
Le retournement du commerce international, la crise de confiance et les politiques monétaires restrictives mises en place en 2010 et 2011 ont eu raison de la vigueur de la croissance en Asie et en Amérique latine. Les écarts de production étaient refermés depuis plus d'un an et les signes de surchauffe inflationniste apparaissaient. Le ralentissement a donc permis d'éloigner ce risque. Le ralentissement des exportations a commencé à mordre sur l'investissement mais la demande intérieure a plutôt bien résisté. Dans l'hypothèse d'un atterrissage brutal de la croissance en 2012, des marges de manœuvre existent. Le ralentissement des pressions inflationnistes a déjà permis d'engager la détente monétaire ou de mettre fin à la hausse. Parallèlement, bénéficiant de situations budgétaires relativement saines, les pays d'Asie mettent en place des politiques de soutien à la croissance. En Amérique latine, la relance budgétaire n'est pas à l'ordre du jour, à l'exception du Brésil qui y a déjà recourue.

À l'inverse, le diagnostic est beaucoup plus sombre dans les pays d'Europe de l'Est. Le choc est d'autant plus difficile à absorber que leur dépendance commerciale et financière à l'égard de la zone euro est plus importante et que leur écart de production n'a cessé de se creuser depuis 2008. La demande intérieure demeure paralysée par l'insolvabilité de nombre d'agents privés endettés en devises, alors que chaque secousse produite par la crise de la dette conduit à de nouvelles dépréciations de change. La politique monétaire ne s'assouplira qu'à la marge. Dans un contexte de contrainte budgétaire extrêmement forte, les marges de manœuvre apparaissent donc faibles, et l'Europe de l'Est semble aujourd'hui condamnée à attendre le retour de la croissance à ses frontières.

1. Ont participé à cette étude : Marion Cochard, Amel Falah, Christine Riffart, Danielle Schweisguth.

Dans le sillage de la crise de la zone euro, l'année 2011 a marqué pour les économies émergentes la fin du rebond de croissance qui avait suivi la crise de 2008/2009. Ainsi, la croissance est revenue à 7,3 % en Asie, après 9,6 % en 2010. En Amérique latine, elle est à peine supérieure à 4 % alors qu'elle était à 6,2 % en 2010. Dans les pays d'Europe de l'Est, l'activité n'a jamais retrouvé le dynamisme d'avant-crise, et a à nouveau marqué le pas en fin d'année. La crise de la zone euro s'est d'abord transmise à l'économie mondiale et aux zones émergentes *via* le ralentissement du commerce mondial et la stagnation de la demande adressée à ces pays. Simultanément, la crise s'est accompagnée dans ces pays de perturbations affectant les flux de capitaux et les marchés des changes. Moins violente qu'en 2008-2009, la crise récente aurait ramené les économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine vers leur trajectoire de long terme mais n'entraînerait pas un retournement brutal de leur trajectoire de croissance.

Graphique 1. Écart de production dans les zones émergentes



Note : Cycles calculés avec une tendance log-linéaire sur la période 2000-2010 (sauf Peco : 2001-2010), tendance indiquée entre parenthèses.

Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Comme nous le développons, le diagnostic diffère largement selon les zones (graphique 1). En Asie et en Amérique latine, la dégradation est intervenue alors que les pays avaient refermé leurs écarts de production et qu'ils présentaient un risque grandissant de surchauffe. Le ralentissement économique a donc permis d'éloigner ce risque et a mis un frein aux entrées de capitaux, dont l'ampleur portait un risque d'instabilité économique et financière. Si le ralentissement du commerce mondial a commencé à mordre sur l'investissement dans certaines de ces économies, celles-ci ont finalement bien résisté au choc vécu par les pays développés. Le relais de la demande intérieure de même que les marges de manœuvre importantes de la politique économique plaident pour un découplage de la croissance mondiale à l'horizon de notre prévision.

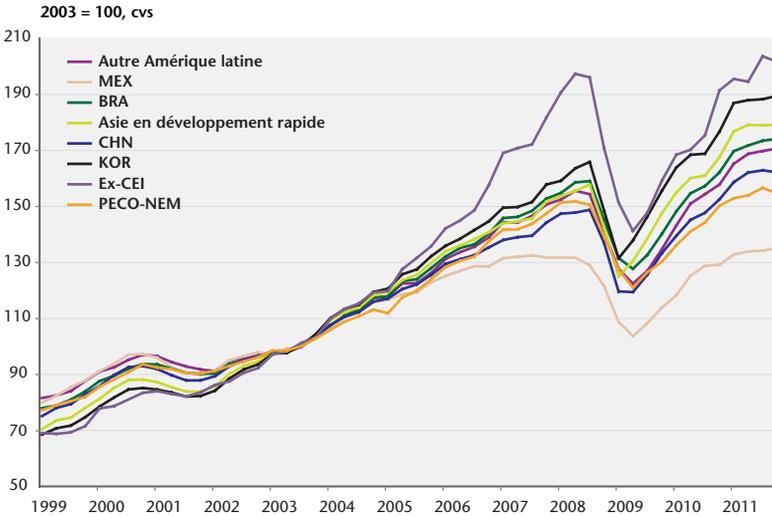
À l'inverse, le diagnostic est beaucoup plus sombre dans les pays d'Europe de l'Est. Leur dépendance à l'égard de la zone euro est beaucoup plus importante, et multiple. Déjà, l'impact de la crise de 2008-2009 y avait été beaucoup plus fort, et la reprise de 2010 timide. L'écart de production y était encore massif à l'aube de cette rechute. Le ralentissement de la demande adressée par les pays de la zone euro est donc d'autant plus difficile à absorber aujourd'hui. L'investissement, déjà atone, a rechuté. La demande intérieure demeure paralysée par l'insolvabilité de nombre d'agents privés endettés en devises, alors que chaque secousse produite par la crise de la dette conduit à de nouvelles dépréciations de change. Ces mêmes dépréciations de change entravent la politique monétaire qui ne s'assouplira qu'à la marge. Dans un contexte de contrainte budgétaire extrêmement forte, les marges de manœuvre des pays de la zone apparaissent bien plus faibles que dans les autres zones émergentes, et l'Europe de l'Est semble aujourd'hui condamnée à attendre le retour de la croissance à ses frontières.

1. Ralentissement de la demande adressée

L'atonie de la croissance mondiale se traduit par une stagnation de la demande adressée aux pays émergents (graphique 2). Après un rebond très dynamique en 2009 et 2010, la demande adressée a nettement ralenti au début de l'année 2011. La crise de la dette en

zone euro s'est propagée sur les marchés mondiaux du fait de la chute des importations européennes. Les zones émergentes sont plus ou moins touchées par cette stagnation de la demande externe.

Graphique 2. Évolution de la demande adressée aux pays émergents



Note : Voir la liste des abréviations de pays en fin de revue.

Sources : OCDE, FMI, calculs OFCE.

La demande adressée aux **pays d'Asie** a nettement ralenti en 2011, du fait de la dégradation de la conjoncture mondiale et de la catastrophe nucléaire de Fukushima en mars. Ainsi, les exportations en volume ont commencé à ralentir dès le deuxième trimestre 2011, et sont devenues négatives aux troisième et quatrième trimestres dans les pays d'Asie en développement rapide. Ce mouvement a été amplifié à l'automne 2011 par les violentes inondations qu'a connues la Thaïlande, où les exportations ont chuté de 15% au quatrième trimestre. La Chine a enregistré un fort déficit commercial en février 2012 pour la première fois depuis un an. Seule l'Inde continue d'afficher des taux de croissance assez dynamiques de ses exportations en biens et services. Globalement, l'Asie a perdu des parts de marché en 2011. En Chine, l'appréciation du taux de change depuis 2005 accompagnée d'une dynamique des salaires très rapide a sensiblement réduit la compétitivité-prix des exportations. Ces évolutions expliquent le retournement des parts de marché à l'exportation du

pays depuis début 2010. Suite à la dégradation des performances commerciales de la Chine, le gouvernement chinois a déclaré que le yuan était proche de son niveau d'équilibre. La vigueur des importations chinoises continue cependant de soutenir la demande adressée à l'Asie. Depuis septembre 2008, les exportations en valeur des pays émergents d'Asie (hors Chine) ont progressé de 15 % au total. Le dynamisme des exportations vers la Chine (+42 %) a permis de compenser la baisse des exportations vers la zone euro (-9 %) et la stagnation des exportations vers les États-Unis (+2 %). La Chine capte désormais près de 25 % des exportations de ces pays, soit l'équivalent de la zone euro (7,7 %), des États-Unis (9,5 %) et du Japon (7,6 %) réunis.

La demande adressée à l'**Amérique latine** s'est infléchie dès le deuxième trimestre 2011 mais contrairement aux autres régions, elle n'a pas baissé. Le rythme s'est maintenu autour de 0,5 % par trimestre pendant la deuxième moitié de l'année contre 2 % un an plus. Davantage diversifiée géographiquement que les autres régions émergentes, l'Amérique latine bénéficie de la situation des États-Unis et de l'Asie émergente relativement plus dynamique que celle de l'Europe ou du Japon. Entre le Mexique dont les exportations sont orientées à 75 % vers les États-Unis, et les autres pays de la région tournés en moyenne à hauteur de 20 % vers les États-Unis (surtout Venezuela, Equateur, Colombie), 20 % vers l'Asie en développement (Chili, Brésil, Pérou) et 29 % vers leurs voisins régionaux, les exportations n'ont pas trop mal résisté au retournement du commerce international. À l'exception de certains pays qui sont passés à travers ce mouvement tels que la Colombie, d'autres pays ont accusé un léger ralentissement de leurs ventes à l'étranger. Ainsi, le Brésil qui avait connu des rythmes exceptionnels de 3 % en moyenne sur chacun des trimestres de 2010, reste sur un rythme de 2 % au deuxième semestre 2011. Sur les mêmes périodes, le Chili est passé d'un rythme de 5,4 % à 2,1 %. De même pour l'Argentine. Enfin, le Pérou et surtout le Mexique observent un retournement marqué de leurs exportations. Confronté à la stagnation des importations des États-Unis aux deuxième et troisième trimestres 2011 avant de reprendre légèrement au dernier trimestre, le Mexique a vu ses exportations baisser puis se stabiliser sur la période. Cette contre-performance, au regard des autres pays, bénéficie pourtant d'un effet compétitivité-prix positif enregistré

au début de 2008 suite à la dépréciation du taux de change effectif réel du peso et qui a permis au pays de regagner des parts de marché à l'exportation sur les produits industriels. Dans les autres pays, à l'exception du Brésil et dans une moindre mesure de la Colombie et du Pérou, la tendance est la même : redressement des parts de marché permise par la dépréciation des taux de change effectif réel des monnaies depuis plusieurs années. Le Brésil par contre, souffre d'une perte de compétitivité-prix de ses produits industriels notamment du fait de la forte appréciation de sa monnaie qui inquiète de plus en plus les autorités du pays.

Parmi les émergents, les **pays d'Europe de l'Est** ont été les plus affectés par le ralentissement du commerce mondial, du fait de leur proximité avec la zone euro et leur forte dépendance au commerce extérieur. La demande adressée à la zone n'aura donc connu qu'une année de reprise, avant de ralentir à nouveau fortement au cours de l'année et de chuter fin 2011. Cet impact du ralentissement européen a été en partie atténué par l'effet de la crise de la dette européenne sur les taux de change de la zone. En effet, la fuite des capitaux vers la qualité a fait plonger les monnaies de la zone, considérées comme risquées, dès la mi-2008. Les taux de change effectifs réels ont dévissé de plus de 20 % dans la plupart des pays au second semestre 2008 puis se sont redressés en 2009, sans retrouver leurs niveaux d'avant-crise. Après dix ans d'appréciation continue de leurs monnaies, les pays de la zone ont donc connu une amélioration de leur compétitivité, avec une dépréciation de leur taux de change effectif réel sur l'ensemble de la période (-15 % pour la Roumanie, -6 % pour la Hongrie, -3 % pour la Pologne). Pourtant la progression des parts de marché enregistrée en 2010 (+2,8 %) s'est interrompue en 2011. Les exportations, après un redressement en 2010, ont chuté de 11 % en ex-URSS depuis le premier trimestre 2011 et 7 % dans les nouveaux pays membres. Ce ralentissement s'avère particulièrement inquiétant dans les pays plus ouverts, dépendants du commerce extérieur comme la République tchèque, la Bulgarie ou la Hongrie, où le retournement des exportations a fortement pesé sur l'investissement.

2. Comment résiste la demande intérieure ?

Le ralentissement de la demande mondiale affecte plus ou moins la demande intérieure des zones émergentes, selon leur degré d'ouverture, la taille de leur marché intérieur, la proximité avec la zone euro et la santé de leur système financiers.

En **Chine**, le ralentissement de la demande externe entraîne un tassement de la production industrielle (+12 % en mars 2012 en glissement annuel après 14,3 % un an plus tôt) et une baisse des profits des entreprises, mais il affecte peu la demande interne. L'investissement urbain, resté très dynamique jusqu'à la fin de l'année 2011 (+25 % en moyenne annuelle), semble cependant donner quelques signes de faiblesse en ce début d'année (+21 % en glissement annuel sur les trois premiers mois). Mais ce ralentissement est imputable au secteur tertiaire, dont les investissements sont réalisés par les entreprises d'État. On enregistre en particulier une baisse des investissements dans les infrastructures de transport (-7 % en glissement annuel sur les trois premiers mois de l'année), qui étaient au cœur des programmes phares du plan de relance de 2009. L'investissement dans le secteur manufacturier reste au contraire très dynamique (+25 % sur la même période), tiré par les capitaux privés domestiques et étrangers. L'investissement logement résiste plutôt bien (+27 %) malgré la baisse des prix de l'immobilier, qui est la conséquence d'une politique gouvernementale volontariste (mesures administratives d'encadrement du marché immobilier et introduction d'une taxe foncière). La consommation des ménages a soutenu la croissance en 2011 et devrait rester dynamique à moyen terme. Elle a bénéficié en 2011 de la revalorisation de 20 % en moyenne du salaire minimum dans de nombreuses villes, et les salaires devraient poursuivre leur progression à deux chiffres en 2012 du fait du mouvement d'urbanisation de la population et des pénuries de main-d'œuvre qui apparaissent dans les zones côtières. Les tensions inflationnistes, très vives au cours de l'année 2011, se sont apaisées en début d'année 2012. Elles étaient tirées par la composante alimentaire et par la hausse des prix immobiliers. Les hausses répétées du taux de réserves obligatoires, la fin des aléas climatiques et les mesures prises pour un meilleur approvisionnement des marchés agricoles ont permis la détente des prix, qui sont passés sous la cible des 4 %

en février 2012. La croissance chinoise ralentirait à 8,3 % en 2012 et 8,1 % en 2013, après 9,2 % en 2011 (tableau 1).

Les **pays de l'Asean-4** (Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) ont très bien traversé la crise mondiale de 2008-2009 et continuent d'afficher des taux de croissance parmi les meilleurs du monde. Leur demande intérieure peut s'appuyer sur des systèmes bancaires globalement sains et une conduite prudente de leur politique économique. Les dettes publiques se sont partout stabilisées ou réduites à moins de 50 % du PIB et les balances courantes sont solidement excédentaires. En outre, ces pays disposent toujours de réserves de change importantes (autour de huit mois d'importations), ce qui leur permet de faire face à une crise de financement externe, d'autant plus que leur endettement extérieur est très limité. Dans ces quatre pays, les taux d'investissement ont connu une accélération au second semestre 2011, signe que les remous de l'économie mondiale n'affectent pas le moral des investisseurs. Seule la Thaïlande a souffert d'une forte chute de la consommation privée au quatrième trimestre 2011 (-4 %), conséquence directe des inondations qui ont dévasté le pays. Mais la demande intérieure devrait rebondir en 2012 en Thaïlande et se maintenir à un rythme dynamique dans les autres pays de la zone.

Tableau 1. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Asie

En %

	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Corée du Sud	6,8	5,1	2,3	0,3	6,2	3,6	3,9	4,1
Asie rapide	20,3	6,2	3,8	0,4	8,0	4,2	4,4	5,1
<i>Taiwan</i>	3,9	5,7	1,7	-1,8	10,7	4,0	3,0	4,5
<i>Hong Kong</i>	1,5	6,3	2,3	-2,6	7,0	5,0	3,5	4,6
<i>Singapour</i>	0,9	8,9	1,8	-1,1	14,8	4,9	3,0	5,1
<i>Indonésie</i>	6,0	6,3	6,0	4,6	6,1	6,6	5,9	6,2
<i>Thaïlande</i>	3,6	5,0	2,5	-2,3	7,8	0,1	4,5	4,5
<i>Philippines</i>	2,6	7,0	4,8	1,1	7,7	3,7	4,0	4,7
<i>Malaisie</i>	1,7	6,5	4,8	-1,6	7,2	5,1	3,9	4,5
Chine	48,5	14,2	9,6	9,2	10,3	9,2	8,3	8,1
Inde	24,4	10,1	6,2	5,7	10,3	7,3	7,5	7,9
Asie hors Chine	51,5	7,9	4,8	2,9	8,9	5,6	5,8	6,3
Total	100,0	10,9	7,1	6,0	9,6	7,3	7,0	7,2

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Parmi les **nouveaux pays industrialisés**, la Corée, Taiwan et Singapour ont vu leur taux d'investissement se retourner au cours de l'année 2011. Le ralentissement du commerce extérieur est visible, mais il est freiné par la vigueur de la demande chinoise, qui est restée très dynamique. La consommation des ménages ralentit à Singapour et en Corée. Hong-Kong est un cas à part. Le commerce extérieur a chuté sur les trois derniers trimestres de 2011, mais le taux d'investissement est en nette progression du fait des achats de logement. La bulle immobilière soutient à la fois l'investissement résidentiel et la consommation des ménages, qui reste très dynamique.

Malgré la dégradation de l'environnement international, la croissance est restée encore soutenue en **Amérique latine** en 2011, tirée par une demande intérieure qui résiste bien au resserrement monétaire mis en place fin 2010-début 2012 (tableau 2). La croissance atteint 4,2 % en moyenne sur 2011 (avec des performances allant de 8,9 % en Argentine à 2,7 % au Brésil), après 6,2 % en 2010, année de rattrapage. Le ralentissement s'est amorcé dès le début de l'année au Brésil (sur un an, le PIB a progressé de 1,4 % à la fin de l'année contre 5,4 % fin 2010), puis s'est généralisé progressivement à l'ensemble de la région. Certains pays tels que la Colombie, le Chili et le Pérou n'avaient pas encore été affectés à la fin de l'année dernière. Certes, le ralentissement des exportations a pesé sur la vigueur de la croissance mais l'impact a été plus modéré que dans les autres régions émergentes d'Asie ou d'Europe de l'Est du fait d'un degré d'ouverture de ces économies plus faible. La part des exportations dans le PIB ne compte que pour un quart du PIB en Amérique latine (46 % au Chili et en Equateur, 33 % au Mexique et 63 % au Venezuela mais seulement 18 % au Brésil) contre la moitié en Asie et dans les PECO. De plus, plus de la moitié des exportations de la région étant constituée de produits primaires (pour 14 % en moyenne en Asie émergente), l'Amérique latine bénéficie du cours élevé sur les marchés mondiaux pour atténuer le prélèvement du commerce extérieur sur la richesse nationale.

Dans ce contexte et dans certains pays, la demande intérieure a commencé à réagir au durcissement des politiques monétaires de 2010 et 2011 destiné à freiner les tensions inflationnistes qui s'installaient dans l'économie. L'investissement des entreprises s'est dégradé dans le courant du deuxième semestre 2011 et le taux

d'investissement a baissé en Argentine, au Brésil, au Pérou et au Mexique. Il demeure cependant à des niveaux historiquement élevés au regard du passé (plus de 30 % au Pérou). Au Chili et en Colombie, il continue de progresser encore rapidement pour atteindre 27 % du PIB dans chacun des pays fin 2011. La consommation des ménages est restée vigoureuse dans tous les pays, à l'exception du Brésil et du Mexique (affecté par le ralentissement des transferts de fonds en provenance des Etats-Unis (les *remesas*)) où elle ralentit depuis le premier et quatrième trimestres 2011. Globalement, le marché du travail reste extrêmement ferme, ce qui alimente des tensions sur les salaires. Le retournement commence à apparaître en fin d'année dans certains pays comme au Brésil où le taux de chômage, qui a atteint un point historiquement bas à 4,7 % en décembre dernier, a progressé jusqu'à 6 % en mars 2012.

Néanmoins, le ralentissement conjoncturel de l'Amérique latine se confirme au fil des mois et touche les pays qui avaient été épargnés jusqu'alors. La production industrielle baisse en Argentine depuis décembre 2011 et ralentit sensiblement en Colombie et au Pérou.

Tableau 2. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Amérique latine

En %

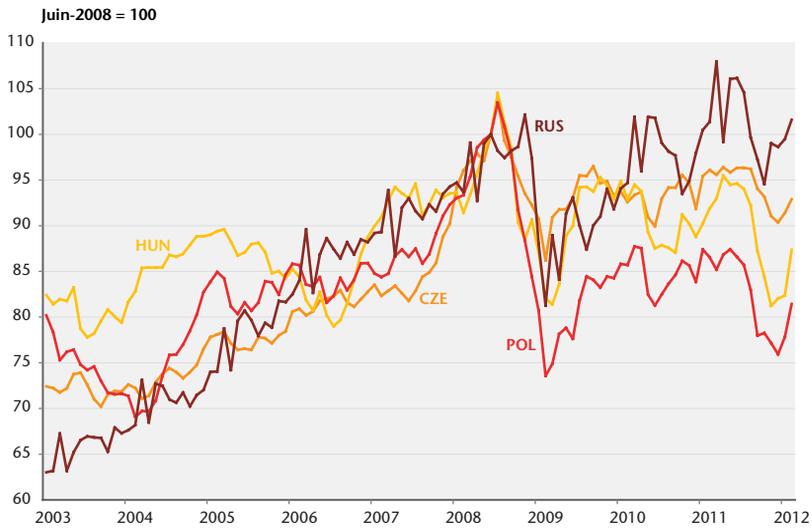
	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brésil	36,6	6,1	5,2	-0,3	7,6	2,7	1,9	3,1
Mexique	35,3	3,2	1,2	-6,3	5,5	4,0	3,3	3,2
Argentine	7,6	8,7	6,8	0,9	9,2	8,9	4,2	4,1
Colombie	6,1	6,9	3,5	1,7	4,0	5,9	4,8	4,7
Vénézuéla	6,0	8,2	4,9	-3,1	-1,8	4,2	3,4	4,1
Chili	5,1	5,2	3,0	-0,9	6,1	5,9	4,7	4,5
Pérou	3,3	8,9	9,8	0,9	8,8	6,9	4,8	4,9
Total	100	5,5	3,9	-2,3	6,2	4,2	3,1	3,5

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

Les pays d'Europe de l'Est cumulent nombre de handicaps qui empêchent la reprise de la demande intérieure (tableau 3). Les programmes de restriction budgétaire (hausses de TVA dans tous les pays, baisse des dépenses publiques, hausses d'impôts, ...) pèsent sur les ressources des ménages et, de plus, le taux de chômage augmente dans tous les pays. Par ailleurs, ces pays conser-

vent un endettement privé très important en devises étrangères. Or, l'appréciation tendancielle des taux de change des pays de l'Est (graphique 3) s'est interrompue avec la crise. Ceux-ci se sont retournés brutalement à l'automne 2008, plongeant nombre de ces pays dans une crise bancaire du fait de leur fort endettement en devises. Si les fortes dépréciations de 2008 ont été suivies d'une correction importante, la plupart des pays n'ont tout de même pas retrouvé leurs taux de change initiaux. En outre, le regain de tensions enregistré depuis la mi-2011 s'est traduit par de nouveaux mouvements de dépréciation au cours des derniers mois. En février 2012, la dépréciation des monnaies des nouveaux pays membres depuis la mi-2008 s'échelonnait de 10 % pour la République tchèque à 20 % pour la Pologne. La solvabilité des ménages et des entreprises se trouve donc affaiblie dans la plupart des pays, et le taux de prêts non-performants explose en Hongrie, Roumanie et Bulgarie, pesant sur le système bancaire. Il existe donc bien peu de relais de financement de la demande intérieure aujourd'hui dans la plupart des pays de l'Est.

Graphique 3. Taux de change effectifs réels dans les pays de l'Est



Source : BRI.

Parmi les **nouveaux pays membres**, la Pologne et les pays baltes se distinguent cependant des autres pays. D'abord, ces pays sont moins ouverts au commerce extérieur. Ensuite, ils disposent de

relais du côté de la demande intérieure. Les pays baltes, dont l'*output gap* a été fortement dégradé par une crise qui a grevé leur PIB de plus 20 %, bénéficient d'une croissance spontanée dynamique, même si l'activité reste bien inférieure à son niveau précédent la crise. La Pologne, de son côté, est le seul pays à n'avoir pas connu de récession au sens technique du terme : son exposition au commerce extérieur reste mesurée (avec un taux d'ouverture à moins de 40 %, contre 70 % pour la Hongrie et la République tchèque) et la demande intérieure robuste. Cette dernière est essentiellement tirée par un investissement dynamique alors que la consommation des ménages reste timide, en partie à cause d'un taux de chômage très élevé.

Tableau 3. Croissance du PIB dans les pays émergents d'Europe de l'Est

En %

	Poids	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nouveaux pays de la zone euro	34,4	5,7	5,1	-3,6	2,0	3,1	1,3	2,1
<i>Pologne</i>	13,8	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,4	2,8
<i>République tchèque</i>	5,7	5,7	2,9	-4,5	2,6	1,7	0,2	1,7
<i>Hongrie</i>	4,9	0,1	0,7	-6,6	1,2	1,5	-0,6	0,8
<i>Pays baltes</i>	2,2	9,2	-0,5	-15,6	1,1	6,0	2,1	3,3
Russie	46,4	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,3	3,5	3,8
Autres CEI	17,9	9,3	5,1	-4,6	6,0	5,9	3,7	4,2
Total	100	7,6	5,1	-5,7	3,6	4,1	2,7	3,3

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE mars 2012.

La **Russie**, quant à elle, continue à bénéficier de la manne pétrolière qui se maintient grâce à la hausse du prix du pétrole. Par ailleurs, la période électorale et les difficultés rencontrées par Vladimir Poutine ont conduit à une surenchère de promesses (hausse des salaires des fonctionnaires, des pensions de retraite et des dépenses publiques). La demande intérieure demeure dynamique, même si une part importante de l'activité générée se traduit par le retour de la dette russe et un déficit courant toujours plus dégradé. Par ailleurs, le dynamisme de la consommation augmente encore les importations, et la contribution du commerce extérieure à la croissance reste négative. Si l'économie russe maintient son dynamisme à l'horizon de notre prévision, elle devra cependant faire face à d'importants défis à moyen terme. D'abord, la produc-

tion de pétrole plafonne en raison d'un manque d'investissement en infrastructures qui retarde l'accès à certains gisements. Ensuite, l'importance de la rente pétrolière constitue un frein à la diversification de l'économie et – syndrome hollandais oblige – n'incite pas le gouvernement à s'attaquer sérieusement au problème de compétitivité qui plombe l'industrie russe. Les parts de marché, en volume, continueraient donc à se dégrader.

3. Quelles politiques économiques pour soutenir la croissance ?

Dans l'ensemble, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine disposent de marges de manœuvre suffisantes pour prévenir un atterrissage brutal de leurs économies. Sur le plan de la politique monétaire, le ralentissement des pressions inflationnistes a permis d'engager un cycle de baisse des taux d'intérêt (Chine, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Brésil) ou de mettre fin à la hausse (Inde, Corée, Malaisie, Taiwan, Argentine, Mexique, Pérou, Venezuela). Seules l'Inde et la Colombie ont vu leurs taux d'intérêt augmenter depuis la mi-2011 (tableau 4). Ce mouvement d'assouplissement des politiques monétaires pourrait être prolongé dans la plupart des pays si les perspectives de croissance se dégradaient. Parallèlement, bénéficiant de situations budgétaires relativement saines, les pays d'Asie mettent en place des politiques de soutien à la croissance *via* l'investissement public ou les dépenses sociales. Seule la Malaisie prévoit une politique budgétaire restrictive. En Amérique latine, la relance budgétaire n'est pas à l'ordre du jour, à l'exception du Brésil. La situation est toute autre dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne. La politique monétaire est contrainte par la volatilité des taux de change, tandis que les objectifs de réduction des déficits publics condamnent la zone à une cure d'austérité budgétaire jusqu'en 2014.

En **Chine**, le *policy mix* devrait être plutôt expansionniste au cours des années 2012 et 2013. Les autorités s'inquiètent du ralentissement de la croissance et ont annoncé leur volonté de réagir avec un « réglage fin » de la politique économique. La Banque centrale de Chine a déjà procédé à trois baisses du taux de réserves obligatoires, mouvement qui pourrait se poursuivre si le ralentissement de l'inflation se confirmait. Cette détente de la politique

monétaire s'accompagne de mesures ciblées envers les secteurs les plus vulnérables (comme des aides aux PME). Le retournement du marché immobilier devrait se poursuivre en 2012, car la baisse des prix est souhaitée par les autorités. Cependant, l'impact négatif sur le secteur de la construction devrait être partiellement contrebalancé par la montée en puissance du gigantesque programme de construction de logements sociaux qui prévoit 36 millions de logement à l'horizon 2015.

En **Corée du Sud**, la politique économique de 2012 (année électorale) sera axée sur un dynamisme des dépenses domestiques afin d'éviter une importante dépendance aux exportations et à l'économie internationale. Le ministère des Finances attribuera 60 % de son enveloppe budgétaire sur les six premiers mois de l'année afin de stimuler les dépenses publiques et donc la demande locale. La Banque centrale devrait trouver un équilibre entre stimulation de l'économie et maintien de la stabilité des prix. Le budget 2012 voté en décembre prévoit une augmentation des dépenses sociales de plus de 7 %. Malgré le ralentissement de l'économie en **Inde**, les pressions inflationnistes ne faiblissent pas. L'objectif qui avait été de ramener le déficit budgétaire à 4,6 % du PIB sur l'année fiscale 2011/2012 ne sera vraisemblablement pas atteint. Confrontée à une raréfaction de la liquidité au sein du système financier, la Banque centrale a étendu son programme de rachat d'actifs de 150 milliards de roupies (2,3 milliards d'euros), et ceci malgré les baisses du ratio des réserves obligatoires depuis octobre 2011. En **Malaisie**, la dette publique a fortement augmenté (57,9 % PIB en 2011) ; pour faire face le gouvernement va mettre en place un programme de révision progressive des subventions afin de réduire les dépenses. La croissance économique à **Singapour** s'est beaucoup détériorée en 2011. Une nouvelle taxe sur l'achat des biens immobiliers a été mise en place par le gouvernement afin de faire face à la hausse des prix dans ce secteur et de juguler la demande. Ayant dégagé un surplus budgétaire en 2010 et 2011, le gouvernement est en mesure de mener une politique fiscale incitative et de relâcher sa politique monétaire. Les points forts du budget prévisionnel 2012 du gouvernement de Singapour sont l'engagement à réduire la dépendance du pays envers la main-d'œuvre étrangère et une plus grande assistance aux personnes à faibles revenus. **L'économie taïwanaise** très exposée à l'instabilité des

marchés financiers mondiaux a dû resserrer sa politique monétaire en 2010 et 2011. Elle devrait être assouplie et des incitations fiscales sont mises en place pour compenser la baisse des exportations.

Tableau 4. Inflation et politique monétaire

	Inflation (dernier point), en %	Cible d'inflation, en %	Taux d'intérêt, directeur en points (variation depuis juillet 2011)	Régime de change
Asie				
<i>CHN</i>	3,5 (mars)	—	-1 (RRR*)	Ancrage au dollar avec appréciation contrôlée
<i>KOR</i>	2,5 (avril)	3 % (+/- 1)	0	flottant
<i>HKG</i>	4,8 (mars)	—	0	<i>Currency board</i> (dollar)
<i>IND</i>	8,7 (mars)	—	+1	flottant
<i>IDN</i>	4,5 (avril)	4,5 % (+/- 1)	-1	Objectif de stabilité du taux de change
<i>MYS</i>	2,1 (mars)	—	0	flottant
<i>PHL</i>	2,8 (avril)	4 % (+/- 1)	-0,5	flottant
<i>SGP</i>	4,9 (mars)	—	0	Stabilité du taux de change effectif à l'inté- rieur d'une bande de fluc- tuations
<i>TWN</i>	0,6 (mars)	—	0	Fluctuations contrôlées
<i>THA</i>	2,8 (avril)	0,5-3,0 % (sous-jacent)	-0,15	flottant
Amérique latine				
<i>ARG</i>	9,8 (mars)	—	0	Flottement géré
<i>BRA</i>	5,1 (mars)	4,5 % (+/- 2)	-3.5	flottant
<i>CHL</i>	3,7 (mars)	3 % (+/- 1)	-0.5	flottant
<i>COL</i>	3,4 (mars)	3 % (+/- 1)	+1	flottant
<i>MEX</i>	3,7 (mars)	3 % (+/- 1)	0	flottant
<i>PER</i>	4,2 (mars)	2 % (+/- 1)	0	flottant
<i>VEN</i>	24,2 (mars)	—	0	Ancrage au dollar avec maxi dévaluations
Europe de l'Est				
<i>BGR</i>	1,7 (mars)	—	<i>Cf. BCE</i>	<i>Currency board</i> (euro)
<i>HUN</i>	5,5 (mars)	3 % (+/- 1)	+1	Ancrage à l'euro avec marge de fluctuations
<i>LVA</i>	3,2 (mars)	—	<i>Cf. BCE</i>	Ancrage au dollar
<i>LTU</i>	3,7 (mars)	—	<i>Cf. BCE</i>	<i>Currency board</i> (euro)
<i>POL</i>	4,0 (mars)	2,5 % (+/- 1)	0	flottant
<i>CZE</i>	3,8 (mars)	2 % (+/- 1)	0	Fluctuations contrôlées
<i>ROM</i>	2,4 (mars)	3 % (+/- 1)	-1	Fluctuations contrôlées
<i>RUS</i>	3,7 (avril)	5-7 %	-0,25	Fluctuations contrôlées

Voir la liste des abréviations de pays en fin de revue.

RRR : Ratio de réserves obligatoires (*Reserve Requirement Ratio*).

Source : Banques centrales nationales.

À l'automne 2011, la **Thaïlande** a connu les pires inondations-depuis un demi-siècle. Cette catastrophe a détruit une partie du tissu industriel freinant la croissance. Cette dernière devrait rebondir en 2012 à 4,5 % (contre 0,1 % en 2011) grâce à un effort de construction. De plus, des mesures ont été prises pour relancer la croissance, notamment par une hausse des salaires minimum, l'achat de riz auprès des cultivateurs à un prix supérieur au marché, un crédit préférentiel pour les fermiers et l'amélioration de la qualité des soins gratuits dans les provinces.

En Amérique latine, les tensions inflationnistes, liées essentiellement à la vigueur de la demande intérieure et renforcées par l'abondante liquidité générée par les afflux de capitaux, sont encore vives mais progressivement le ralentissement de la croissance permet une décélération de l'inflation. Au Brésil, l'inflation avait passé la barre des 7,3 % en septembre 2011 (pour une cible à 4,5 % +/- 2 points) mais atteint 5,3 % en mars. Les tensions inflationnistes se détendent mais les perspectives d'inflation restent encore relativement élevées (autour de 5,3 %). En Bolivie et au Paraguay, l'inflation a diminué de 5 points en un peu plus de 6 mois. Néanmoins de nombreux pays ayant adopté une cible d'inflation, elle reste dans le haut de la fourchette autorisée. Dès lors, à l'exception du Brésil qui a entamé un relâchement sensible de sa politique monétaire depuis l'été dernier et du Chili (dont le geste est plus symbolique) et sauf un ralentissement nettement plus prononcé de leur croissance, les autres pays devraient rester dans l'attentisme et maintenir des politiques monétaires relativement restrictives. Seul, le cycle de hausse des taux d'intérêt en Colombie devrait se poursuivre.

Simultanément et compte tenu de la faiblesse de sa croissance, le **Brésil** a mis en place au début de l'année 2012 un nouveau programme de soutien à l'économie ayant pour objectif de doper la croissance à 4,5 % en 2012. L'objectif est ambitieux. Ainsi, pour protéger une industrie frappée par la forte appréciation du real depuis plusieurs années, des allègements de charges sociales ont été décidés dans certains secteurs de l'économie (automobiles, textile, chaussures, ...). Simultanément, un budget de 25 milliards de dollars a été alloué à la Banque nationale de développement pour favoriser l'investissement en infrastructures et développer des grands projets. Enfin, après des interventions massives par la

Banque centrale sur le marché des changes, des mesures ont été prises pour freiner les entrées de capitaux, notamment spéculatifs. Le 1^{er} mars 2012, l'impôt sur les opérations financières a été élargi aux emprunts d'une durée maximale de 2 ans. Le 17 mars, elle a été étendue à l'ensemble des emprunts d'une durée inférieure à 3 ans.

Dans les pays **d'Europe de l'Est**, la politique macroéconomique apparaît extrêmement contrainte. En matière de politique monétaire, d'abord, les marges de manœuvre semblent réduites. À l'inverse des autres pays émergents, le risque de surchauffe est écarté, compte tenu de leur situation économique très dégradée. L'écart de production a continué à se creuser après la forte récession de 2008/2009, montrant les limites d'un modèle de croissance basé sur la hausse du prix des actifs et l'endettement extérieur public comme privé. Aujourd'hui, ces pays sont encore dans une situation de surcapacité de production (taux de chômage élevé, production industrielle toujours en berne, écart de production très dégradé), qui pousse les prix à la baisse. L'inflation décélère dans la plupart des pays depuis mi-2011, avec le retournement conjoncturel. Le taux d'inflation se situe autour de 2 % en Roumanie et Bulgarie. Il accélère en République tchèque et en Hongrie du fait d'une nouvelle hausse de la TVA, mais quasiment tous les pays de la zone ont une inflation inférieure à 5% depuis fin 2011. Mais si le risque inflationniste est aujourd'hui écarté, c'est la volatilité des taux de change qui constitue en Europe de l'Est un frein à l'assouplissement monétaire souhaitable dans ce contexte économique dégradé. La reprise des dépréciations des monnaies de la zone fin 2011 a placé les autorités économiques dans une position attentiste et a contraint la Banque centrale hongroise à remonter son taux directeur à deux reprises en décembre 2011 et janvier 2012.

Début 2012, la volatilité des taux de change semble s'être atténuée et les **nouveaux pays membres de l'Union européenne** devraient connaître un assouplissement mesuré de la politique monétaire à l'horizon de la prévision. Ce mouvement, amorcé par la Roumanie, serait suivi par la Hongrie en 2012. Sauf aggravation de la situation économique, la Pologne et la République tchèque ne leur emboîteraient pas le pas avant 2013. Car le mouvement désinflationniste dans cette zone se trouve masqué par les hausses de TVA enregistrées en 2011 dans tous les pays de la zone et celles prévues en 2012 en Bulgarie et en République tchèque.

Sur le plan budgétaire, les nouveaux pays membres sont confrontés à des problèmes différents des autres pays émergents, contraints qu'ils sont depuis 2011 de suivre l'exemple de leurs voisins européens. Malgré des ratios d'endettement et de déficit globalement inférieurs à ceux des pays de la zone euro (tableau 5), tous ces pays ont mis en place des plans d'austérité drastiques, qui ont coûté 1,3 point de croissance en 2011 et pèseraient encore à hauteur de 1,7 point de PIB en 2012. Avec une hausse des dettes publiques de près de 20 points de PIB depuis le début de la crise, les pays de la zone ont subi de plein fouet la défiance sur le marché des dettes souveraines et les difficultés de financement rencontrées les contraindront à d'importants efforts budgétaires à l'horizon 2014 (tableau 5). Ces efforts budgétaires passeront par des hausses d'impôts multiples (hausses de TVA dans les pays où il reste des marges de manœuvre en la matière, hausses de cotisations sociales, etc.) et de baisses de dépenses (baisses des salaires dans la fonction publique, des pré-retraites et des dépenses sociales, ...).

Tableau 5. Finances publiques dans les nouveaux pays membres

En % du PIB

	Dettes 2010	Déficit 2010	Déficit estimé 2011	Objectif de déficit 2014
Pologne	54,9	-7,8	-5,1	-2,0
République tchèque	37,6	-4,8	-4,1	-1,9
Hongrie	81,3	-4,2	-3,7	-1,5
Roumanie	31,0	-6,9	-4,7	-2,1
Bulgarie	16,3	-3,1	-2,4	-0,6
Lituanie	38,0	-7,0	-5,0	-2,1
Lettonie	44,7	-8,3	-4,5	-1,9
Total	—	-6,3	-4,6	-1,9

Source : Commission européenne.

De telles réductions de déficits apparaissent toutefois difficiles à atteindre sans croissance : l'économie informelle y est beaucoup plus développée, et les dépenses sociales moins élevées. Les pays bénéficiant de lignes de crédit auprès de la troïka (UE, FMI, Banque mondiale), comme la Hongrie ou la Roumanie, subissent aujourd'hui de fortes pressions internationales pour renforcer leurs

plans d'austérité. La Hongrie vient ainsi de voir ses lignes de crédits gelées si elle ne renforçait pas le plan annoncé pour les années à venir. Les pays les plus touchés par cette rigueur seront la Roumanie et la Hongrie, dont le déficit est limité (moins de 4% attendus en 2011) mais la dette (81,3 % du PIB) non soutenable aux conditions de crédit de marché actuelles.

En **Russie**, la Banque centrale réoriente sa politique monétaire d'un objectif de taux de change vers un objectif d'inflation, avec un plafond à 5%. Du fait d'une demande intérieure qui reste dynamique, tirée par les revenus pétroliers, les tensions inflationnistes resteraient vives en 2010 et la politique monétaire ne devrait pas se détendre dans les mois à venir. Riche de sa manne pétrolière, l'économie russe bénéficiera d'une forte relance budgétaire à l'approche des élections (hausse des salaires des fonctionnaires, des pensions de retraite, des dépenses publiques...).

DÉFLATION SOUS-JACENTE

Département analyse et prévision¹

La crise économique débutée en 2008 s'est traduite par un choc d'activité conduisant au ralentissement de l'inflation et à la montée du chômage dans la plupart des pays développés. Ce choc inédit depuis 1945, parfois accompagné de baisses des prix ou des salaires dans certains pays, a fait ressurgir le spectre de la déflation puisqu'une hausse importante du chômage pourrait enclencher la déflation via la boucle salaires-prix. Les pays développés ont alors été confrontés au risque de tomber dans une spirale de déflation par la dette, spirale qui avait nourri la grande crise de 1929. Face à ce risque, les gouvernements et les banques centrales ont mis en œuvre un ensemble de politiques monétaires et budgétaires de soutien de l'activité. Ces politiques ont permis d'écarter jusqu'à présent la réalisation du risque déflationniste. Les entreprises ont aussi ajusté leur taux de marge, ce qui a limité la hausse du chômage et le risque d'apparition de la déflation. Par ailleurs, l'évolution du prix des matières premières, en hausse depuis 2009, a alimenté l'inflation. Cette étude évalue le rôle de l'ajustement du marché du travail et la contribution de la dynamique du prix du pétrole à la dynamique de l'inflation pendant la crise. Nous estimons économétriquement la boucle prix-salaire pour l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Puis nous montrons, à partir de ces estimations, que si le prix du pétrole avait poursuivi sa tendance haussière après le pic de l'été 2008 et si l'ajustement sur le marché du travail avait été identique à celui des États-Unis dans tous les pays, alors le glissement annuel de l'inflation au deuxième trimestre 2011 serait plus faible : de 0,7 point en France jusqu'à 3,4 points au Royaume-Uni.

1. Ont participé à cette étude : Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Éric Heyer.

La nature et l'ampleur de la crise économique que nous vivons depuis 2008 rappellent les grandes crises à l'origine de périodes déflationnistes (crise de 1929, crise japonaise des années 1990, ...). L'enchaînement récessif enclenché en 2008 a suivi le même chemin ; le choc d'activité a conduit à un ralentissement de l'inflation – et parfois à des baisses de prix ou de salaires – dans la plupart des pays développés. Cependant, la baisse des prix n'est pas forcément synonyme de déflation. Celle-ci doit s'inscrire dans la durée et surtout, elle doit se nourrir de l'ancrage des anticipations² et d'un cercle vicieux de déflation par la dette³. Le scénario déflationniste ne s'est cependant pas matérialisé. Les gouvernements et les banques centrales ne sont en effet pas restés passifs et ont, dès la fin de l'année 2008, pris des mesures de politiques budgétaire et monétaire afin de stabiliser l'activité et de limiter la hausse du chômage. De plus, indépendamment de la réaction de politique économique, l'évolution des prix a été fortement influencée par celle du prix des matières premières. Dans un premier temps, l'effondrement du pétrole au deuxième semestre 2008 aurait pu accélérer le processus déflationniste, mais la hausse observée depuis 2009 est venue alimenter la hausse des prix éloignant le risque déflationniste (graphique 1). Par ailleurs, les entreprises ont partiellement amorti l'impact de la crise en consentant des baisses des taux de marges (graphique 2), ce qui a permis d'atténuer la hausse du chômage, facteur essentiel pouvant mener à la déflation. Partant d'une modélisation de la boucle prix-salaire, cette étude propose d'évaluer la contribution de la dynamique du prix du pétrole et le rôle de l'ajustement du marché du travail à l'évolution de l'inflation. Nous montrons que, si le prix du pétrole avait poursuivi sa tendance haussière après le pic de l'été 2008 et si l'ajustement sur le marché du travail avait été, dans tous les pays⁴, identique à celui des États-Unis, alors le glissement annuel de l'inflation au deuxième trimestre 2011 aurait été plus faible de

2. Les mécanismes d'entrée en déflation ont été décrits dans la *Revue de l'OFCE*, n° 109 : « Aux portes de la déflation ? » (2009).

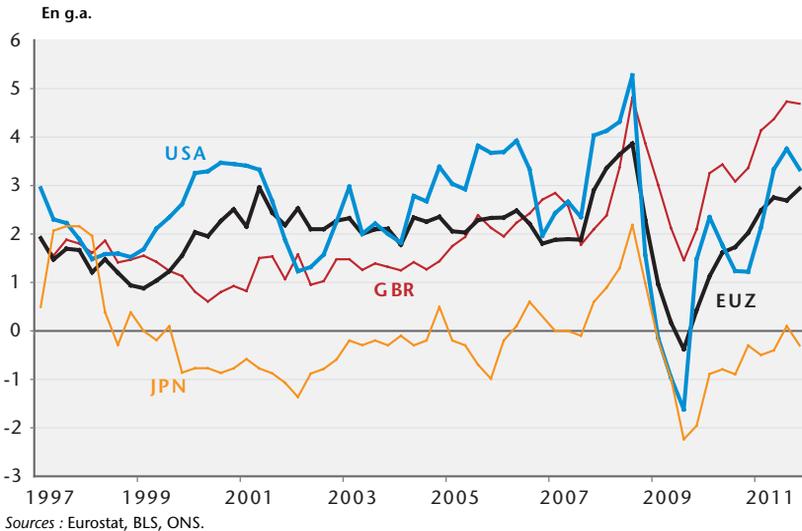
3. Voir A. Brender et F. Pisani (2003) : « Risque de déflation par la dette en Europe et aux États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 86.

4. Ici l'Allemagne, la France, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon, la situation de l'Espagne étant du point de vue de l'ajustement sur le marché du travail déjà proche de celle des États-Unis.

0,8 point en Italie à 3,4 points au Royaume-Uni. Quant à la France, l'inflation aurait été réduite de 0,7 point.

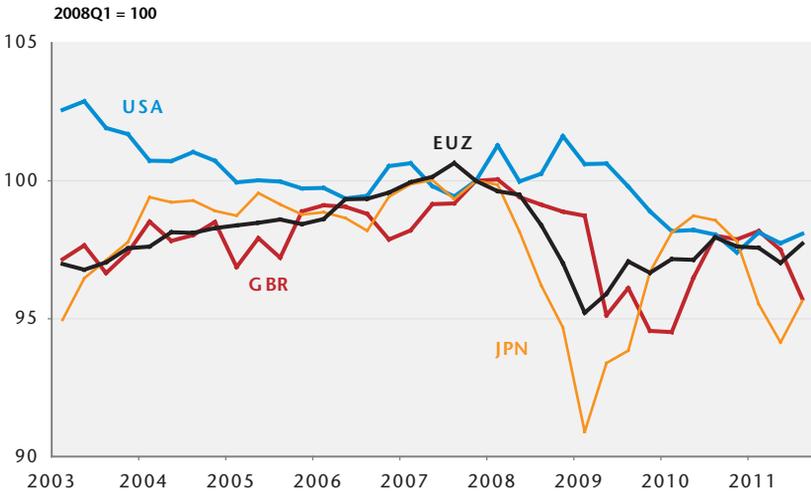
De fait, ces simulations ne permettent pas de montrer que nous aurions pu connaître un épisode déflationniste. Pourtant, ce risque est sans doute encore présent. Le souci de relance de l'activité a cédé la place à l'inquiétude sur la soutenabilité de la dette publique. Dès 2010, l'Espagne et le Royaume-Uni engageaient une politique budgétaire restrictive. En 2011, à l'exception du Japon, tous les principaux pays industrialisés suivaient la voie de la restriction, réduisant les perspectives de croissance, alors que l'écart de production n'est toujours pas refermé et que le chômage reste, sauf en Allemagne, plus élevé qu'avant le déclenchement de la crise. La crise n'est donc pas terminée. La zone euro retomberait en récession⁵ en 2012 ce qui entretiendrait les pressions déflationnistes. La première partie de cette étude revient sur la crise et le risque déflationniste. La boucle prix-salaire est développée dans une deuxième partie tandis que les différentes variantes et simulations sont présentées dans une troisième partie.

Graphique 1. Inflation (IPC)



5. Voir dans *Revue de l'OFCE*, n° 123, mai 2012 : « Les infortunes de la vertu : perspectives économiques 2012-2013 pour l'économie de la zone euro ».

Graphique 2. Taux de marges



1. La crise et le risque déflationniste

1.1. Un choc déflationniste...

Le choc à l'origine de la crise présente, par son ampleur et sa nature, de nombreuses similitudes avec les chocs qui ont déclenché la Grande Dépression ou la crise japonaise des années 1990⁶. Dès lors, l'enchaînement dépressif observé lors de ces crises déflationnistes s'est en grande partie reproduit en 2008 et 2009, conduisant à des ralentissements (voire des baisses) des prix dans tous les pays développés. Le risque déflationniste est inhérent à ce type de choc. En effet, la paralysie des canaux de financement de l'économie s'est rapidement transmise à l'activité, *via* le gel du crédit d'abord, puis les effets de richesse résultant de la chute des prix des actifs. L'effondrement des Bourses et du marché immobilier aux États-Unis, puis dans d'autres pays (Espagne, Royaume-Uni) a amplifié le climat d'incertitude poussant les agents à l'attentisme et confortant la baisse de l'activité. Tous les pays développés ont enregistré un retournement de leur demande intérieure dès le premier

6. Voir par exemple C. Blot, J. Creel, C. Riffart et D. Schweisguth (2011) : « L'éternel recommencement ? » dans *La crise dans tous ses états* édité par Yann Echirard et Fabien Labondance, PUG.

semestre 2008. L'effondrement de la demande a fragilisé les entreprises, précipitant les faillites et entraînant de fortes hausses du chômage dans les pays développés. Sur l'ensemble des pays de l'OCDE, le taux de chômage est passé de 5,6 % fin 2007 à 8,5 % fin 2009, soit une perte de 17,3 millions d'emplois. Si l'impact sur le revenu des ménages de la dégradation du marché du travail a été atténué par les stabilisateurs automatiques en 2008, la suppression des transferts exceptionnels et la hausse du chômage de longue durée ont fini par dégrader le revenu disponible brut, ce qui a pesé sur la consommation des ménages, notamment en Espagne, au Royaume-Uni et en Italie. Par ailleurs, l'incertitude accrue sur le marché du travail et l'effet de richesse ont entraîné une hausse du taux d'épargne, freinant encore davantage la consommation. Dans le cas de la France, ces deux éléments cumulés auraient contribué pour 0,7 point à la hausse de 0,8 point du taux d'épargne observée en 2009. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux d'épargne a augmenté de 1,9 point entre la fin de l'année 2007 et le premier trimestre 2009. Aux États-Unis, la hausse a même atteint 4 points entre le quatrième trimestre 2007 et le quatrième trimestre 2008.

La faiblesse de la demande interne comme celle de la demande externe, liée à l'ajustement brutal du commerce mondial, ont conduit les entreprises à revoir leur projet d'investissement, d'autant plus que la recrudescence des faillites d'entreprises a laissé d'importantes capacités de production inutilisées. L'indice global des défaillances calculé par Euler-Hermes témoigne de cette hausse mondiale de la dégradation en 2008 (+28 %) et en 2009 (+29 %), la zone euro et les États-Unis étant particulièrement touchés. Face à l'effondrement de l'activité, les salaires ont brusquement décéléré dès l'année 2008 dans de nombreux pays (tableau 1). Outre les négociations salariales conventionnelles propres à chaque pays, cette évolution des salaires reflète des réalités différentes : une chute des primes et bonus au Japon et au Royaume-Uni, le recours massif au chômage partiel en Allemagne et en Italie, un mouvement de ralentissement durable des salaires en Espagne, affectée en profondeur par l'effondrement de l'activité. L'Italie, quant à elle, a vu les salaires progresser plus rapidement que la productivité en 2010, ce qui accroît sa perte de compétitivité par rapport à ses concurrents européens. Parallèlement, l'ampleur de la chute de l'activité a conduit à une décélération des prix en 2008 en Alle-

magne et aux États-Unis puis en 2009 en France, Italie, Espagne, Royaume-Uni et Japon.

Tableau 1. Salaires et inflation sous-jacente

En %

	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	USA	JPN
Salaire horaire moyen*							
2007	2,6	1,0	2,3	4,5	6,1	3,6	-1,0
2008	4,3	2,2	2,2	5,8	0,4	2,6	3,1
2009	-0,8	3,1	1,0	3,0	2,7	1,8	-4,2
2010	0,1	1,9	2,9	0,9	1,1	1,6	0,4
Inflation sous-jacente**							
2007	1,9	1,6	1,8	2,5	1,6	2,3	-0,3
2008	1,3	1,8	2,2	2,4	1,6	2,3	0,0
2009	1,3	1,4	1,6	0,9	1,7	1,7	-0,8
2010	0,6	1,0	1,7	0,8	2,7	1,0	-1,2
2011	1,2	1,1	2,0	1,2	3,0	1,7	-0,9

* L'indisponibilité de l'ensemble des données pour le salaire horaire moyen n'a pas permis de calculer les glissements annuels pour l'année 2011.

** L'inflation sous-jacente est le taux de croissance en moyenne annuelle des prix à la consommation, hors alimentation, énergie, alcool et tabac.

Sources : Eurostat, données nationales.

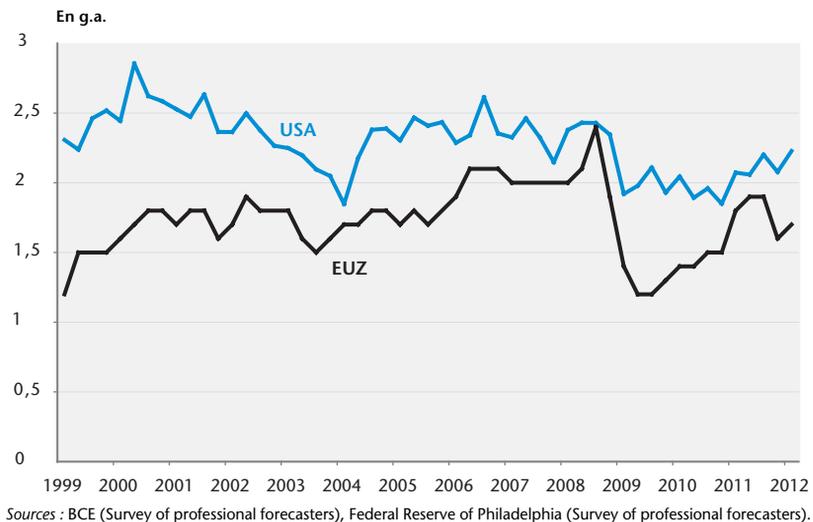
1.2. ... freiné par la réaction de la politique économique, la reprise de la croissance ...

Pourtant, malgré la violence du choc et la chute de l'activité, le scénario déflationniste ne s'est pas enclenché. D'une part, l'ajustement des prix et des anticipations a fait preuve d'inertie⁷. L'entrée en déflation ne fut pas immédiate. D'autre part, conscientes du risque, les banques centrales ont rapidement réagi en garantissant la liquidité du système financier et en baissant les taux d'intérêt. Puis, une fois atteint le niveau plancher des taux d'intérêt, elles se sont engagées dans des politiques dites non conventionnelles afin de relancer les anticipations d'inflation et d'orienter à la baisse les taux d'intérêt réels. Même s'il n'est pas certain que les mesures de politique monétaire ont réussi à sortir les pays de la trappe à liquidité, les anticipations d'inflation des « professionnels » n'ont jamais intégré de scénario déflationniste (graphique 3). En outre,

7. Voir L. Alvarez *et al.* : « Sticky prices in the euro area : a summary of new micro evidence » in *Journal of European Economic association* (2006) et ECB (2009) : « New survey evidence on wage setting in Europe », *Monthly Bulletin*, février.

les gouvernements ont accompagné l'action des banques centrales en recapitalisant le système bancaire et en décidant de plans de relance pour stabiliser l'activité économique. Cette réaction a en tout cas permis de sortir de l'enchaînement dépressif initial. La croissance est redevenue positive au troisième trimestre 2009 dans la plupart des pays, et début 2010 en Espagne si bien que le PIB des pays industrialisés affichait une progression de 2,6 % en 2010 après la récession de 3,9 % observée en 2009. Les prix et les salaires ont à nouveau accéléré au cours de l'année 2010 et en 2011 (tableau 1), éloignant le spectre déflationniste. Ainsi, après avoir fortement baissé en 2009, les taux d'inflation sont redevenus positifs aux États-Unis et dans la zone euro : respectivement 1,1 % et 2,3 % au premier trimestre 2010 contre -0,4 % et -1,6 % au troisième trimestre 2009 (graphique 1). Au Royaume-Uni, comme dans certains pays de la zone euro (tableau en annexe 1), les hausses des taux de TVA ont aussi contribué à accroître l'inflation. Au Royaume-Uni, cette hausse, intervenue en janvier 2010, a fait repasser l'inflation au-dessus de 3 % dès le début de l'année. Ces accélérations de l'inflation ont continué en 2011 où, sur l'ensemble de l'année, le taux d'inflation s'est élevé à 2,7 % dans la zone euro, 3,1 % aux États-Unis et 4,5 % au Royaume-Uni. Seul le Japon est resté en déflation avec une baisse des prix de 0,7 % sur l'ensemble de l'année 2010 et encore de 0,3 % en 2011.

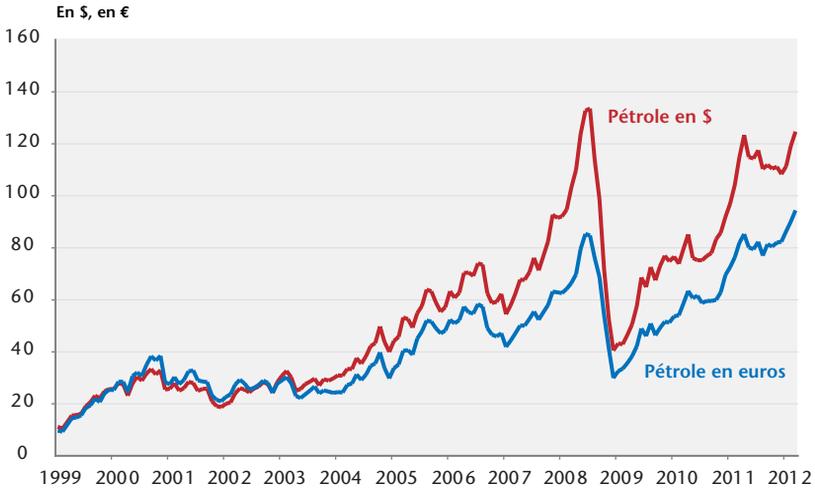
Graphique 3. Enquête sur les anticipations d'inflation



1.3. ... et la volatilité du prix du pétrole

Cette évolution des prix à la consommation a été particulièrement marquée par la forte volatilité des prix énergétiques et dans une moindre mesure par celle des prix des produits alimentaires. Ainsi, le prix du baril de pétrole est passé de 133 dollars (respectivement 85 euros) en juillet 2008 (graphique 4) à 40 dollars (respectivement 30 euros) en décembre 2008. Il est ensuite de nouveau reparti à la hausse, dépassant depuis le début de l'année 2012 le pic de l'été 2008. Ces fluctuations se sont répercutées sur le prix à la consommation. Ainsi, l'augmentation de l'indice « énergie » a contribué pour respectivement 1,1 et 1,8 point à l'inflation de la zone euro en 2010 et 2011 (tableau 2).

Graphique 4. Prix du pétrole en...



Sources : Datastream.

Cette volatilité est encore plus forte pour les États-Unis avec une contribution négative de l'énergie de 5,4 points en 2009 et une contribution positive de 4 points en 2011. Au Royaume-Uni, cette contribution s'élève à 1,4 point en 2011 pour une inflation qui a été, en revanche, plus forte (4,5 %) du fait de l'impact de la hausse de la TVA. L'effet lié aux variations des taxes indirectes peut être évalué à 1,7 point en 2011 selon les calculs réalisés par Eurostat, qui fournit une série corrigée de ces effets de changements de taux de TVA. D'autres pays de la zone euro ont également augmenté la fiscalité indirecte dans le cadre de leur plan d'ajustement budgétaire, ce qui aurait contribué, à une hausse de 0,1 point de

l'inflation en 2010 et 0,3 point en 2011. C'est en Grèce que cet impact est le plus fort car il dépassait 3 points en 2010 et était encore de 2 points en 2011.

Tableau 2. Contributions des indices énergie et alimentaire à l'inflation

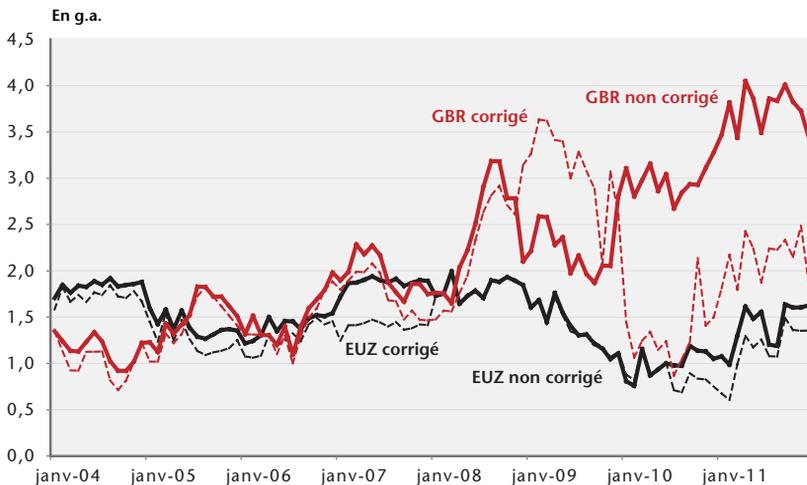
En %

	EUZ				USA				GBR			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
IPC	3,3	0,3	1,6	2,7	3,8	-0,3	1,6	3,1	3,6	2,2	3,3	4,5
IPC énergie	10,3	-8,0	7,4	11,9	18,0	-27,8	18,2	26,3	16,9	-0,1	6,0	12,4
Contribution	1,6	-1,3	1,1	1,8	2,9	-5,4	2,4	4,0	1,4	0,0	0,7	1,4
IPC alimentaire	5,7	-0,1	0,5	2,3	5,5	1,8	0,8	3,7	10,0	5,6	3,0	4,6
Contribution	0,6	0,0	0,0	0,2	0,5	0,1	0,1	0,3	1,0	0,6	0,3	0,5

Source : Eurostat, données nationales.

Ainsi, en corrigeant l'inflation de la volatilité des prix de l'énergie et de ces effets de taxation indirecte, l'inflation serait bien plus faible, particulièrement au Royaume-Uni (graphique 5) où l'inflation sous-jacente corrigée des variations des taxes indirectes atteindrait 1,9 % fin 2011 contre 4,2 % pour l'inflation totale. Dans la zone euro, l'inflation serait plus modérément réduite puisqu'elle atteignait 1,4 % en décembre 2011, une fois corrigée de l'énergie, de l'inflation alimentaire et des variations de taxes indirectes, contre un indice global qui progressait de 2,7 % en glissement annuel.

Graphique 5. Inflation sous-jacente corrigée des variations de taxe indirecte



Indépendamment de ces différentes perturbations, le ralentissement des prix a marqué le pas au milieu de l'année 2011. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente a augmenté de 0,5 point en un trimestre pour atteindre 1,6 % au deuxième trimestre. Un scénario assez proche semblait être à l'œuvre aux États-Unis. Cette accélération de l'inflation sous-jacente aurait pu indiquer que la reprise de l'activité, observée depuis la fin de l'année 2009, se serait transmise sur les prix confirmant la fin de la crise et écartant de fait progressivement l'hypothèse déflationniste.

1.4. Un risque pourtant toujours bien présent

Quel que soit l'indicateur considéré, il ressort donc que l'économie s'est éloignée du chemin de la déflation depuis début 2010. Pour autant, ce risque est encore bien présent et différents éléments laissent penser que les pressions déflationnistes subsistent aujourd'hui. D'abord, quel que soit le mode de calcul, les écarts de production sont loin d'être refermés et les capacités de production restent encore largement excédentaires. De même, les marchés du travail des pays développés sont, à l'exception de l'Allemagne, éloignés du plein emploi. Depuis début 2008, 13,6 millions de personnes sont ainsi venues grossir les rangs des chômeurs dans les pays de l'OCDE. Le chômage continue à progresser dans la zone euro et au Royaume-Uni. La sous-utilisation des capacités de production maintient donc une pression à la baisse sur les salaires et les prix. Or la décrue du chômage est une condition nécessaire à une évolution plus favorable des salaires qui viendrait mettre fin à d'éventuelles pressions déflationnistes. Pour les États-Unis, la dynamique serait plus favorable avec une baisse de 1,6 point du taux de chômage depuis le pic à 9,9 % atteint en fin d'année 2009. Ensuite, les niveaux d'inflation sous-jacente demeurent, dans la plupart des pays, inférieurs à ceux qui prévalaient avant la crise. Or, on sait qu'en cas de choc déflationniste, une inflation initialement faible est un des principaux facteurs favorisant la mise en place de la spirale déflationniste.

En somme, tous ces éléments montrent que les effets récessifs de la crise sont encore à l'œuvre et qu'ils pourraient être amplifiés par la crise de la dette et les plans d'ajustement budgétaire mis œuvre, notamment en Europe. Si la reprise semblait éloigner ce scénario, le risque de double récession (*double dip*) le remettrait rapidement

au goût du jour. C'est dans la zone euro que ce ralentissement serait le plus marqué puisque la récession serait de retour en 2012 avec un PIB qui reculerait de 0,4 %. Le chômage continuerait donc à progresser et atteindrait 11 % en fin d'année. Si le Royaume-Uni échappait à la récession, avec une croissance anticipée à 0,7 % en 2012, il n'en demeure pas moins que le chômage progresserait encore pour atteindre 9,1 % en moyenne sur l'année 2013. Le risque de déflation serait néanmoins accru dans la mesure où les conditions de la déflation sont déjà en place, et où la rechute de l'activité interviendrait dans un contexte beaucoup plus déflationniste et défavorable que lors de la crise de 2008. Les conséquences pourraient donc en être plus rapides et désastreuses cette fois-ci, sauf pour les États où la croissance permettrait de soutenir la baisse du chômage. Dans la zone euro, c'est en Italie et en Espagne que ce risque est a priori le plus important. Ces deux pays sont d'ores et déjà retombés en récession et les mesures de restrictions budgétaires s'amplifieraient en 2012.

Ces éléments de scénario sont toutefois insuffisants pour évaluer le risque déflationniste. L'estimation d'un modèle décrivant la formation des prix et des salaires permet de rendre compte de façon plus fine et quantifiée des principaux mécanismes de transmission des chocs.

2. La boucle prix-salaire

2.1. Un modèle à quatre équations

La spirale déflationniste s'installe dès lors que la dynamique dépressive prix-salaire se met en place : les employeurs répercutent les baisses de salaires sur les prix, afin d'accroître leur compétitivité à taux de marges constants, et les travailleurs, dans un contexte de chômage de masse et d'évolution des prix favorable à leur pouvoir d'achat, voient leur pouvoir de négociation mis à mal, ce qui entretient les baisses de salaires.

Afin d'illustrer cette spirale, nous avons retenu un modèle simple à quatre équations :

La première équation (1) est une relation comptable où l'indice des prix à la consommation (P^C) est exprimé comme la somme pondérée des indices des prix à la valeur ajoutée (P^{VA}) et des prix à

l'importation (P^M) hors taxe. Le paramètre α est imposé et calculé comme la part moyenne des importations dans le PIB. Afin de simuler les prix TTC, nous multiplions cette combinaison linéaire par un taux de TVA apparent (tx_{TVA}). La deuxième équation (2) retrace la formation des prix d'importation qui dépendent du taux de change effectif réel (TCE) ainsi que du prix du pétrole ($P^{pétrole}$). L'équation (3) est celle des prix de la valeur ajoutée (P^{VA}) : ces derniers sont fonction du coût salarial unitaire qui se décompose comme la différence entre les salaires (W) et la productivité du travail (Π), et du taux d'utilisation des capacités de production (TU). Dans notre formulation, nous imposons une élasticité unitaire entre P^{VA} et $W-\Pi$, ce qui revient alors à estimer une équation du taux de marge des entreprises. Enfin, l'équation (4) est l'équation de formation des salaires qui dépend de l'indexation au prix à la consommation (P^C), de la productivité du travail (Π), du salaire minimum (SMIC) ainsi que du taux de chômage (U).

$$\left\{ \begin{array}{l} P_t^C = \left((P_t^M)^\alpha \times (P_t^{VA})^{1-\alpha} \right) (1 + tx_{TVA}) \end{array} \right. \quad (1)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} P_t^M = f_2 \left((P_t^{pétrole})^\beta, (TCER_t)^\psi \right) \end{array} \right. \quad (2)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} P_t^{VA} = f_3 \left((W_t - \Pi_t), (TU_t)^\sigma \right) \end{array} \right. \quad (3)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} W_t = f_4 \left((P_t^C)^\delta, (\Pi_t)^\eta, (smic_t)^\varphi, (U_t)^\lambda \right) \end{array} \right. \quad (4)$$

Pour les équations (2) à (4), nous avons testé deux formulations : la première en niveau (modèle « London School of Economics » (LES)), la seconde en taux de croissance (modèle « Phillips »).

Le choix de la formulation finalement retenue a été réalisé à l'aune de critères empiriques (meilleure simulation dynamique au cours de la crise, propriétés économétriques plus satisfaisantes) et non sur la base de considérations théoriques. Le modèle retenu nous permettra d'analyser des chocs de court terme sur l'évolution des prix dans les sept pays étudiés.

2.2. Les résultats

Les différentes équations ont été modélisées par des Modèles à Correction d'Erreur (MCE). Les estimations sont menées sur

données trimestrielles sur la période 1982-2011⁸. L'ensemble des résultats des estimations sont reproduits dans l'annexe 1. Les résultats des meilleures estimations pour chaque pays sont résumés dans le tableau 3.

Tableau 3. Estimation des paramètres de long terme du modèle prix-salaire

	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	USA	JPN
Part des imports dans le PIB							
α	0,31*	0,20	0,20	0,20	0,23	0,11	0,08
Équation de prix d'importation							
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Différence	Différence	Différence
Force de rappel γ_{pm}	-0,18 (-3,58)	-0,56 (-7,10)	-0,76 (-7,11)	-0,75 (-8,72)	-0,87 (-8,82)	-0,76 (-10,01)	-0,66 (-9,10)
β	0,07	0,14	0,11	0,11	0,07	0,12	0,13
ψ	-0,38	-0,63	-0,73	-0,32	-0,55	-0,31	-0,53
Équation de prix de valeur ajoutée							
Spécification	Niveau	Niveau	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_{pva}	-0,03 (-2,8)	-0,03 (-5,12)	-0,028 (-3,58)	-0,089 (-2,85)	-0,28 (-3,5)	-0,22 (-5,97)	-0,04 (-3,73)
σ	ns	0,10	0,0007	ns	0,30	ns	0,003
Diagnostics tests							
R2	0,61	0,71	0,36	0,85	0,51	0,55	0,76
SSR	0,001	0,001	0,002	0,0006	0,007	0,0005	0,001
SSE	0,003	0,003	0,005	0,003	0,008	0,0006	0,004
LM(1)	0,65 [p > 0,63]	1,06 [p > 0,31]	2,69 [p > 0,10]	0,30 [p > 0,59]	0,73 [p > 0,73]	0,00 [p > 0,98]	0,00 [p > 0,96]
LM(4)	0,81 [p > 0,76]	1,38 [p > 0,25]	5,90 [p > 0,21]	0,83 [p > 0,93]	0,16 [p > 0,15]	3,43 [p > 0,49]	0,79 [p > 0,94]
ARCH(4)	0,56 [p > 0,55]	0,82 [p > 0,51]	10,90 [p > 0,18]	7,12 [p > 0,13]	0,94 [p > 0,93]	6,86 [p > 0,14]	2,91 [p > 0,79]
Bera-Jarque	4,9 [p > 0,09]	2,43 [p > 0,29]	0,63 [p > 0,73]	1,56 [p > 0,46]	4,64 [p > 0,10]	1,00 [p > 0,61]	13,00 [p > 0,001]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

* 1991-2010

Sources : INSEE, calculs des auteurs.

8. La période d'estimation est différente dans quelques pays. C'est le cas notamment pour l'Allemagne pour qui les estimations ne démarrent qu'en 1991 en raison de la réunification. Pour plus de détails, le lecteur pourra se référer à l'annexe 3.

Tableau 3(suite). Estimation des paramètres de long terme du modèle prix-salaire

	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	USA	JPN
Équation de salaire							
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,15 (-4,25)	-0,45 (-5,52)	-0,54 (-5,48)	-0,70 (-5,32)	-0,50 (-8,03)	-0,69 (-4,37)	-0,11 (-5,34)
δ	1 (NE)	0,65	0,69	0,52	1 (NE)	0,55	1 (NE)
η	0,31	0,29	0,34	0,62	0,34	0,15	1 (NE)
φ	-	0,42		0,77	-		
λ	-0,015	-0,002	-0,0006	-0,00007	-0,001	-0,0004	-0,06
Diagnostics tests							
R2	0,65	0,54	0,78	0,67	0,72	0,57	0,78
SSR	0,003	0,001	0,005	0,006	0,003	0,004	0,006
SSE	0,006	0,003	0,009	0,009	0,005	0,005	0,020
LM(1)	0,20 [p > 0,53]	0,09 [p > 0,77]	2,54 [p > 0,11]	0,93 [p > 0,33]	0,46 [p > 0,44]	0,23 [p > 0,63]	1,19 [p > 0,28]
LM(4)	0,53 [p > 0,69]	1,26 [p > 0,29]	4,17 [p > 0,38]	6,29 [p > 0,17]	0,53 [p > 0,47]	5,35 [p > 0,25]	4,34 [p > 0,36]
ARCH(4)	0,52 [p > 0,51]	1,22 [p > 0,30]	8,99 [p > 0,06]	1,39 [p > 0,85]	0,36 [p > 0,37]	2,63 [p > 0,62]	5,45 [p > 0,24]
Bera-Jarque	0,87 [p > 0,65]	0,42 [p > 0,81]	1,42 [p > 0,49]	1,18 [p > 0,55]	1,07 [p > 0,58]	3,06 [p > 0,22]	0,41 [p > 0,81]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : INSEE, calculs des auteurs.

Avant de détailler les résultats, notons que ces équations ont des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus des équations. Ceux-ci sont homoscédastiques au regard du test ARCH. Enfin, selon le test de Bera Jarque, les résidus suivent une loi normale.

Le premier enseignement que l'on peut tirer de ces estimations est que l'incidence des prix du pétrole sur les prix d'importation (β) apparaît la plus forte en France (0,14), deux fois plus forte que celle estimée pour l'Allemagne et le Royaume-Uni (0,07).

Le deuxième enseignement est que la spécification de la boucle prix-salaire (équations 3 et 4) retenue diffère selon les pays étudiés. Il ressort de notre travail, dont les résultats sont présentés dans l'annexe 1, trois types de modèles :

1. **Le modèle WS-PS** : les deux équations (3) et (4) sont en niveau. C'est le cas pour l'Allemagne et le Japon ;
2. **Le modèle de Phillips** : les deux équations (3) et (4) sont en taux de croissance. Ce modèle est la meilleure spécification pour l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. ;
3. **Un modèle hybride** dans lequel l'équation de taux de marge (équation 3) est en niveau alors que l'équation des salaires (équation 4) est en taux de croissance. Ce modèle correspond le mieux aux économies française et italienne.

La différence de spécification induit des écarts importants dans l'évaluation des élasticités. C'est le cas notamment pour l'indexation des salaires sur les prix (δ) : dans un modèle WS-PS, cette élasticité est imposée unitaire (c'est le cas en Allemagne et au Japon), alors que dans les autres pays cette indexation est proche de 0,6. Enfin, l'élasticité des salaires au chômage (λ) est extrêmement variable d'un pays à l'autre. Dans les pays ayant une spécification en niveau, notons que cette élasticité est quatre fois plus faible en Allemagne (-0,015) qu'au Japon (-0.06). Dans les autres pays, elle apparaît extrêmement faible pour l'Espagne et à un degré moindre en Italie et aux États-Unis, et plus forte en France.

3. Une évaluation du risque déflationniste sous-jacent

Partant de ces modèles, nous pouvons simuler des scénarios alternatifs qui permettent de juger des tensions déflationnistes sous-jacentes. En particulier, comme nous l'avons décrit précédemment, les fortes variations du prix du pétrole au cours de la période, comme le sous-ajustement du marché du travail propre à cette crise, ont pu masquer des pressions déflationnistes qu'il convient d'isoler. De manière à identifier les déterminants de l'évolution de l'inflation au cours des quatre dernières années (2008-2011), nous avons donc étudié séparément, puis conjointement, les effets de l'ajustement de la productivité et du chômage ainsi que ceux des variations du prix du pétrole pendant la crise sur l'évolution des prix à la consommation.

3.1. Incidence d'un ajustement plus rapide du marché du travail sur l'inflation

Au cours de la crise, dans la plupart des pays, à l'exception de l'Espagne et des États-Unis, la dégradation du marché du travail a

été contenue par une forte chute de la productivité, qui n'a pas encore retrouvé sa tendance de long terme⁹. La dégradation du cycle de productivité a permis d'éviter une hausse trop brutale du chômage, qui aurait accéléré la spirale désinflationniste. Cette hausse du chômage demeure toutefois latente puisque la chute de la productivité s'est traduite par des baisses des marges des entreprises, que ces dernières pourraient vouloir restaurer.

Une façon de mesurer les pressions désinflationnistes sous-jacentes pouvant s'exercer sur l'économie consiste à déterminer une trajectoire alternative du taux de chômage en faisant une hypothèse de retour plus rapide de la productivité vers sa tendance.

Dans notre modèle, une croissance plus élevée de la productivité du travail aurait un impact désinflationniste par le biais de plusieurs canaux de transmission :

- une reprise plus rapide de la productivité engendrerait une hausse du taux de chômage qui pèserait sur les salaires ; ce canal dépendant bien entendu de la sensibilité des salaires au chômage (λ) ainsi que de l'indexation des salaires sur les prix (δ) qui conditionne le déclenchement des boucles prix-salaire ;
- en freinant le coût salarial unitaire, l'accélération de la productivité pèse directement sur les prix de la valeur ajoutée ; ce canal sera d'autant plus important que la part des prix de la valeur ajoutée dans les prix de consommation (α) est élevé ;
- à ces canaux désinflationnistes vient se greffer un effet inflationniste lié à l'indexation des salaires sur la productivité (η) qui pourrait compenser une partie des effets précités¹⁰.

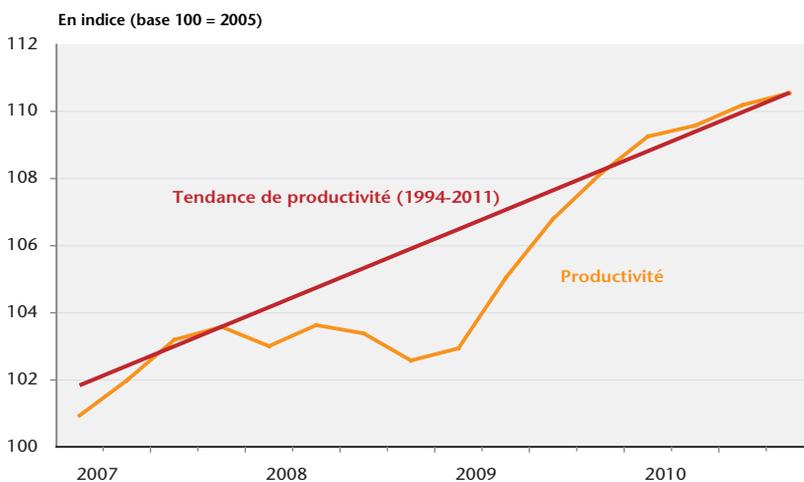
Enfin, le risque déflationniste sous-jacent à la situation du marché du travail dépend de la dynamique de la boucle prix-salaires. Plus la réactivité des prix aux salaires – et vice-versa – est forte, plus vite les chocs de productivité se traduiront par des pressions désinflationnistes.

9. Voir à ce sujet M. Cochard, G. Cornilleau et É. Heyer, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Economie et statistique* n°438-440.

10. L'ajustement de leur taux de marge par les entreprises pourrait aussi accentuer ou contrebalancer la tendance déflationniste, selon qu'elles ajustent à la hausse ou à la baisse leur taux de marge en réaction à une croissance plus rapide de la productivité. Cet effet n'est pas pris en compte dans notre modèle.

Pour quantifier ce risque, nous avons simulé un scénario dans lequel le cycle de productivité se referme au même rythme dans tous les pays étudiés, ce qui se traduit par un retour à la tendance de productivité, comme ce fut le cas aux États-Unis au premier trimestre 2010 (graphique 6). Cet ajustement plus rapide de la productivité s'est traduit par une hausse du chômage plus forte par rapport à la hausse observée pendant la crise dans la plupart des pays à l'exception de l'Espagne (graphique 7). Dans ce pays, la productivité s'est ajustée plus rapidement qu'aux États-Unis, ce qui implique une baisse du taux de chômage dans le scénario.

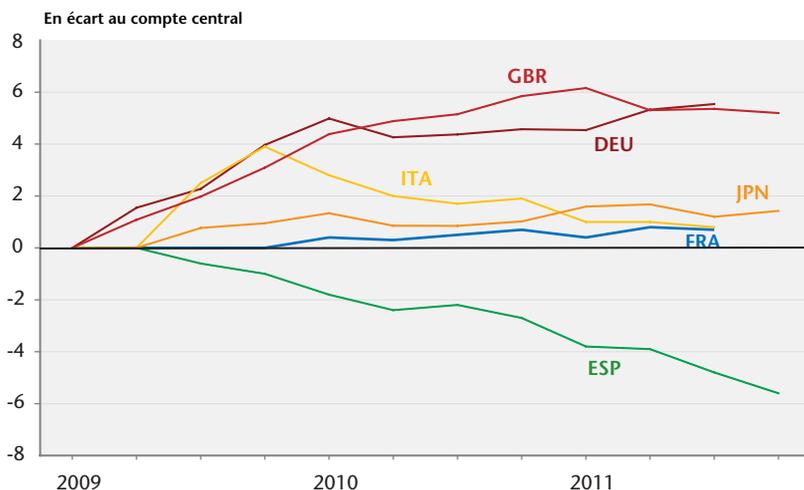
Graphique 6. Ajustement de la productivité du travail aux États-Unis pendant la crise



Sources : Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

L'étude de ces éléments montre que le risque déflationniste sous-jacent diffère selon les pays. D'abord, la hausse potentielle du chômage, qui dépend de l'ampleur du retard de productivité accumulé depuis le début de la crise, varie fortement d'un pays à l'autre. L'ajustement de l'emploi à la baisse d'activité passée est ainsi achevé en Espagne et aux États-Unis, tandis que le retour plus rapide de la productivité à sa tendance de long terme se traduirait par des hausses du taux de chômage allant de 0,4 point en France à 5 points en Allemagne. Ensuite, les pressions déflationnistes sous-jacentes seront d'autant plus fortes que les prix seront sensibles à des variations du chômage.

Graphique 7. Évolution du taux de chômage dans la variante de productivité

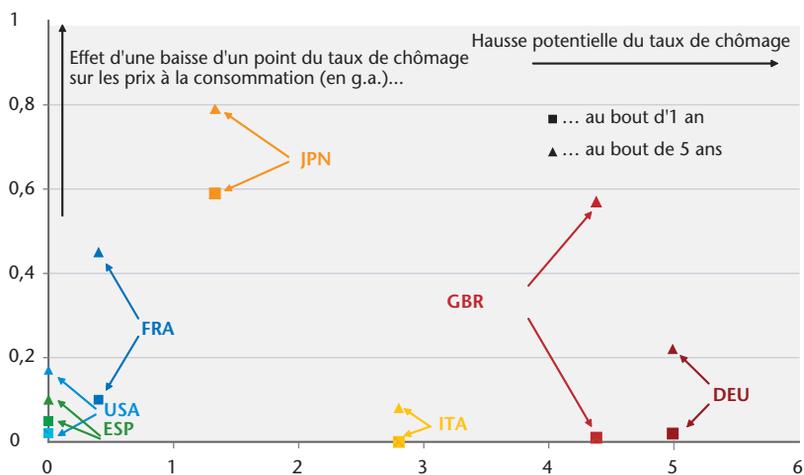


Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Le graphique 8 résume l'exposition des différents pays au risque déflationniste selon ces deux critères. Il apparaît que les deux pays les plus exposés sont l'Allemagne et le Royaume-Uni. Suivent l'Italie et le Japon : si l'ajustement du marché du travail est moins avancé en Italie, la moindre sensibilité des salaires, donc des prix à la situation du marché du travail situe le risque déflationniste à un niveau proche de celui du Japon. En France, l'ajustement du marché du travail est presque achevé. Enfin, États-Unis et Espagne cumulent à la fois un ajustement du marché du travail achevé et une faible sensibilité des salaires et des prix au chômage.

Il ressort qu'au deuxième trimestre 2011, la hausse du chômage se serait traduite par une croissance plus faible des salaires dans l'ensemble des pays (graphique 9). En écart au compte central, la baisse de la progression des salaires atteindrait -0,5 à -0,7 point en France et en Espagne, contre -1 à -1,2 point en Italie et au Japon, -2,6 points en Allemagne et -6,9 points au Royaume-Uni, pays où le risque déflationniste est plus important. La hausse de la productivité ne permet pas de contrebalancer l'effet déflationniste de la hausse du chômage sur la croissance des salaires. En Espagne, la baisse de productivité aurait pour conséquence une baisse de la croissance des salaires, l'effet de la productivité étant plus fort que la baisse du chômage.

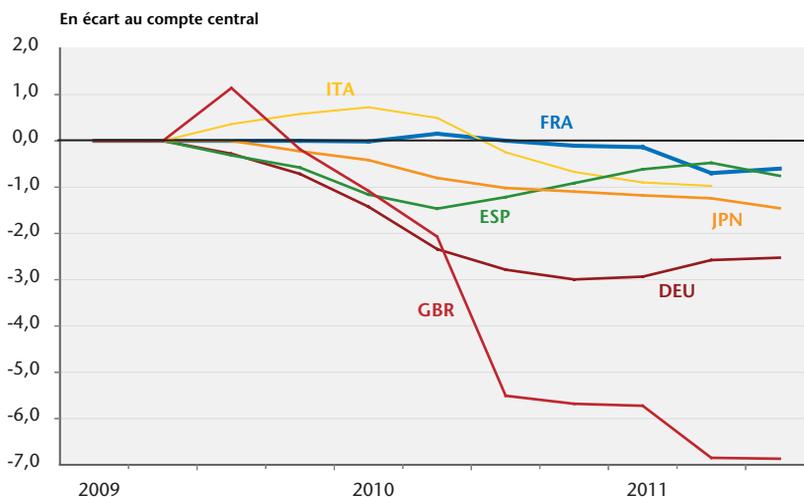
Graphique 8. Exposition au risque déflationniste



Note de lecture : en abscisse, se lit l'évolution du taux de chômage qui résulterait d'un retour plus rapide de la productivité à sa tendance de long terme. Si l'ajustement à la crise passée s'achevait au premier trimestre 2010, la hausse du taux de chômage serait donc de 4,4 points au Royaume-Uni. En ordonnée figure l'effet d'une baisse de 1 point du taux de chômage sur le prix de consommation aux horizons d'un an et de cinq ans. Cet effet est calculé à partir d'une simulation dynamique des modèles estimés (cf. tableau 3).

Sources : Données nationales, calculs OFCE.

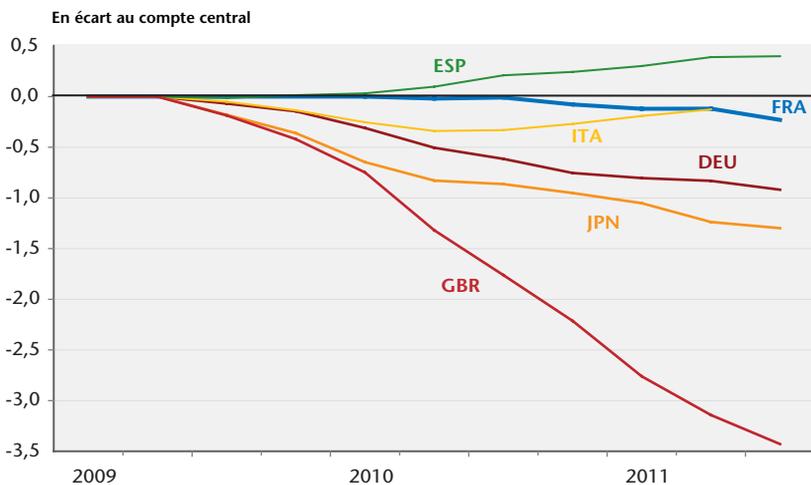
Graphique 9. Impact sur le glissement annuel des salaires



Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Le retour plus rapide de la productivité à sa tendance de longue période aurait pour conséquence une baisse de l'inflation marquée dans les pays conjuguant forte hausse du chômage et forte sensibilité des salaires au taux de chômage (graphique 10). L'impact serait de -3,1 points mi-2011 au Royaume-Uni, -0,8 point en Allemagne et de -1,2 point au Japon. En Italie, l'inflation baisserait de -0,1 point, les salaires étant peu sensibles à une variation du taux de chômage. Pour la France, la faible hausse du taux de chômage aurait pour conséquence une baisse de 0,1 point du taux d'inflation.

Graphique 10. Impact sur le glissement annuel des prix à la consommation



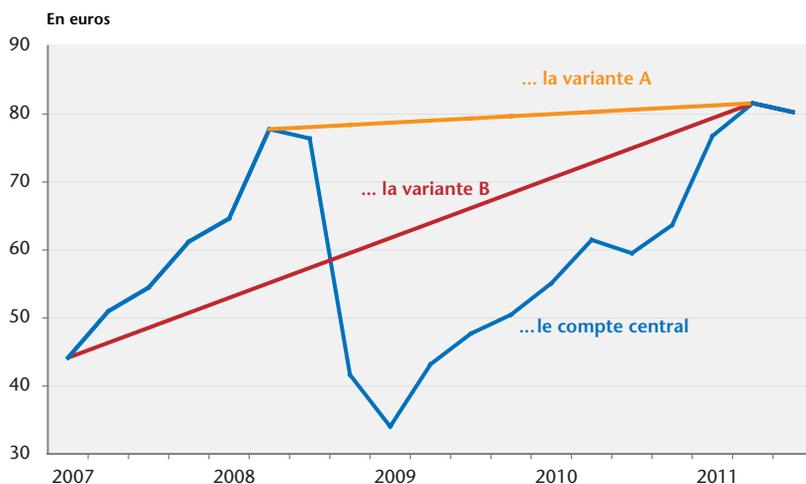
3.2. Incidence de l'évolution du prix du pétrole sur l'inflation

Les prix à la consommation sont impactés par le prix du pétrole. Or, ce dernier a considérablement varié au cours des quatre dernières années. En euros, celui-ci est passé de près de 78 euros le baril au deuxième trimestre 2008 à 34 euros au premier trimestre 2009, pour finalement remonter à 80 euros au troisième trimestre 2011. Deux variantes ont été réalisées ; elles sont illustrées par le graphique 11 :

- Dans la variante A, nous supposons une progression régulière du prix du baril en euros entre le pic atteint au deuxième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2011. Cette variante permet de mesurer l'impact désinflationniste de la forte baisse du prix du pétrole au début de la crise.

- Dans la variante B, nous supposons à titre de comparaison une progression régulière du prix du baril en euros entre le premier trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2011. Cette variante est menée uniquement pour la France.

Graphique 11. Évolution du prix du pétrole dans...

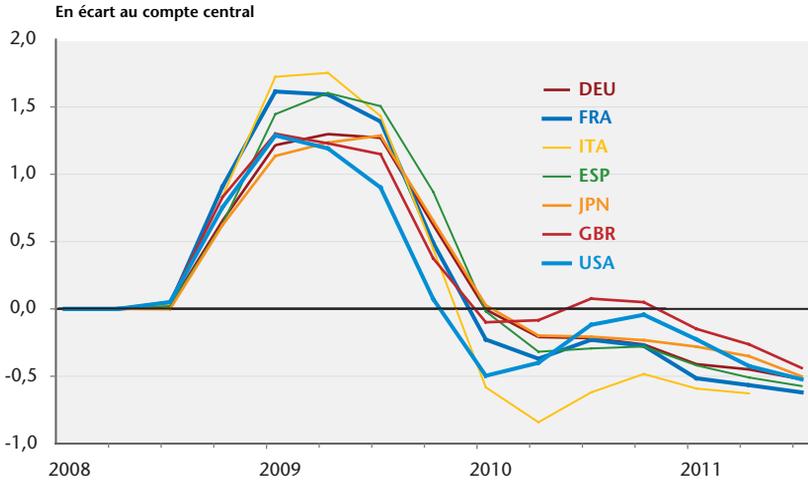


Sources : INSEE, calculs OFCE.

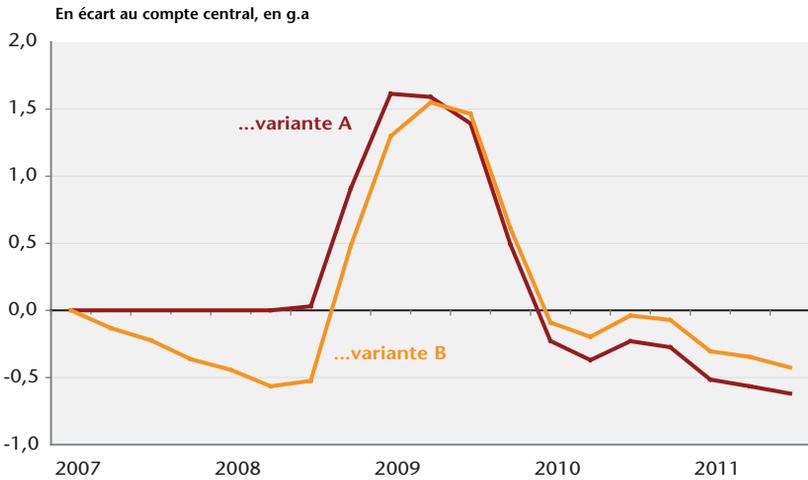
Dans la boucle prix-salaires, l'effet du prix du baril de pétrole sur les prix à la consommation dépend de l'impact du prix du pétrole sur celui des importations, et de la part du prix des importations dans le prix de consommation. Une hausse progressive des prix du pétrole entre 2008 et 2011 aurait eu pour effet d'accélérer la hausse des prix fin 2008 et tout au long de l'année 2009. En revanche, à partir de 2010, elle aurait contribué à modérer l'inflation, plus fortement en Italie et en France, modération de l'ordre de -0,6 point au deuxième trimestre 2011 contre -0,3 à -0,4 point dans les autres pays (graphique 12). La forte variabilité du prix du pétrole a donc contribué à contrebalancer le risque déflationniste à partir de 2010. La différence d'impact entre l'Italie, la France et les autres pays s'explique par une sensibilité plus grande du prix des importations au prix du baril conjuguée à un poids important du prix des imports dans le prix de consommation. À titre de comparaison, nous avons aussi mis en œuvre une variante alternative dans laquelle le prix du pétrole progresse régulièrement entre 2007 et 2011. Ce scénario alternatif aurait impliqué moins d'inflation en 2008 (graphique 13)

au plus fort de la crise, mais aussi à partir de 2010 (-0,3 point de taux d'inflation au deuxième trimestre 2011).

Graphique 12. Évolution des prix à la consommation dans la variante A (en g.a.)



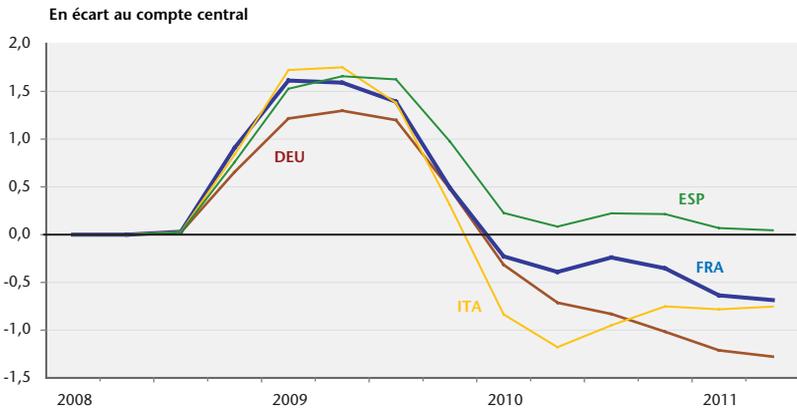
Graphique 13. Évolution des prix à la consommation pour la France dans...



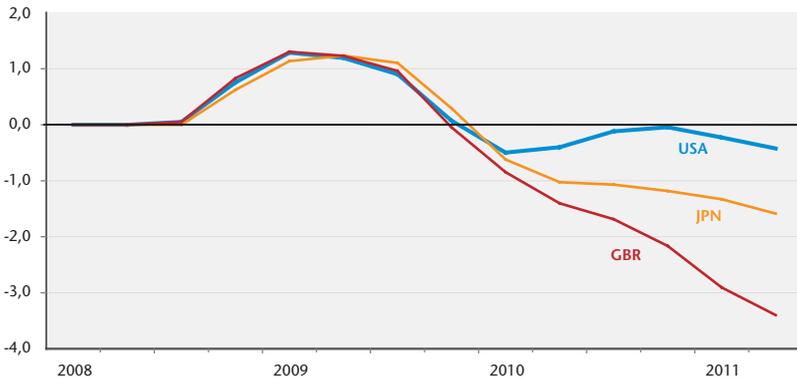
3.3. Incidence complète de l'évolution du prix du pétrole et de la productivité sur l'inflation

L'ajustement lent du marché du travail et la forte volatilité du prix du pétrole ont atténué le risque déflationniste pendant la crise. Si la productivité s'était ajustée au même rythme dans l'ensemble des pays qu'aux États-Unis, et si la progression du prix du baril de pétrole avait été plus régulière, l'inflation aurait diminué de 0,2 à 0,8 point dès le début 2010, excepté pour l'Espagne (graphique 14a). Au Royaume-Uni, l'effet cumulé des deux chocs aurait eu pour conséquence de faire baisser l'inflation de 0,8 point début 2010, et jusqu'à -3,9 points mi-2011 (graphique 14b). Le Japon aurait connu une déflation plus marquée, avec un taux d'inflation plus faible de 1,2 point fin 2010 (tableau 4). Dans ce pays, le faible ajustement de l'emploi et la forte variabilité du prix du pétrole ont largement contribué à atténuer la déflation.

Graphique 14a. Impact des deux chocs sur les prix à la consommation (en g.a.)



Graphique 14b



Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Tableau 4. Impact des chocs sur les prix à la consommation

En glissement annuel

Effet sur le taux d'inflation...		2010				2011	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2
DEU	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,3	0,5	0,6	0,8	0,8	0,8
	... de la variabilité du pétrole	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
	Effet total	0,3	0,7	0,8	1,0	1,2	1,3
FRA	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
	... de la variabilité du pétrole	0,2	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6
	Effet total	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	0,7
ITA	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1
	... de la variabilité du pétrole	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6
	Effet total	0,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8
ESP	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
	... de la variabilité du pétrole	0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
	Effet total	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1
GBR	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,7	1,3	1,8	2,2	2,8	3,1
	... de la variabilité du pétrole	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3
	Effet total	0,8	1,4	1,7	2,2	2,9	3,4
USA	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	... de la variabilité du pétrole	0,5	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4
	Effet total	0,5	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4
JPN	... de la vitesse d'ajustement de la productivité	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
	... de la variabilité du pétrole	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
	Effet total	0,6	1,0	1,1	1,2	1,3	1,6

Sources : Données nationales, calculs OFCE.

Annexe 1

Tableau A1. Évolution des taux de TVA dans les pays de l'Union européenne

Depuis janvier 2008	Date	Taux normal	Taux réduit
Estonie	Janvier 2009		+4
	Juillet 2009	+2	
Grèce	Mars 2010	+2	+0,5/+1
	Juillet 2010	+2	+0,5/+1
	Janvier 2011		+1/+2
Espagne	Juillet 2010	+2	+1
Italie	Septembre 2011	+1	
Portugal	Juillet 2008	-1	
	Juillet 2010	+1	+1/+1
	Janvier 2011	+2	
Finlande	Juillet 2010	+1	+1
Royaume-Uni	Décembre 2008	-2,5	-
	Janvier 2010	+2,5	
	Janvier 2011	+2,5	

Source : Commission européenne.

Annexe 2

Le modèle utilisé pour estimer les risques déflationniste comporte quatre équations :

La première équation (1) traduit la relation comptable entre l'indice des prix à la consommation (P^C) et les indices des prix à la valeur ajoutée (P^{VA}) et des prix à l'importation (P^M) hors taxe. Le paramètre α est imposé et calculé comme la part moyenne des importations dans le PIB. Afin de simuler les prix TTC, nous multiplions cette combinaison linéaire par un taux de tva apparent (tx_{TVA}).

La deuxième équation (2) retrace la formation des prix d'importation qui dépendent du taux de change effectif réel (TCE) ainsi que du prix du pétrole ($p^{pétrole}$).

L'équation (3) est celle des prix de la valeur ajoutée (P^{VA}) : ces derniers sont fonction du coût salarial unitaire qui se décompose comme la différence entre les salaires (W) et de la productivité du travail (II) et du taux d'utilisation des capacités de production (TU). Dans notre formulation, nous imposons une élasticité unitaire entre P^{VA} et $W-II$, ce qui revient alors à estimer une équation du taux de marge des entreprises.

Enfin, l'équation (4) est l'équation de formation des salaires qui dépend de l'indexation au prix à la consommation (P^C), de la productivité du travail (II), du salaire minimum (SMIC) ainsi que du taux de chômage (U).

$$P_t^C = \left((P_t^M)^\alpha \times (P_t^{VA})^{1-\alpha} \right) (1 + tx_{TVA}) \quad (1)$$

$$P_t^M = f_2 \left((P_t^{pétrole})^\beta, (TCE R_t)^\psi \right) \quad (2)$$

$$P_t^{VA} = f_3 \left((W_t - \Pi_t), (TU_t)^\sigma \right) \quad (3)$$

$$W_t = f_4 \left((P_t^C)^\delta, (\Pi_t)^\eta, (smic_t)^\varphi, (U_t)^\lambda \right) \quad (4)$$

Pour chaque équation nous avons testé deux formulations : la première en niveau (modèle « London School of Economics » (LES)), la seconde en taux de croissance (modèle « Phillips »).

Quatre combinaisons sont alors possibles :

1. **le modèle WS-PS** : les deux équations (3) et (4) sont en niveau ;
2. **le modèle de Phillips** : les deux équations (3) et (4) sont en taux de croissance ;
3. **les modèles hybrides** : a) L'équation des salaires en taux de croissance et celle des prix en niveau (« **Phillips-PS** »); b) L'équation des salaires en niveau et celle des prix en taux de croissance (« **WS-Phillips** ») .

Les résultats

Les différentes équations ont été modélisées par des Modèles à Correction d'Erreur (MCE). Les estimations sont menées sur données trimestrielles sur la période 1982-2011. Le détail des périodes d'estimation est donné dans le tableau en fin de cette annexe.

TableauA2.i. Allemagne

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pm}	-0,18 (-3,58)	-0,64 (-5,58)			
β	0,07	0,08			
ψ	-0,38	-0,45			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pva}	Niveau	-0,07 (-2,5)			
σ	-0,03 (-2,8)	-			
Diagnostics tests					
R2	0,61	0,57			
SSR	0,001	0,001			
SSE	0,003	0,003			
LM(1)	0,65 [p > 0,63]	0,77 [p > 0,75]			
LM(4)	0,81 [p > 0,76]	0,56 [p > 0,49]			
ARCH(4)	0,56 [p > 0,55]	0,69 [p > 0,67]			
RESET					
Bera- Jarque	4,9 [p > 0,09]	0,21 [p > 0,90]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,15 (-4,25)	-0,97 (-7,65)	-1,07 (-8,62)	-0,37 (-4,63)	-0,00 (0,01)
δ	1 (NE)	1 (NE)	-	1 (NE)	1 (NE)
η	0,31	-	-	1 (NE)	1 (NE)
φ	-	-	-	-	-
λ	-0,015	-0,002	-0,003	-0,003	24,5
Diagnostics tests					
R2	0,65	0,64	0,70	0,42	0,56
SSR	0,003	0,005	0,004	0,008	0,003
SSE	0,006	0,008	0,008	0,011	0,007
LM(1)	0,20 [p > 0,53]	0,29 [p > 0,26]	0,31 [p > 0,28]	0,01 [p > 0,01]	0,54 [p > 0,51]
LM(4)	0,53 [p > 0,69]	0,64 [p > 0,59]	0,45 [p > 0,39]	0,05 [p > 0,04]	0,68 [p > 0,62]
ARCH(4)	0,52 [p > 0,51]	0,76 [p > 0,75]	0,146 [p > 0,14]	0,38 [p > 0,37]	0,89 [p > 0,88]
RESET					
Bera- Jarque	0,87 [p > 0,65]	4,85 [p > 0,09]	0,95 [p > 0,62]	11,04 [p > 0,00]	1,29 [p > 0,52]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

TableauA2.ii. France

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{Pm}	-0,06*** (-2,92)	-0,56 (-7,10)			
β	0,10	0,14			
ψ	-0,48	-0,63			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{Pva}	-0,03 (-5,12)	-0,36 (-6,00)			
σ	0,10				
Diagnostics tests					
R2	0,71	0,66			
SSR	0,001	0,001			
SSE	0,003	0,004			
LM(1)	1,06 [p > 0,31]	0,66 [p > 0,42]			
LM(4)	1,38 [p > 0,25]	1,38 [p > 0,25]			
ARCH(4)	0,82 [p > 0,51]	0,91 [p > 0,46]			
RESET	0,43 [p > 0,78]	1,72 [p > 0,15]			
Bera- Jarque	2,43 [p > 0,29]	3,66 [p > 0,16]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,07 (-3,14)	-0,45 (-5,52)	-0,32 (-4,70)	-0,20*** (-2,72)	-0,01*** (-0,83)
δ	1 (NE)	0,65	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)
η	0,33	0,29	-0,19***	1 (NE)	1 (NE)
φ	0,58	0,42	0,57	0,68*	-0,38***
λ	-0,01	-0,002	0,0001***	0,002***	-0,09***
Diagnostics tests					
R2	0,85	0,54	0,49	0,48	0,84
SSR	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
SSE	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
LM(1)	0,006 [p > 0,94]	0,09 [p > 0,77]	0,01 [p > 0,91]	0,16 [p > 0,68]	0,99 [p > 0,32]
LM(4)	1,02 [p > 0,40]	1,26 [p > 0,29]	1,03 [p > 0,39]	0,76 [p > 0,55]	0,81 [p > 0,52]
ARCH(4)	0,22 [p > 0,93]	1,22 [p > 0,30]	1,23 [p > 0,27]	1,51 [p > 0,20]	1,05 [p > 0,38]
RESET	1,71 [p > 0,16]	1,68 [p > 0,19]	1,83 [p > 0,12]	1,75 [p > 0,14]	1,71 [p > 0,16]
Bera- Jarque	1,44 [p > 0,48]	0,42 [p > 0,81]	2,23 [p > 0,33]	1,21 [p > 0,55]	0,51 [p > 0,78]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

*, **, ***, Non significatif à respectivement 1, 5 et 10 %.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

TableauA2.iii. Italie

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pm}	-0,05 (-2,58)	-0,76 (-7,11)			
β	0,44	0,11			
ψ	-1,53	-0,73			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pva}	-0,028 (-3,58)	-0,08 (-2,25)			
σ	0,0007				
Diagnostics tests					
R2	0,36	0,54			
SSR	0,002	0,003			
SSE	0,005	0,006			
LM(1)	2,69 [p > 0,10]	6,03 [p > 0,01]			
LM(4)	5,90 [p > 0,21]	6,30 [p > 0,18]			
ARCH(4)	10,90 [p > 0,02]	2,33 [p > 0,67]			
RESET					
Bera- Jarque	0,63 [p > 0,73]	0,10 [p > 0,95]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,14 (-1,91)	-0,54 (-5,48)	-0,50 (-5,29)	-0,32 (-6,54)	-0,54 (-5,48)
δ	1 (NE)	0,69	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)
η	0,29	0,34	0,33	1 (NE)	1 (NE)
φ					
λ	0,001a	-0,0006	-0,0006	-0,002	0,005
Diagnostics tests					
R2	0,55	0,78	0,78	0,78	0,55
SSR	0,003	0,005	0,006	0,006	0,003
SSE	0,008	0,009	0,009	0,009	0,008
LM(1)	0,64 [p > 0,43]	2,54 [p > 0,11]	1,91 [p > 0,17]	2,05 [p > 0,15]	0,70 [p > 0,40]
LM(4)	6,08 [p > 0,19]	4,17 [p > 0,38]	4,78 [p > 0,31]	6,83 [p > 0,14]	4,42 [p > 0,35]
ARCH(4)	4,16 [p > 0,39]	8,99 [p > 0,06]	5,64 [p > 0,23]	5,57 [p > 0,23]	3,44 [p > 0,49]
RESET					
Bera- Jarque	0,02 [p > 0,99]	1,42 [p > 0,49]	0,61 [p > 0,73]	1,58 [p > 0,45]	0,15 [p > 0,93]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

TableauA2.iv. Espagne

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{Pm}	-0,11 (-1,99)	-0,75 (-8,72)			
β	0,186	0,11			
ψ	-0,72	-0,32			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{Pva}	0,075 (3,59)	-0,089 (-2,85)			
σ	0,075 (3,59)	-0,089 (-2,85)			
Diagnostics tests					
R2	0,82	0,85			
SSR	0,0005	0,0006			
SSE	0,003	0,003			
LM(1)	0,017 [p > 0,90]	0,30 [p > 0,59]			
LM(4)	0,18 [p > 0,67]	0,83 [p > 0,93]			
ARCH(4)	7,47 [p > 0,11]	7,12 [p > 0,13]			
RESET					
Bera- Jarque	1,10 [p > 0,58]	1,56 [p > 0,46]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,11 (-2,30)	-0,70 (-5,32)	-0,66 (-4,66)	-0,33 (-3,99)	-0,11 (-2,35)
δ	1 (NE)	0,52	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)
η	0,98	0,62	0,476	1 (NE)	1 (NE)
φ	0,129	0,77	0,57	0,62	0,128
λ	-0,012	-0,00007	-0,0003	-0,0003	0,0012
Diagnostics tests					
R2	0,49	0,67	0,67	0,70	0,50
SSR	0,01	0,006	0,006	0,005	0,009
SSE	0,01	0,009	0,009	0,008	0,009
LM(1)	0,04 [p > 0,84]	0,93 [p > 0,33]	1,68 [p > 0,19]	0,27 [p > 0,60]	0,04 [p > 0,84]
LM(4)	1,69 [p > 0,79]	6,29 [p > 0,17]	7,63 [p > 0,10]	5,84 [p > 0,21]	1,69 [p > 0,79]
ARCH(4)	6,23 [p > 0,18]	1,39 [p > 0,85]	2,87 [p > 0,58]	9,25 [p > 0,06]	6,24 [p > 0,18]
RESET					
Bera- Jarque	2,49 [p > 0,29]	1,18 [p > 0,55]	0,48 [p > 0,79]	1,56 [p > 0,46]	2,46 [p > 0,29]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

TableauA2.v. Royaume-Uni

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pm}	-0,1 (-5,55)	-0,87 (-8,82)			
β	0,13	0,07			
ψ	-1,2	-0,55			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pva}	-0,12 (-4,07)	-0,28 (-3,5)			
σ	-	0,30			
Diagnostics tests					
R2	0,35	0,51			
SSR	0,006	0,007			
SSE	0,007	0,008			
LM(1)	0,99 [p > 0,31]	0,73 [p > 0,73]			
LM(4)	1,47 [p > 0,2]	0,16 [p > 0,15]			
ARCH(4)	0,28 [p > 0,88]	0,94 [p > 0,93]			
RESET					
Bera- Jarque	1,06 [p > 0,59]	4,64 [p > 0,10]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,06 (-3,22)	-0,50 (-8,03)	-0,43 (-5,80)	-0,53 (-7,06)	-0,04 (-2,83)
δ	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)	0,81	1 (NE)
η	0,51	0,34	1 (NE)	0,35	1 (NE)
φ	-	-	-	-	-
λ	-0,035	-0,001	-0,001	-0,001	-0,008
Diagnostics tests					
R2	0,71	0,72	0,68	0,72	0,66
SSR	0,003	0,003	0,004	0,003	0,003
SSE	0,006	0,005	0,006	0,005	0,006
LM(1)	0,85 [p > 0,84]	0,46 [p > 0,44]	0,95 [p > 0,95]	0,81 [p > 0,80]	0,39 [p > 0,36]
LM(4)	0,54 [p > 0,47]	0,53 [p > 0,47]	0,53 [p > 0,47]	0,78 [p > 0,74]	0,24 [p > 0,19]
ARCH(4)	0,46 [p > 0,45]	0,36 [p > 0,37]	0,15 [p > 0,15]	0,50 [p > 0,49]	0,46 [p > 0,45]
RESET					
Bera- Jarque	1,39 [p > 0,50]	1,07 [p > 0,58]	4,92 [p > 0,09]	0,79 [p > 0,68]	6,59 [p > 0,04]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

TableauA2.vi. États-Unis

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{pm}		-0,76			
		(-10,01)			
β		0,12			
ψ		-0,31			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau	Différence			
	(1970-2011)	(1980-2011)			
Force de rappel γ_{pva}	-0,16	-0,22			
	(-5,53)	(-5,97)			
σ	ns	ns			
Diagnostics tests					
R2	0,83	0,55			
SSR	0,001	0,0005			
SSE	0,006	0,0006			
LM(1)	0,38	0,00			
	[p > 0,54]	[p > 0,98]			
LM(4)	3,05	3,43			
	[p > 0,55]	[p > 0,49]			
ARCH(4)	5,91	6,86			
	[p > 0,21]	[p > 0,14]			
RESET	0,83	1,07			
	[p > 0,36]	[p > 0,30]			
Bera- Jarque	0,73	1,00			
	[p > 0,70]	[p > 0,61]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,13	-0,69	-0,52	-0,89	ns
	(-3,68)	(-4,37)	(-3,83)	(-10,09)	
δ	0,54	0,55	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)
η	1,00	0,15	0,20	1 (NE)	
φ					
λ	-0,01	-0,0004	-0,0006	-0,0005	
Diagnostics tests					
R2	0,66	0,57	0,52	0,50	
SSR	0,002	0,004	0,004	0,004	
SSE	0,004	0,005	0,005	0,004	
LM(1)	0,48	0,23	0,32	0,24	
	[p > 0,49]	[p > 0,63]	[p > 0,57]	[p > 0,62]	
LM(4)	2,69	5,35	4,91	4,22	
	[p > 0,61]	[p > 0,25]	[p > 0,30]	[p > 0,38]	
ARCH(4)	4,33	2,63	2,62	2,58	
	[p > 0,36]	[p > 0,62]	[p > 0,62]	[p > 0,63]	
RESET	0,35	0,73	0,64	0,04	
	[p > 0,55]	[p > 0,39]	[p > 0,42]	[p > 0,84]	
Bera- Jarque	2,75	3,06	2,54	3,49	
	[p > 0,25]	[p > 0,22]	[p > 0,28]	[p > 0,17]	

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

TableauA2.vii. Japon

Équation de prix d'importations					
Spécification	Niveau	Différence			
Force de rappel γ_{Pm}	-0,06 (-1,92)	-0,66 (-9,10)			
β	0,19	0,13			
ψ	-0,32	-0,53			
Équation de prix de valeur ajoutée					
Spécification	Niveau (1970-2011)	Différence (1980-2011)			
Force de rappel γ_{Pva}	-0,04 (-3,73)	-0,23 (-5,05)			
σ	0,003	ns			
Diagnostics tests					
R2	0,76	0,78			
SSR	0,001	0,001			
SSE	0,004	0,004			
LM(1)	0,00 [p > 0,96]	0,00 [p > 0,97]			
LM(4)	0,79 [p > 0,94]	0,52 [p > 0,97]			
ARCH(4)	2,91 [p > 0,57]	1,68 [p > 0,79]			
RESET	13,00 [p > 0,001]	0,44 [p > 0,51]			
Bera- Jarque	1,25 [p > 0,53]	2,30 [p > 0,32]			
Équation de salaire					
Spécification	Niveau	Différence	Différence	Différence	Niveau
Force de rappel γ_w	-0,10 (-5,27)	-1,60 (-13,56)	-1,52 (-13,46)	-1,27 (-15,94)	-0,11 (-5,34)
δ	1 (NE)	0,44	1 (NE)	1 (NE)	1 (NE)
η	0,98	0,62	0,57	1 (NE)	1 (NE)
φ		0,38			
λ	-0,07	-0,003	-0,003	-0,001	-0,06
Diagnostics tests					
R2	0,78	0,85	0,84	0,84	0,78
SSR	0,006	0,005	0,005	0,005	0,006
SSE	0,020	0,029	0,029	0,028	0,020
LM(1)	1,77 [p > 0,18]	0,00 [p > 0,98]	1,45 [p > 0,23]	1,18 [p > 0,28]	1,19 [p > 0,28]
LM(4)	4,32 [p > 0,36]	1,99 [p > 0,74]	4,50 [p > 0,34]	3,98 [p > 0,41]	4,34 [p > 0,36]
ARCH(4)	4,34 [p > 0,36]	4,84 [p > 0,30]	3,15 [p > 0,53]	1,04 [p > 0,90]	5,45 [p > 0,24]
RESET	3,10 [p > 0,08]	0,89 [p > 0,34]	1,28 [p > 0,26]	4,49 [p > 0,03]	3,21 [p > 0,07]
Bera- Jarque	0,62 [p > 0,73]	0,89 [p > 0,64]	1,44 [p > 0,49]	3,27 [p > 0,19]	0,41 [p > 0,81]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés. Entre crochets, la p value des tests sur les résidus du MCE.

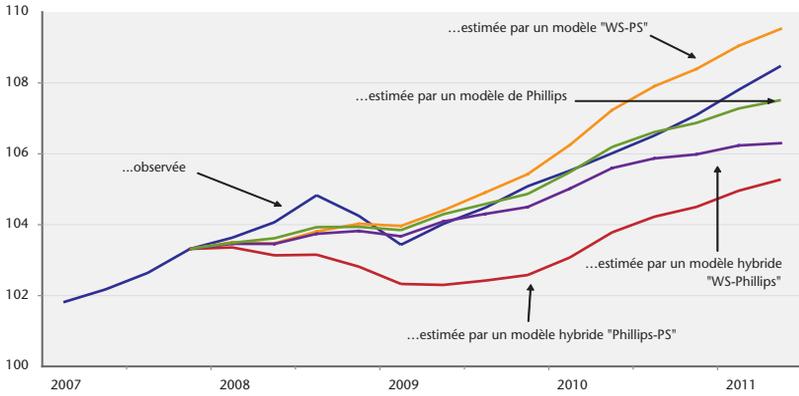
Sources : OCDE, Données nationales, calculs OFCE.

Périodes d'estimation retenues pour chaque pays

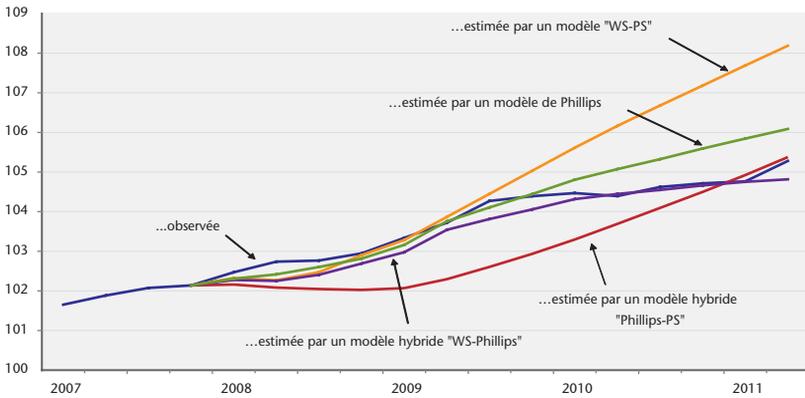
	Équation de prix d'importation	Équation de prix de valeur ajoutée	Équation de salaire
Allemagne	1991 Q1 – 2007 Q4	1991 Q1 – 2011 Q2	1991 Q1 – 2011 Q2
France	1982 Q1 – 2011 Q3	1982 Q1 – 2011 Q3	1982 Q1 – 2011 Q3
Italie	1990 Q1 – 2011 Q2	1990 Q1 – 2011 Q2	1990 Q1 – 2011 Q2
Espagne	1993 Q1 – 2011 Q4	1990 Q1 – 2011 Q4	1990 Q1 – 2011 Q4
Royaume-Uni	1980 Q1 – 2007 Q4	1980 Q1 – 2011 Q2	1980 Q1 – 2007 Q4
États-Unis	1990 Q1 – 2011 Q2	1980 Q1 – 2011 Q2	1980 Q4 – 2011 Q3
Japon	1980 Q2 – 2011 Q4	1978 Q1 – 2011 Q4	1980 Q1 – 2011 Q4

i. Allemagne

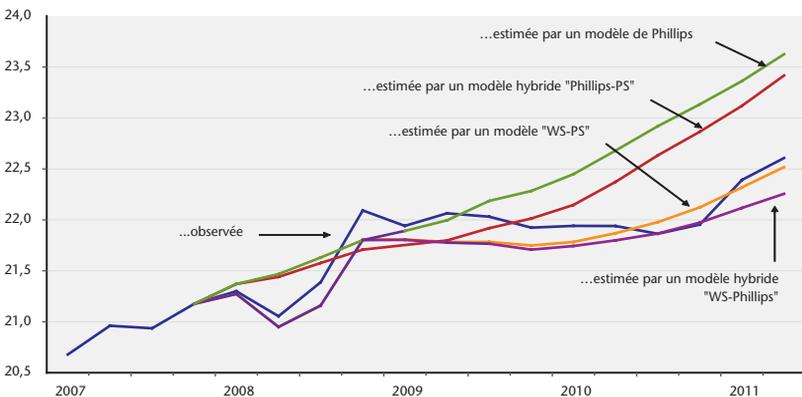
i.1. Simulations dynamiques pour l'Allemagne des prix à la consommation...



i.2. Simulations dynamiques pour l'Allemagne des prix de la valeur ajoutée...



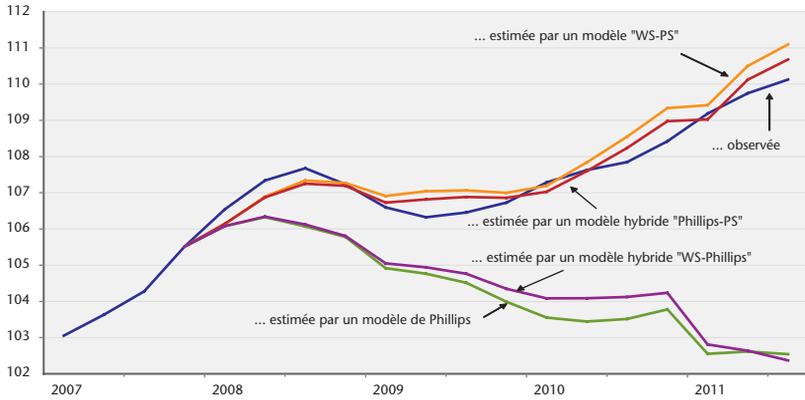
i.3. Simulations dynamiques pour l'Allemagne des salaires...



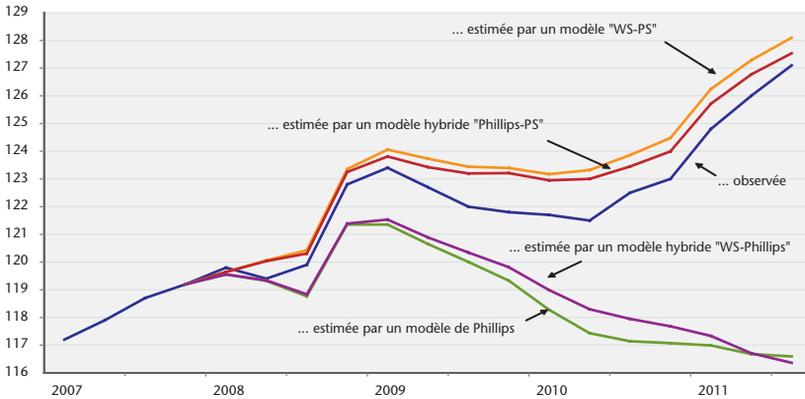
Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

ii. France

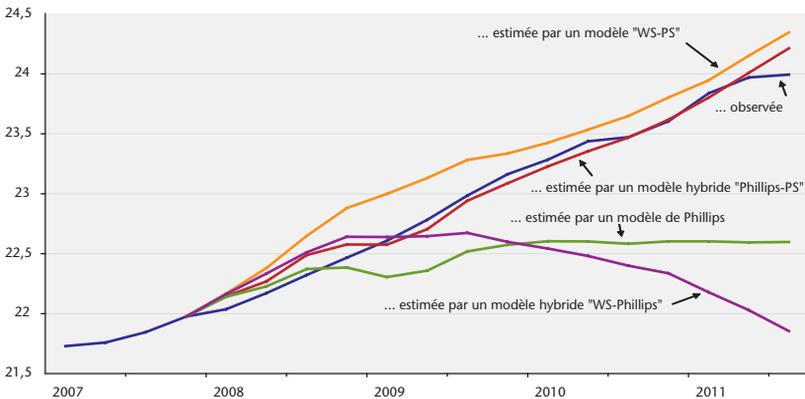
ii.1. Simulations dynamiques pour la France des prix de la consommation...



ii.2. Simulations dynamiques pour la France des prix de la valeur ajoutée...



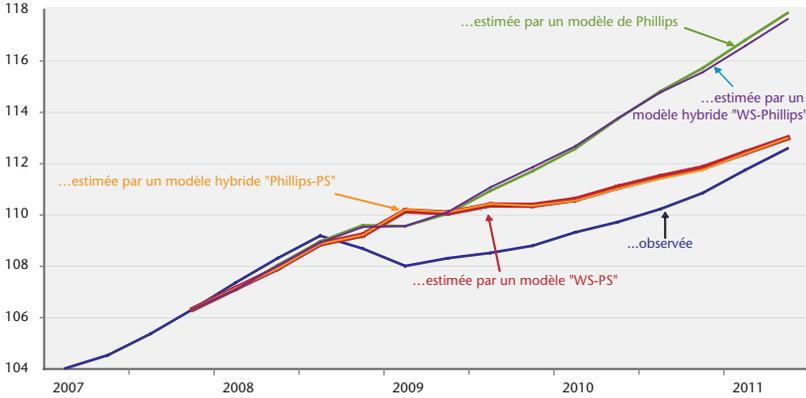
ii.3. Simulations dynamiques pour la France des salaires...



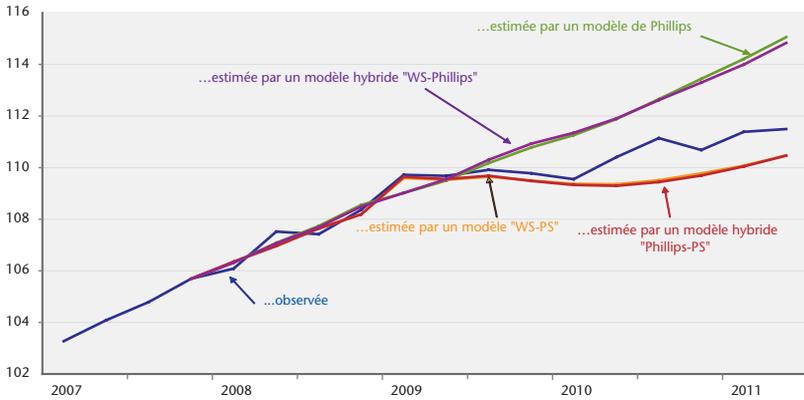
Sources : INSEE, calculs OFCE.

iii. Italie

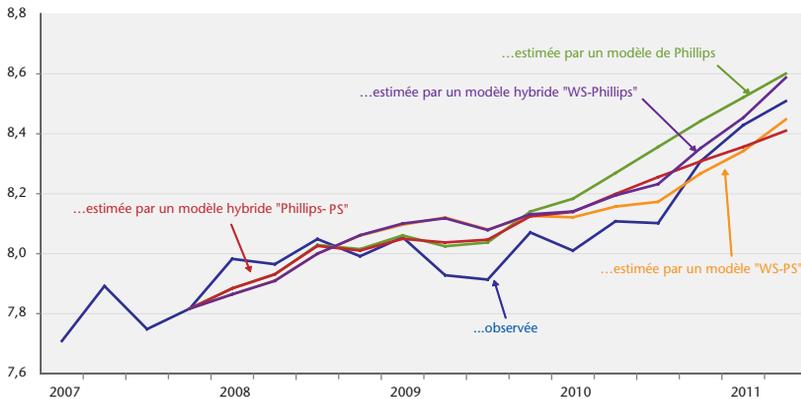
iii.1. Simulations dynamiques pour l'Italie des prix de la consommation...



iii.2. Simulations dynamiques pour l'Italie des prix de la valeur ajoutée...



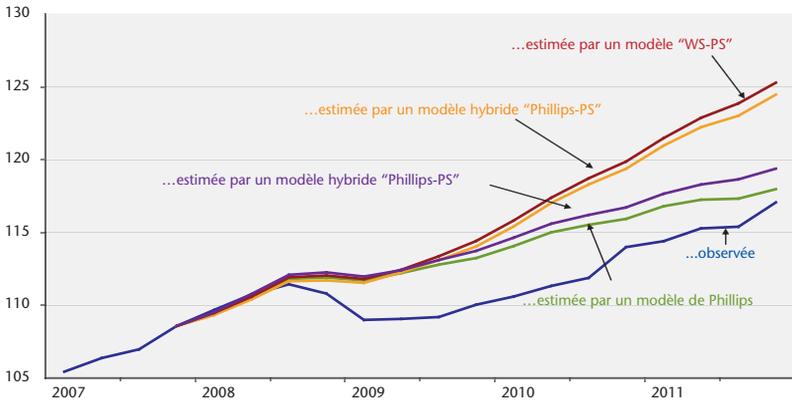
iii.3. Simulations dynamiques pour l'Italie des salaires...



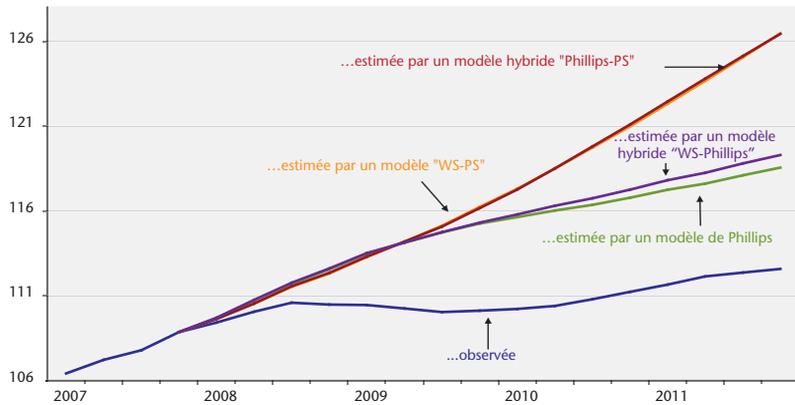
Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

iv. Espagne

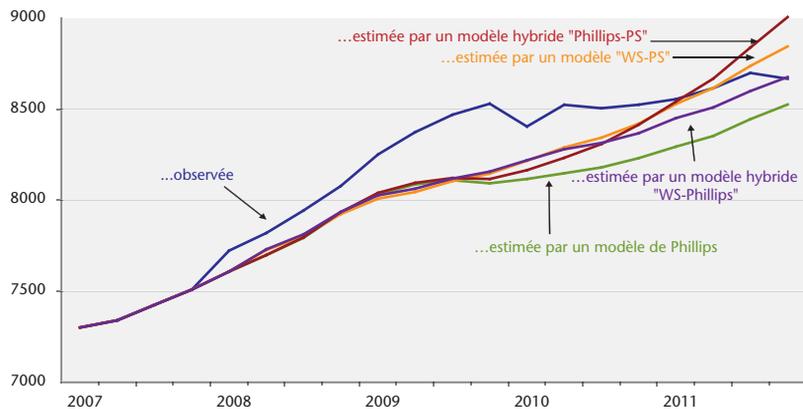
iv.1. Simulations dynamiques pour l'Espagne des prix de la consommation...



iv.2. Simulations dynamiques pour l'Espagne des prix de la valeur ajoutée...



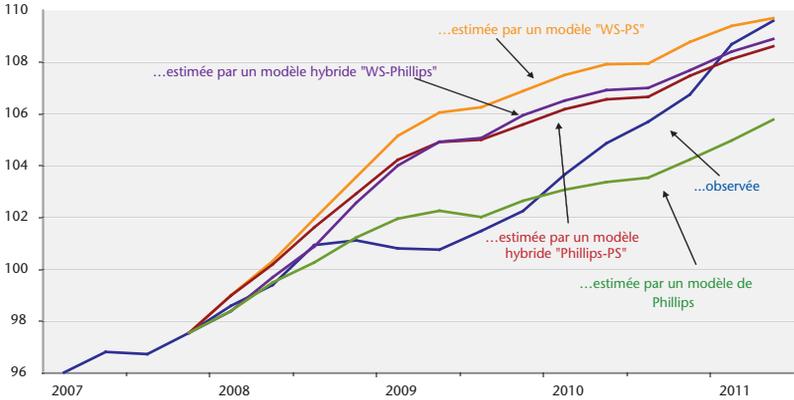
iv.3. Simulations dynamiques pour l'Espagne des salaires...



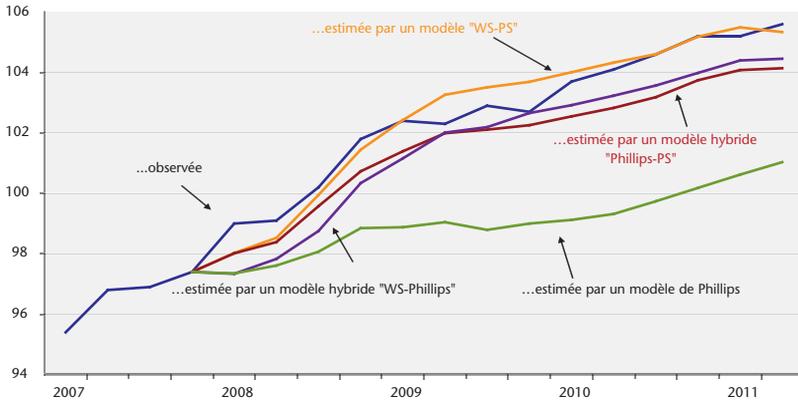
Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

v. Royaume-Uni

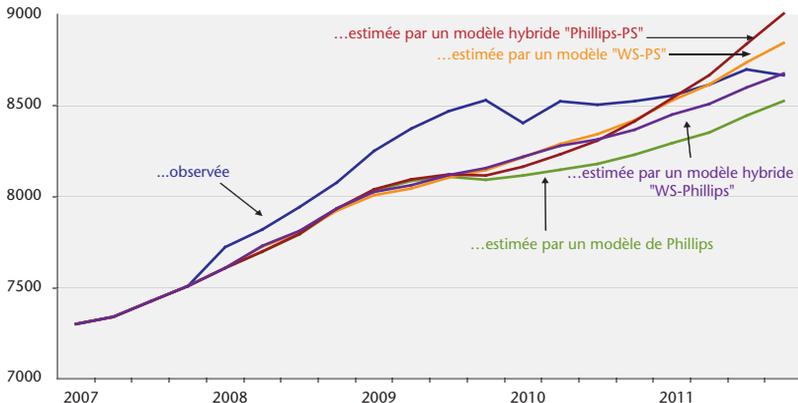
v.1. Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des prix de la consommation...



v.2. Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des prix de la valeur ajoutée...



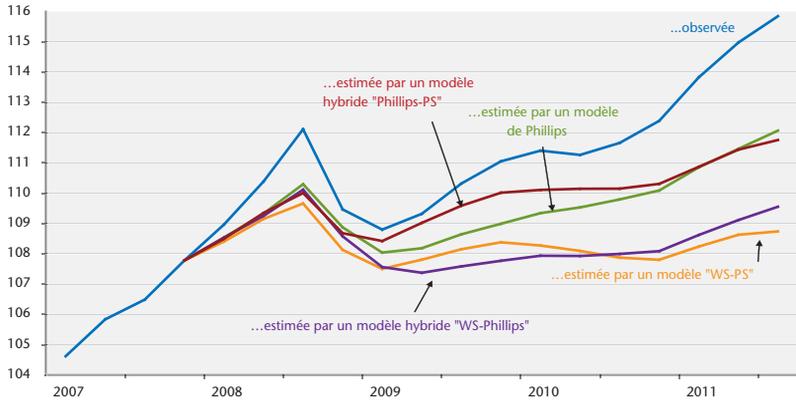
v.3. Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des salaires...



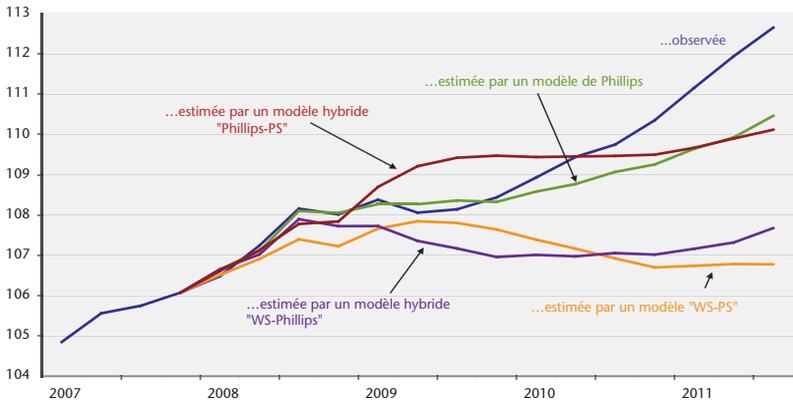
Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

vi. États-Unis

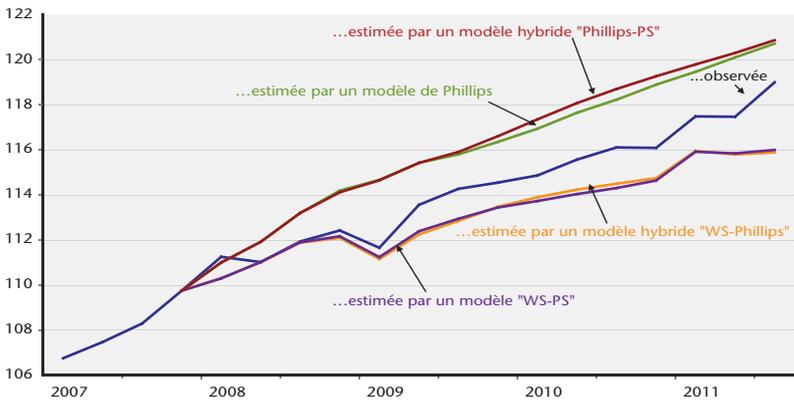
vi.1. Simulations dynamiques pour les États-Unis des prix de la consommation...



vi.2. Simulations dynamiques pour les États-Unis des prix de la valeur ajoutée...

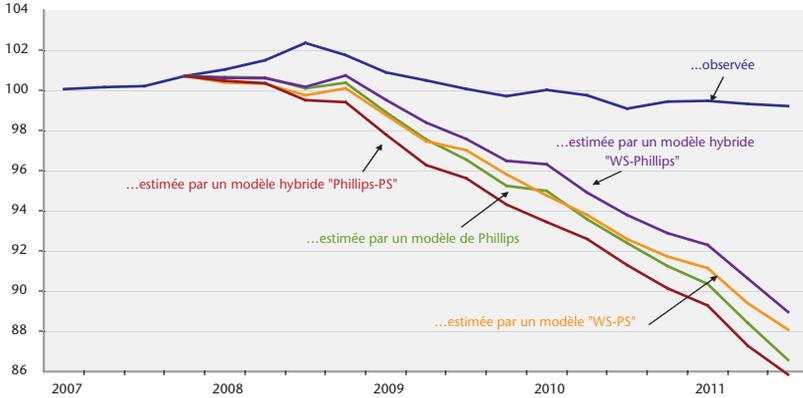


vi.3. Simulations dynamiques pour les États-Unis des salaires...

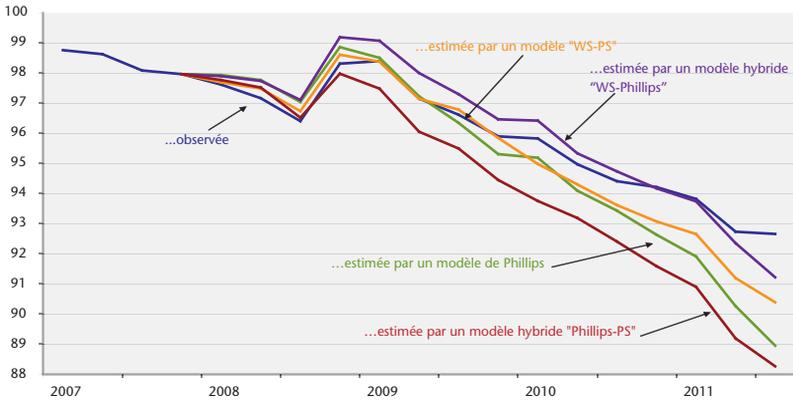


vii. Japon

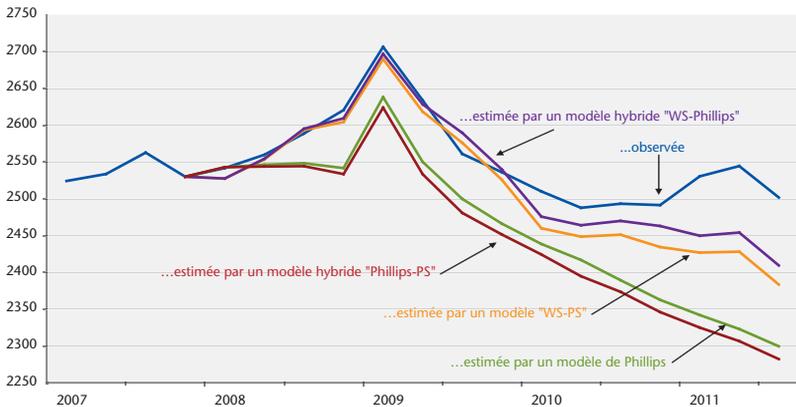
vii.1. Simulations dynamiques pour le Japon des prix de la consommation...



vii.2. Simulations dynamiques pour le Japon des prix de la valeur ajoutée...



vii.3. Simulations dynamiques pour le Japon des salaires...



Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

INDEX DES TABLEAUX, GRAPHIQUES ET ENCADRÉS

Tableaux	203
Graphiques	205
Encadrés	207
Liste des abréviations de pays	208

Qui sème la restriction récolte la récession

Perspectives de croissance mondiale	12
Évaluations des multiplicateurs budgétaires implicites pour la France utilisés par les grands organismes de prévision	15
Évolution des PIB par tête et du chômage	20
Impulsions et déficits budgétaires	25
Effets directs et indirects des politiques budgétaires restrictives	27
Soldes publics en 2012 et 2013 prévus par...	30
Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012 et 2013	31
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	36

Les infortunes de la vertu

Évolution de l'écart critique dans les pays de la zone euro	41
Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012 et 2013	42
Croissance potentielle et croissance spontanée	46
Impact des chocs sur la croissance trimestrielle	47
Croissance des principaux pays de la zone euro	49
Évolution du solde public dans les pays de la zone euro	51
Impulsions budgétaires des pays de la zone euro	53
Écarts fiscaux (<i>tax gap</i>)	53
Solde public en 2012 et 2013 prévu par...	55
Emploi, valeur ajoutée et productivité dans le secteur marchand	69
Emploi, valeur ajoutée et productivité dans le secteur marchand	70
Zone euro : résumé des prévisions	75
France : résumé des prévisions	76

Fiche thématique et fiches pays

Niveau de production et quotas dans les pays de l'OPEP, novembre 2011	85
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	88
États-Unis : résumé des prévisions	97
Décomposition des prévisions de croissance pour le Japon	99
Budgets prévisionnels 2011-2012 pour la reconstruction Gouvernement central	101
Effet attendu d'un maintien à l'arrêt des centrales nucléaires	106

Japon : résumé des prévisions	107
Royaume-Uni : résumé des prévisions	115
Quelques éléments sur les revenus des ménages allemands	119
Allemagne : résumé des prévisions	122
Chiffrage et répartition des mesures d'austérité	128
Italie : résumé des prévisions	130
Espagne : résumé des prévisions	135

Pays émergents : fin de la surchauffe

Croissance du PIB dans les pays émergents d'Asie	146
Croissance du PIB dans les pays émergents d'Amérique latine	148
Croissance du PIB dans les pays émergents d'Europe de l'Est	150
Inflation et politique monétaire	153
Finances publiques dans les nouveaux pays membres	156

Déflation sous-jacente

Salaires et inflation sous-jacente	164
Contributions des indices énergie et alimentaire à l'inflation	167
Estimation des paramètres de long terme du modèle prix-salaire	171
Impact des chocs sur les prix à la consommation	182
Allemagne	186
France	187
Italie	188
Espagne	189
Royaume-Uni	190
États-Unis	191
Japon	192

Qui sème la restriction récolte la récession

Après la crise ou le « new normal » ?	13
PIB par tête en parité de pouvoir d'achat	19
Taux de chômage en zone euro	21
Solde public et balance courante pour les pays de la zone euro en 2011, 2012 et 2013	33
Solde public et taux de chômage pour les pays de la zone euro en 2011, 2012 et 2013	33
Tax gap et balance courante en 2011, 2012 et 2013	35

Les infortunes de la vertu

Enquêtes de confiance dans la zone euro	39
Écart de taux d'intérêt public à long terme vis-à-vis de l'Allemagne	44
Conditions de crédits dans la zone euro	45
Effet accélérateur sur l'investissement	48
PIB par tête	50
Taux d'intérêt longs publics	63
Portefeuille de titres publics des banques centrales	64
Coût de la liquidité à court terme dans la zone euro	65
Crédits et titres publics des IFM de la zone euro	66
Évolution du taux de marge dans le secteur marchand	71
Coût salarial unitaire dans l'industrie par rapport à la zone euro	72
Prix des exportations de biens et services par rapport à la zone euro	73

Fiche thématique et fiches pays

Marché des Futures sur le Brent – volumes quotidiens échangés et positions ouvertes sur l'Intercontinental Exchange Europe (ICE)	81
Stocks de pétrole dans le monde et dans les pays de l'OCDE, 2005-2011	86
Dette hypothécaire des ménages	92
Productivité horaire du travail dans les entreprises non agricoles	93
Écart de production au Japon	100
Projections gouvernementales du solde primaire sur la période de reconstruction	102
IPC, IPC sous-jacent et indice des prix à l'énergie	124
Évolution du crédit aux ménages et aux sociétés non financières	125
Espagne : taux d'investissement et de pénétration	134

Pays émergents : fin de la surchauffe

Écart de production dans les zones émergentes	140
Évolution de la demande adressée aux pays émergents	142
Taux de change effectifs réels dans les pays de l'est	149

Déflation sous-jacente

Inflation (IPC)	161
Taux de marges	162
Enquête sur les anticipations d'inflation	165
Prix du pétrole en...	166
Inflation sous-jacente corrigée des variations de taxe indirecte	167
Ajustement de la productivité du travail aux États-Unis pendant la crise	175
Évolution du taux de chômage dans la variante de productivité	176
Exposition au risque déflationniste	177
Impact sur le glissement annuel des salaires	177
Impact sur le glissement annuel des prix à la consommation	178
Évolution du prix du pétrole dans...	179
Évolution des prix à la consommation dans la variante A (en g.a.)	180
Évolution des prix à la consommation pour la France dans...	180
Impact des deux chocs sur les prix à la consommation (en g.a.)	181
Simulations dynamiques pour l'Allemagne des prix à la consommation	194
Simulations dynamiques pour l'Allemagne des prix de la valeur ajoutée.	194
Simulations dynamiques pour l'Allemagne des salaires.	194
Simulations dynamiques pour la France des prix de la consommation	195
Simulations dynamiques pour la France des prix de la valeur ajoutée	195
Simulations dynamiques pour la France des salaires	195
Simulations dynamiques pour l'Italie des prix de la consommation...	196
Simulations dynamiques pour l'Italie des prix de la valeur ajoutée	196
Simulations dynamiques pour l'Italie des salaires	196
Simulations dynamiques pour l'Espagne des prix de la consommation	197
Simulations dynamiques pour l'Espagne des prix de la valeur ajoutée	197
Simulations dynamiques pour l'Espagne des salaires	197
Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des prix de la consommation	198
Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des prix de la valeur ajoutée.	198
Simulations dynamiques pour le Royaume-Uni des salaires.	198
Simulations dynamiques pour les États-Unis des prix de la consommation	199

Simulations dynamiques pour les États-Unis des prix de la valeur ajoutée	199
Simulations dynamiques pour les États-Unis des salaires	199
Simulations dynamiques pour le Japon des prix de la consommation	200
Simulations dynamiques pour le Japon des prix de la valeur ajoutée	200
Simulations dynamiques pour le Japon des salaires	200

INDEX DES ENCADRÉS

Qui sème la restriction récolte la récession

Les multiplicateurs budgétaires	14
---	----

Les infortunes de la vertu

Cadrage du scénario de croissance	46
Opération réussie pour le plan PSI (Private Sector Involvement)	58

Fiche Pétrole

La 160 ^e réunion de l'OPEP	84
---	----

LISTE DES ABRÉVIATIONS DE PAYS

AFG	Afghanistan	COM	Comores
AGO	Angola	CPV	Cap-Vert
ALB	Albanie	CRI	Costa Rica
AND	Andorre	CUB	Cuba
ARE	Émirats arabes unis	CYP	Chypre
ARG	Argentine	CZE	République tchèque
ARM	Arménie	DEU	Allemagne
ATG	Antigua-et-Barbuda	DJI	Djibouti
AUS	Australie	DNK	Danemark
AUT	Autriche	DMA	Dominique
AZE	Azerbaïdjan	DOM	République dominicaine
BDI	Burundi	DZA	Algérie
BEL	Belgique	ECU	Équateur
BEN	Bénin	EGY	Égypte
BFA	Burkina Faso	ERI	Érythrée
BGD	Bangladesh	ESP	Espagne
BGR	Bulgarie	EST	Estonie
BHR	Bahreïn	ETH	Éthiopie
BHS	Bahamas	EUZ	Zone euro
BIH	Bosnie-Herzégovine	FIN	Finlande
BLR	Biélorussie	FJI	Fidji
BLZ	Belize	FRA	France
BOL	Bolivie	FSM	Micronésie
BRA	Brésil	FYR	Macédoine
BRB	Barbade	GAB	Gabon
BRN	Brunei	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BTN	Bhoutan	GEO	Géorgie
BWA	Botswana	GHA	Ghana
CAF	République centrafricaine	GIN	Guinée
CAN	Canada	GMB	Gambie
CHE	Suisse	GNB	Guinée-Bissau
CHL	Chili	GNQ	Guinée équatoriale
CHN	Chine	GRC	Grèce
CIV	Côte d'Ivoire	GRD	Grenade
CMR	Cameroun	GTM	Guatemala
COD	République démocratique du Congo	GUY	Guyana
COG	République du Congo	HND	Honduras
COL	Colombie	HRV	Croatie

HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan
MEX	Mexique	SEN	Sénégal
MHL	Marshall	SGP	Singapour
MLI	Mali	SLB	Salomon

SLE	Sierra Leone
SLV	Salvador
SMR	Saint-Marin
SOM	Somalie
STP	Sao Tomé-et-Principe
SUR	Suriname
SVK	Slovaquie
SVN	Slovénie
SWE	Suède
SWZ	Swaziland
SYC	Seychelles
SYR	Syrie
TCD	Tchad
TGO	Togo
THA	Thaïlande
TJK	Tadjikistan
TKM	Turkménistan
TLS	Timor oriental
TON	Tonga
TTO	Trinité-et-Tobago
TUN	Tunisie
TUR	Turquie
TUV	Tuvalu
TWN	Taiwan
TZN	Tanzanie
UGA	Ouganda
UKR	Ukraine
URY	Uruguay
USA	États-Unis
UZB	Ouzbékistan
VAT	Vatican
VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
VEN	Venezuela
VNM	Viêt Nam
VUT	Vanuatu
WSM	Samoa
YEM	Yémen
ZAF	Afrique du Sud
ZMB	Zambie
ZWE	Zimbabwe

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN DÉBAT

Les prévisions occupent une place particulière dans le débat public en économie. Elles sont généralement considérées comme des prédictions, qualifiées fréquemment d'optimistes ou de pessimistes, comme si elles dépendaient de l'humeur des équipes qui les réalisent. Certes, en un sens, la prévision est un art tant elle dépend des signes précurseurs que nous livre le présent, de l'interprétation des évolutions en cours, de la capacité des économistes de sélectionner les informations pertinentes parmi celles, multiples, dont l'intérêt n'est qu'anecdotique. Mais elle est surtout une science puisqu'elle consiste à déduire des informations dont on dispose sur le présent une vision de l'avenir. Elle ne peut être formulée en dehors d'un cadre général d'interprétation, c'est-à-dire d'une théorie qui met en relation les informations que l'on privilégie et les variables que l'on cherche à prévoir.

Parmi ces informations, certaines, cruciales, ne sont pas vraiment disponibles car, pour l'essentiel, elles dépendent de décisions à venir et qu'il n'existe pas vraiment de théorie permettant de déduire des données existantes ce que seront ces décisions. Il faut donc formuler des hypothèses alternatives et retenir celles qui paraissent les plus vraisemblables. Dès lors, les erreurs de prévision peuvent avoir au moins trois origines : une insuffisance d'information sur le présent, une mauvaise spécification théorique, la non réalisation de certaines hypothèses. De surcroît, il existe une incertitude irréductible au sens où certains événements sont imprévisibles, alors même que leur conséquence sur l'activité économique est déterminante. Voilà pourquoi les chiffres associés à une prévision sont éminemment fragiles, qu'ils doivent être considérés comme conditionnels aux hypothèses que l'on formule, aux données dont on dispose et au cadre théorique dans lequel on raisonne.

Il est donc nécessaire que les prévisions réalisées par l'OFCE soient publiées en même temps qu'un débat autour de ces prévisions. Cela offre le double avantage de rendre explicite le doute inhérent à tout exercice de prévision et de participer au pluralisme nécessaire à l'indépendance et au sérieux des études économiques. Les prévisions de l'OFCE, pour rigoureuses qu'elles soient, ne sont pas un exercice mécanique au terme duquel la vérité serait révélée mais une "histoire" raisonnée, éclairée par l'analyse économique, d'un futur incertain. Il faut donc à la fois souligner l'importance des raisonnements économiques qui la guident et en comprendre d'emblée les limites, pour ne point s'en servir comme d'un argument d'autorité à l'instar de ce qui est trop fréquemment le cas.

Philippe Weil

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 11 AVRIL 2012

Participants au débat :

Frédérique Cerisier : *économiste sénior chez BNP/PARIBAS*

Jean-Michel Six : *chef économiste chez Standard and Poor's*

Gérard Cornilleau, Éric Heyer, Xavier Timbeau : *OFCE*

Gérard Cornilleau : *Avant d'entamer la discussion sur la sortie de crise des États-Unis, nous souhaiterions avoir votre avis général sur nos prévisions.*

Frédérique Cerisier : Notre scénario est assez proche du vôtre, notamment en ce qui concerne les États-Unis. La situation en matière de croissance et surtout d'emploi s'y améliore et, de ce point de vue, ils semblent sortis de la première phase de la crise. Sur le cadrage mondial, nous avons des perspectives un peu plus favorables concernant les pays émergents. Dans ces pays, les freins mis en avant par nos économistes, au-delà des craintes sur le prix du pétrole et de ce qui peut se passer en zone euro, portent sur l'inflation. Dans certains pays, la question de sa réaction au maintien du prix du pétrole à un niveau élevé pourrait se poser, indépendamment d'un choc supplémentaire sur ces prix.

Jean-Michel Six : En introduction, il me semble que le prisme du débat concernant l'évolution des principales économies développées tourne autour de quatre grandes questions. Premièrement, il y a les incertitudes politiques liées notamment à l'issue des élections en France et aux États-Unis. De ces élections résulteront des choix fiscaux qui sont absolument cruciaux. J'y reviendrai pour les États-Unis. Il y a aussi les incertitudes liées au « printemps arabe » qui ne peuvent pas être sous-estimées. Le deuxième point porte sur

l'orientation des politiques monétaires. Les principales banques centrales ont considérablement accru la taille de leur bilan. La création de monnaie « banque centrale » a été considérable et nous n'en savons pas toutes les conséquences à court terme sur les économies ni comment elles feront pour inverser ces politiques à moyen terme. Quelles seront les suites et les conséquences des mesures d'assouplissement quantitatif prises par les banques centrales ? Au premier trimestre, la taille du bilan de la BCE a atteint 30 % du PIB de la zone euro. En Suisse, le bilan de la SNB représente 70 % du PIB. La troisième incertitude est liée au comportement d'épargne. Comment les ménages, dans les pays développés, vont réagir aux sévères choix fiscaux qui seront faits ? Enfin, le dernier point porte sur l'attitude des investisseurs face au risque. Jusqu'ici, on observe une forte volatilité, le retour des phases de tensions succédant aux vagues d'accalmie qui traduisent un regain transitoire de la confiance. Cette attitude est cruciale à la fois pour la zone euro mais également pour les pays émergents. Partant de là, la première interrogation que je viens de soulever concerne notamment les États-Unis où les choix fiscaux après les élections seront déterminants et pourraient être totalement différents selon l'issue des élections. Si la nouvelle administration entame une réduction des déficits publics, cela risque de provoquer un très fort ralentissement de l'économie américaine. Dans le cas présent on ne peut pas faire la moyenne des deux positions – républicaine et démocrate – ; donc selon l'une ou l'autre, les conséquences seront très différentes. Dans les deux cas, la situation fiscale des États-Unis pourra fausser complètement le scénario de l'économie mondiale en 2013. Une réduction plus rapide du déficit risque de provoquer un ralentissement bien plus marqué que ce que vous inscrivez dans votre scénario pour 2013.

Xavier Timbeau : Si l'on suit le scénario de notre prévision, l'année 2013 pourrait être pour les pays anglo-saxons une année difficile car ils auront une situation budgétaire très dégradée par rapport à l'Europe continentale qui se rapprochera de l'équilibre budgétaire. Quelle sera la réaction des États-Unis et du Royaume-Uni sachant que la pression des marchés financiers pourrait être très forte ? Le scénario que nous présentons n'est donc pas un scénario d'apaisement. Entre Europe et États-Unis, nous sommes dans la quadrature du cercle : nous restons dans le cœur de la crise.

Frédérique Cerisier : Vous semblez dire que cette trajectoire américaine serait la bonne si elle n'était pas perturbée par la trajectoire ou la stratégie de développement européenne ?

Xavier Timbeau : Les États-Unis ont fait le choix de donner la priorité à la réduction du taux de chômage. Pour tout un ensemble de raisons, un taux de chômage supérieur à 8 ou 9 % n'est pas acceptable et l'objectif doit donc être celui du retour au plein-emploi pour asseoir la politique américaine sur des bases solides. La question du déficit et de la dette publics devient secondaire. D'un autre côté, l'Europe, institutionnellement, doit réduire d'abord la dette publique, et va entraîner les États-Unis dans sa stratégie.

Jean-Michel Six : Il y a en fait deux stratégies différentes menées aux États-Unis et en Europe sur la question de l'articulation entre le désendettement privé et le désendettement public. Les États-Unis privilégient dans un premier temps le désendettement privé, quitte à retarder l'ajustement véritable des dépenses publiques. Le désendettement privé est effectivement bien enclenché, même s'il est dû pour une part à l'accélération des faillites (défaut de paiement de certains ménages). Il reste malgré tout un obstacle à ce processus d'ajustement : c'est la situation du marché immobilier qui a pour conséquence d'entraver l'ajustement du marché du travail dans la mesure où la mobilité du travail est freinée. Mais on ne peut pas différer la dette publique indéfiniment. D'où la difficulté du débat économique aux États-Unis. Dans la zone euro, au contraire, le choix s'est explicitement porté sur la réduction de l'endettement public. Enfin, au Royaume-Uni, il y a une stratégie fiscale qui existe déjà. Elle repose sur l'hypothèse centrale de la fin du désendettement du secteur privé en 2013 qui permettrait de rendre plus « supportable » une politique fiscale toujours restrictive.

* * *

Gérard Cornilleau : *Les pays émergents sont-ils à l'abri des soubresauts du monde développé ?*

Jean-Michel Six : Sur le rôle des émergents, il faut souligner qu'ils ont été les principaux contributeurs à la sortie de la récession avec un soutien des politiques budgétaires qui s'est avéré important. En Chine, il s'est élevé à près de 18 % du PIB en 2009, ce qui

est important. La théorie du découplage n'est donc pas un mythe, même s'il faut mettre de côté la situation des pays d'Europe centrale et de l'Est. En Asie, on assiste à un rééquilibrage de ce modèle. La consommation en Chine a cru énormément au détriment des exportations et en faveur des importations. Aujourd'hui ils sont à 2 % de surplus de la balance des paiements. De fait, le risque sur les émergents est celui d'une contagion inflationniste. Elle est liée à la hausse du prix du pétrole, à la demande des émergents mais aussi à la création monétaire dans les pays développés qui tend à dévaloriser le pouvoir d'achat de leurs monnaies. D'autre part, la reprise dans les émergents a provoqué une surchauffe alimentée par les afflux de capitaux en provenance des pays développés. Ces flux de capitaux sont toutefois très volatiles, ce qui contraint les banques centrales des émergents à mener des politiques de *stop and go*. Elles sont en partie contraintes par les politiques monétaires menées par les pays industrialisés.

Xavier Timbeau : Il n'y a pas de vrai problème de financement dans les pays émergents à part ceux qui sont dans des situations politiques incertaines.

Jean-Michel Six : Pas tout à fait. Les flux des balances de paiements sont volatils. En Turquie le financement de la balance des paiements a nécessité de fortes baisses des réserves de change de la Banque centrale de Turquie au deuxième semestre de 2011. Il y a eu un affaiblissement des flux de portefeuilles lié à une aggravation de la crise souveraine en Europe.

Xavier Timbeau : Il y a quelques mois on s'inquiétait de ce que la politique monétaire expansionniste des pays développés avait comme conséquence dans les pays émergents. L'afflux de capitaux, inemployés dans les pays développés, alimentait des bulles dans les pays émergents les contraignant à des politiques restrictives, pesant sur leur croissance, pour stériliser la politique monétaire inefficace conduite ailleurs. On se rend compte aujourd'hui qu'en fait cet afflux de capitaux n'est plus le problème et que ce sont des perspectives dégradées de croissance qui modifient les anticipations sur les pays émergents. On a cru au découplage et on pensait qu'il fallait protéger les pays émergents des pays développés, on sait maintenant que leur croissance dépend de la nôtre. Ce que l'on appelle la crise des dettes souveraines en Europe est en fait une crise mondiale. Non seulement il n'y a pas de découplage entre

pays émergents et pays développés mais la politique monétaire nécessaire devient plus homogène et le hiatus entre les besoins de ces pays et les pays développés n'existe plus.

* * *

Gérard Cornilleau : *Venons-en à la zone euro, sommes-nous à la fin de la crise de la dette ou s'agit-il d'une simple accalmie passagère ?*

Frédérique Cerisier : Notre scénario pour la zone euro est un peu moins défavorable que le vôtre. Nous anticipons une croissance nulle en Europe en 2012 et légèrement supérieur à 1 % en 2013. Les différences entre nos deux scénarios tiennent sans doute en partie à des hypothèses différentes sur la taille des multiplicateurs, nous retenons des valeurs moins élevées, et sur l'ampleur des écarts de production. Ces hypothèses sont importantes et vous avez raison de rappeler qu'il existe une forte incertitude sur ces deux questions. Cela dit, il paraît très probable que dans certains pays le potentiel de croissance ait été touché par la crise. C'est sans doute le cas notamment en Espagne, où l'ajustement sur le marché immobilier devrait entraîner une baisse durable du taux de croissance potentiel, ou en Irlande, compte tenu du choc sur le système financier. Tout ceci nous amène plutôt à penser que, même si la stratégie retenue n'est pas optimale, les ajustements budgétaires mis en œuvre devraient quand même être efficaces. En revanche, je partage l'idée qu'il est néfaste de fixer des objectifs de réduction des déficits indépendamment de la croissance. Pour revenir à la question de la bonne stratégie d'ajustement, vous mettez en avant les risques liés à la situation actuelle, mais vous ne donnez pas d'éléments sur une ou des stratégies alternatives. Quelles seraient les stratégies d'ajustement budgétaire souhaitables, réalisables, qui tiendraient compte du fait que la crédibilité est un enjeu majeur du débat européen sur les politiques budgétaires et que la stratégie actuellement mise en œuvre est imposée par ces problèmes de crédibilité.

Jean-Michel Six : Nos chiffres de croissance pour la zone euro sont très proches des vôtres, à l'exception toutefois de l'Allemagne où nous anticipons, en 2012, une croissance double de celle qui est inscrite dans votre scénario, soit 0,6 % en 2012 et 1,5 l'année prochaine. Le rééquilibrage de la croissance se met en place outre-Rhin et il y a un élément nouveau et marquant, c'est celui de la

reprise sur le marché de l'immobilier. La divergence porte aussi sur la question politique au niveau européen ; c'est un point que vous n'abordez pas. Or, le scénario de croissance dépend fondamentalement des étapes de la construction européenne, ce que vous n'étudiez peut-être pas assez dans votre scénario, alors qu'elles sont aujourd'hui « *right in front of us* ». C'est aujourd'hui que nous devons décider du niveau de solidarité entre les États face à la dette publique, face à la dette bancaire, face à la répartition et aux initiatives de croissance. Les pistes au niveau européen ne sont pas de l'utopie. On peut dès maintenant prévoir des initiatives de soutien de l'offre dans les pays les plus déficitaires (les pays du Sud), des politiques de relance plus concertées au niveau des investissements (environnementaux) dans les pays du cœur de la zone euro ; ces choix devront être faits dans les 24 mois qui viennent. En ne tenant pas compte de ces éléments, il est probable que les scénarios de croissance soient encore trop optimistes, un peu comme pour les États-Unis. Le scénario risque d'être fort différent selon les résultats des prochaines élections présidentielles. De fait, le scénario médian risque d'être faux.

Pour revenir sur la zone euro et la question de la politique monétaire, je pense qu'elle a été une ancre pour l'union monétaire dans son ensemble et que si la BCE n'avait pas mené la politique qu'elle a menée, la zone euro aurait sans doute éclaté. Pour autant, la conduite de la politique monétaire illustre également une déficience cruciale dans la construction actuelle de la zone euro. Le LTRO renforce en effet l'aspect selon lequel chaque Etat membre est individuellement responsable de son secteur bancaire alors même que le système bancaire européen est fortement intégré. Enfin, pour revenir sur la dernière question, relative à la confiance et aux marchés des capitaux, que je soulevais au début du débat, il faut bien garder à l'esprit qu'il y un avant et un après le défaut grec. Avant la crise grecque, les marchés considéraient qu'à l'intérieur de la zone euro, il n'y aurait jamais de défaut souverain. Depuis, la confiance a été sérieusement ébranlée et son retour passe nécessairement par une réflexion profonde sur l'amélioration de l'édifice et de la gouvernance de la zone euro.

Xavier Timbeau : À ce stade de la crise des dettes souveraines, il ne nous paraît pas important de savoir quelle devrait être la bonne stratégie budgétaire. Faut-il ne pas réduire les déficits structurels, se

contenter d'une réduction d'un demi-point de PIB, doit-on s'engager, dans certains pays, dans une relance budgétaire ? Faut-il privilégier des stratégies budgétaires à court terme ou au contraire chercher des investissements rentables à plus long terme afin de retirer de la relance un double dividende ? Tout ceci n'est pas l'essentiel aujourd'hui pour nous. Aujourd'hui le problème nous apparaît plus comme étant dans la sphère monétaire et institutionnelle ; tant que les taux de l'Italie et de l'Espagne seront supérieurs à 5, le reste est d'une importance mineure parce que de tels taux ne laissent qu'une voie : une réduction budgétaire drastique.

Jean-Michel Six : Non, tous ces pays sont liés et une initiative commune de croissance permettrait d'alléger socialement le poids de la dette. Ces taux sont tels parce qu'il y a une crise de confiance des marchés par rapport au fonctionnement de la zone euro et chaque maillon devient exposé alors qu'il ne l'était pas auparavant. Il faudrait pouvoir donc parvenir à gagner sur le temps – laisser plus de temps à ces pays avec un taux inférieur – et faire en sorte que les marchés retrouvent la confiance grâce à cette solidarité.

Gérard Cornilleau : En fait vous dites que la Commission au lieu d'avoir une « règle d'or » devrait avoir une politique européenne.

Xavier Timbeau : pour moi c'est illusoire. Tant qu'il n'y aura pas un engagement clair autour de la solidarité sur les dettes publiques, la confiance ne sera qu'un échafaudage fragile qui volera en éclats au premier incident : une élection au résultat trouble, des mauvaises nouvelles conjoncturelles, une grève générale. Tant que les dettes publiques et le chômage persisteront, la pression sera forte. Livrés à eux-mêmes, les pays européens ne pourront pas avoir la moindre marge de manœuvre. Par exemple, sous l'injonction de l'Allemagne, la règle d'or est devenue ou en passe de devenir un principe constitutionnel dans la plupart des pays sans que cela ne permette de sortir de la crise.

Jean-Michel Six : Pouvez vous préciser quelles ont été vos hypothèses de taux de change et leur impact sur vos prévisions ?

Éric Heyer : Pour la France, nous utilisons un modèle dans lequel l'effet du taux de change est pris en compte. Pour les autres pays de la zone euro, nous n'avons pas de modèle et nous nous inspirons donc des variantes simulées pour la France pour déter-

miner l'impact des variations du taux de change. Partant du modèle, il ressort d'une part que l'impact d'une dépréciation de la monnaie a été fortement réduit depuis 1. D'autre part, l'effet est aujourd'hui assez faible. Ainsi, une dépréciation de 10 % de l'euro conduirait à une hausse de 0,2 point de croissance au bout de deux ans.

* * *

Gérard Cornilleau : *En France, y aura-t-il un retour de l'inflation ? et le taux d'épargne peut-il baisser en France ?*

Jean-Michel Six : Je voudrais juste faire un commentaire sur le taux d'épargne. Cette question est importante et pourrait modifier assez sensiblement la croissance. En effet, le taux d'épargne en France a atteint 17 % l'an dernier, ce qui constitue un niveau record probablement lié à toutes les incertitudes, fiscales en particulier. Une fois que l'incertitude sera levée, il pourrait y avoir un ajustement de ce taux d'épargne. Cette observation marche assez bien pour l'Espagne en 2010-2011 (baisse du taux d'épargne) et pour l'Italie. Ainsi, pour la France, il y a peut-être des marges de manœuvre à la baisse une fois que les ménages y verront plus clair sur l'horizon fiscal après les élections présidentielles. Il pourrait y avoir là un élément de soutien à la consommation.

Frédérique Cerisier : Nous partageons l'idée qu'il pourrait y avoir là des marges de manœuvre, mais, à ce stade, cela n'est pas du tout inclus dans notre scénario pour cette année.

Éric Heyer : L'incertitude pèse sans doute sur le comportement d'épargne mais notre équation n'indique pas forcément un soutien à la consommation. En effet, dans notre équation il y a deux éléments qui font plutôt pression vers une hausse, certes assez faible, du taux d'épargne. D'une part, la hausse du taux de chômage pourrait entraîner une augmentation de l'épargne de précaution. D'autre part, notre équation intègre un effet de richesse immobilier. Ainsi, la baisse des prix immobilier réduirait la richesse ce qui entrainerait plutôt une hausse de l'épargne.

Gérard Cornilleau : Un autre déterminant important est l'évolution des revenus et du pouvoir d'achat dont les arbitrages fiscaux ne sont qu'un élément. Or l'augmentation du chômage ou la crainte du chômage pèsent sur les revenus.

Achévé de rédiger en France
Dépôt légal : mai 2012
Directeur de la Publication : Philippe Weil
Publié par les Éditions du Net SAS 92800 Puteaux

Réalisation, composition : Najette Moumni