

Banques centrales dernier rempart contre la déflation

Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth, Xavier Timbeau, Marion Cochard, Bruno Ducoudre, Eric Heyer, et al.

▶ **To cite this version:**

Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, et al.. Banques centrales dernier rempart contre la déflation : Perspectives économiques 2014-20158 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2014, 135, pp.11-51. 10.3917/reof.135.0009 . hal-00994612

HAL Id: hal-00994612

https://sciencespo.hal.science/hal-00994612

Submitted on 21 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

BANQUES CENTRALES, DERNIER REMPART CONTRE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision[1], sous la direction de Xavier Timbeau

Six ans après le déclenchement de la récession, peu de pays ont rattrapé le niveau d'activité de 2008. Le double choc de la récession en 2008 et en 2009 et des politiques de consolidation budgétaire mises en place à partir de 2010 pour réduire les déficits hérités de la première phase de la crise ont plongé les économies dans un *double dip* dont elles ne sont toujours pas sorties.

Les politiques monétaires très accommodantes se sont efforcées d'atténuer l'effet récessif des plans d'austérité, mais la zone euro, confrontée à la violence de la crise des dettes souveraines, n'a pas bénéficié de la stabilité financière des États-Unis. Les politiques de rigueur y ont provoqué une deuxième récession au moment où les multiplicateurs étaient élevés. Les objectifs initiaux de réduction des déficits n'ont pas été atteints, les marchés n'ont pas été rassurés et les taux d'intérêt n'ont pas reculé. La rigueur a donc été accentuée.

Un pas vers la résolution de la crise des dettes souveraines a été accompli par la Banque centrale européenne, avec les déclarations de son président en juillet 2012 (*The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro*) et la création du dispositif d'Opérations Monétaires sur Titres en septembre, qui ont convaincu les marchés et permis la baisse des taux.

En 2013, la zone euro est sortie de la récession. Mais la « vraie » reprise se fera attendre. En 2014 et en 2015, la croissance restera molle de part et d'autre de l'Atlantique. D'abord parce que les politiques budgétaires resteront restrictives, même si elles le seront moins que par le passé. Ensuite parce que le ralentissement de l'inflation, et même la menace d'une entrée en déflation, réévaluent les taux réels d'aujourd'hui et de demain. Enfin parce que les pays émergents subissent plus qu'ils n'impulsent la croissance mondiale.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2014. Il a été rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth 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, Christine Rifflart et Danielle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 11 avril 2014.

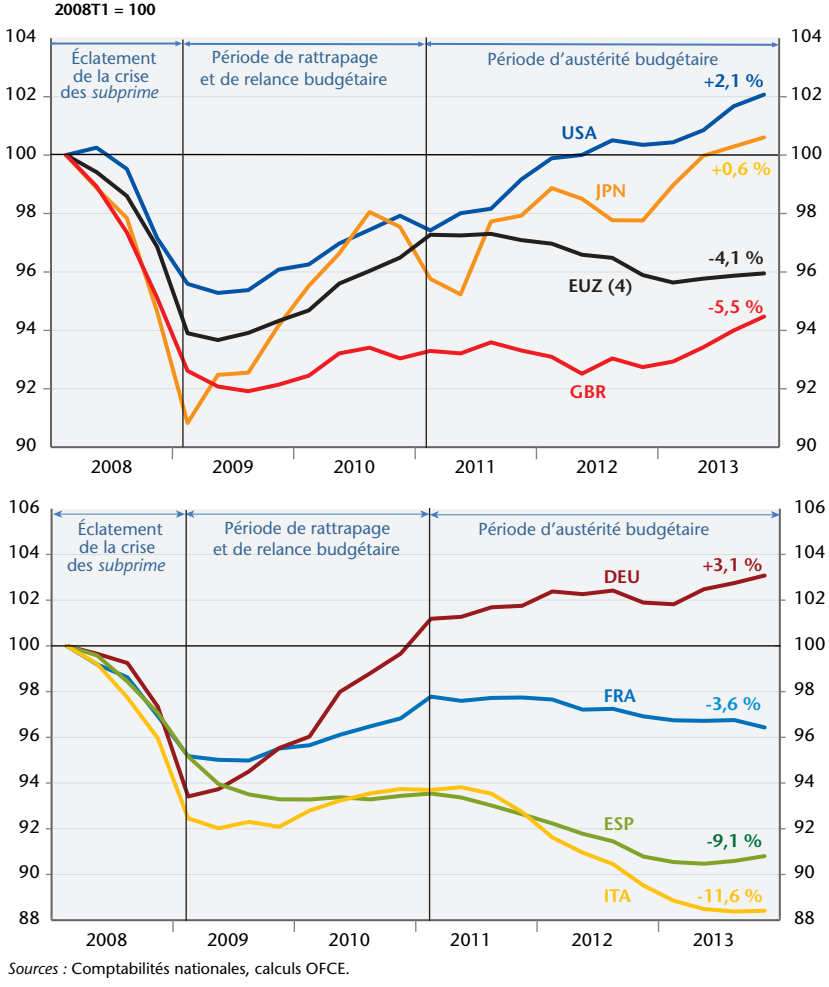
1. Cheminements divergents

La Grande Récession qui s'est engagée au début de 2008 après l'éclatement de la crise financière à l'été 2007 laisse aujourd'hui les économies de nombreux pays développés dans un état désastreux. Au quatrième trimestre 2013, seuls les États-Unis, le Japon et l'Allemagne ont dépassé le niveau de PIB par tête d'avant le déclenchement de la crise (graphique 1). Pour ces pays, la croissance du revenu par tête aura été en moyenne sur les six dernières années nulle ou presque. L'Europe n'a pas connu ce rebond. Pour le Royaume-Uni et la zone euro, les pertes de revenu par tête sont encore de l'ordre de 5 %. L'Italie et l'Espagne sont les plus affectées : le PIB par tête s'y est effondré d'environ 10 % depuis le début de 2008. La France est dans une position intermédiaire, avec un recul de l'ordre de 4 %.

Ces disparités résultent d'abord des mécanismes différenciés de propagation de la récession initiale aux économies qui ont relativement protégé certains pays et au contraire accentué le choc dans d'autres. L'Allemagne et le Japon par exemple, plus ouverts au commerce international, ont davantage subit la contraction des échanges mondiaux que la France, l'Espagne ou les États-Unis dont la croissance reposait davantage sur la demande intérieure. L'éclatement de bulles immobilières (principalement en Espagne et aux États-Unis) et la spécialisation dans la finance (comme au Royaume-Uni et en Irlande) ont aggravé l'impact de la crise. Le niveau de protection sociale propre à chaque pays, tout comme les réponses apportées à la crise, ont également joué sur l'intensité de la récession. Ainsi, les stabilisateurs automatiques ont été plus actifs en France qu'au Royaume-Uni.

Mais la différence des politiques économiques menées pour contrer la récession explique aussi que tous les pays n'aient pas été touchés au même degré. Les États-Unis ont été les plus prompts à réagir, avec la mise en place de plans de relance massifs dès 2008, équivalant à une impulsion cumulée de près de 7 % du PIB en 2008 et en 2009 (tableau 1). Au sein des pays industrialisés, les États-Unis affichent les pertes de production les moins fortes, avec un recul du PIB par tête de 4,7 % entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009.

Graphique 1. PIB par tête en volume des pays industrialisés



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Par rapport aux États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni et la zone euro dans son ensemble ont mis en place plus tardivement le soutien de l'activité, avec pour conséquence des pertes de production plus prononcées au cours de la récession. C'est en 2009 que les impulsions budgétaires sont devenues significativement positives, mais elles sont restées très en deçà de celles engagées outre-Atlantique. L'impulsion au Royaume-Uni a été en retrait de un point sur celle affichée aux États-Unis et celle de la zone euro deux fois plus faible. Au sein de la zone euro, les réponses de politique économique ont aussi été très différentes entre l'Allemagne ou l'Italie, où

le volontarisme a été très faible, et l'Espagne ou la France qui se différencient par des impulsions initialement plus fortes avec, pour corollaire, des pertes de production moins importantes.

Tableau 1. Impulsions budgétaires dans les pays développés

En points de PIB

	2008-2009	2010-2013	2014	2015	2008-2015
DEU	0,7	-0,8	0,3	0,1	0,3
AUT	-0,1	-2,6	-0,4	-0,3	-3,5
BEL	2,5	-1,8	-0,5	-0,9	-0,6
ESP	4,4	-7,7	-0,6	-0,6	-4,4
FIN	1,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,6
FRA	2,6	-4,7	-0,7	-0,6	-3,4
GRC	6,0	-19,4	-1,3	-0,9	-15,7
IRL	5,1	-10,1	-1,8	-1,1	-7,9
ITA	1,0	-4,1	0,4	0,0	-2,8
NLD	3,8	-3,8	-0,9	-1,0	-1,9
PRT	5,5	-9,8	-0,5	-0,5	-5,3
EUZ 11	2,1	-3,9	-0,2	-0,3	-2,3
USA	6,8	-5,0	-1,0	-0,7	0,1
GBR	3,4	-6,8	-0,7	-0,7	-4,8
JPN	3,9	2,1	-1,6	-2,1	2,3

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

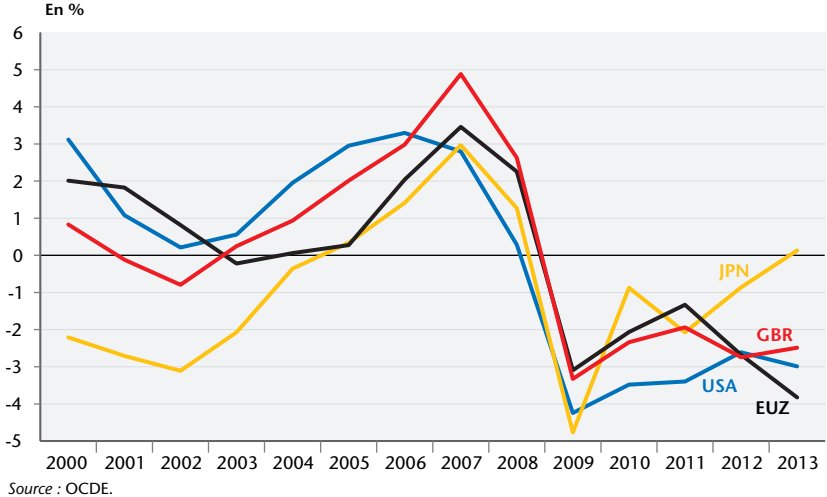
Sollicitées par les plans de relance et le jeu des stabilisateurs automatiques, les finances publiques sont sorties exsangues de la récession de 2008-2009. Les réponses hétérogènes des gouvernements face à la montée du déficit et de l'endettement publics a ensuite déterminé le cheminement des économies jusqu'à aujourd'hui. En zone euro la crise des dettes souveraines a conduit à un scénario particulier.

Dès 2010, les politiques budgétaires ont pris un tour restrictif dans la majorité des pays. La politique de rigueur a été plus intense aux États-Unis qu'en zone euro après 2009, avec des impulsions négatives cumulées de respectivement -5 et -3,9 points de PIB sur la période 2010-2013. Apparemment, les PIB des deux zones ont suivi des trajectoires divergentes, sans effet de l'austérité sur celle des États-Unis, avec un impact marqué sur celle de la zone euro qui, de fait, est à nouveau entrée en récession 2011. Les réponses différentes des politiques monétaires d'accompagnement de l'assainissement

budgétaire expliquent en partie ces différences de trajectoire. Les États-Unis ont adopté d'emblée des mesures de politique monétaire non-conventionnelles consistant à racheter des titres publics ou à les garantir par l'État pour désamorcer la défiance des marchés, contenir la hausse des taux et maintenir des conditions de financement de l'économie qui n'étouffent pas la croissance.

Mais c'est l'examen des écarts de production qui réconcilie les trajectoires des États-Unis et de la zone euro (graphique 2). Aux États-Unis, comme en zone euro, les écarts de production se sont creusés en 2013 et sont très importants. Ceci est confirmé par le niveau du chômage ou, plus précisément, des taux d'emplois, puisqu'aux États-Unis la baisse récente du chômage s'explique presque entièrement par la baisse des taux d'activité de la main-d'œuvre (voir fiche pays États-Unis). C'est cette situation qui alimente aujourd'hui les craintes d'une déflation.

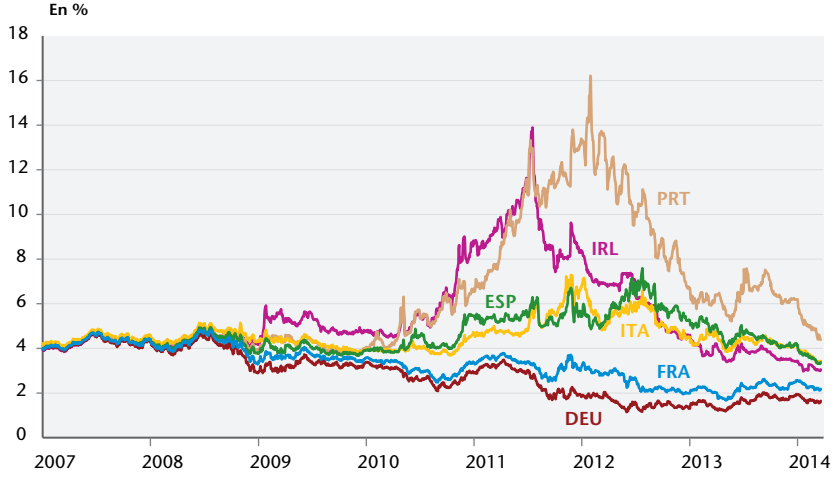
Graphique 2. Écart de production des pays industrialisés



Source : OCDE.

Contrastant avec la stabilité financière des États-Unis favorable à la croissance, la crise financière a fait rage à partir du printemps 2010 en zone euro, quand l'éclatement de la crise grecque a gagné les petits pays, puis l'Espagne et l'Italie, et finalement menacé la zone euro d'éclatement. Du fait de la défiance des marchés, les taux sur la dette publique de ces pays sont montés en flèche, laissant les États en difficulté au bord de l'insolvabilité (graphique 3).

Graphique 3. Taux d'intérêt publics dans la zone euro

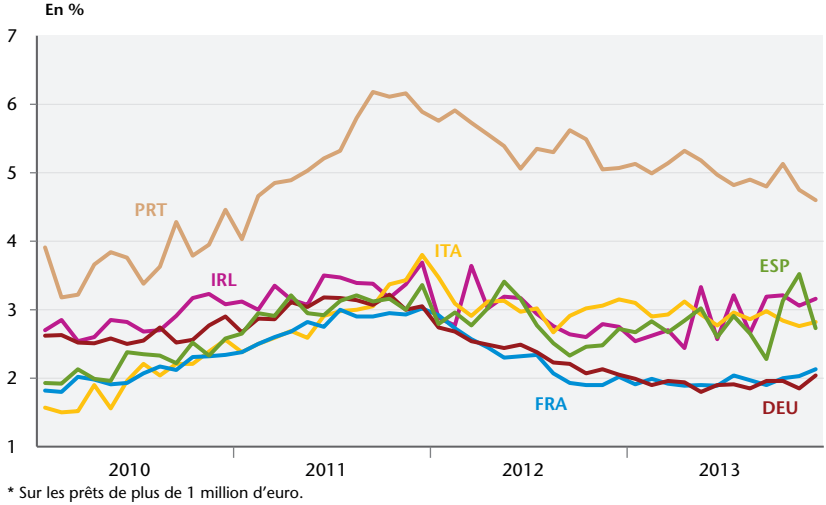


Source : Datastream.

La réaction initiale a été d'accentuer la restriction budgétaire en zone euro afin de rassurer les marchés financiers et de tenter de retrouver des taux d'intérêt plus bas. La montée en flèche des taux d'intérêt, couplée à la fragmentation structurelle des marchés de crédit en zone euro, a eu pour conséquence la montée des taux privés, en particulier pour les entreprises non-financières (graphique 4). La combinaison de ces deux éléments a accentué la récession en zone euro et est à l'origine du double plongeon (*double dip*) de l'économie. La recherche de taux plus bas par des politiques budgétaires plus restrictives au moment où les multiplicateurs sont élevés n'a pas permis de retrouver la confiance des marchés. Ce n'est pas la crédibilité des plans d'ajustement qui a fait défaut mais leurs conséquences en termes d'activité qui en démontraient l'inefficacité.

La Commission européenne avait vu dans les politiques budgétaires restrictives le moyen d'engager un processus de réduction des déficits qui rassure les marchés, qui permette d'obtenir une baisse des taux souverains et finalement favorise les conditions d'une reprise. En partant du principe que les multiplicateurs étaient faibles, la correction des déséquilibres des finances publiques ne devait pas être trop coûteuse en termes de croissance, surtout en présupposant comme acquis l'effet de la baisse des taux d'intérêt sur l'activité.

Graphique 4. Taux d'intérêt aux entreprises dans la zone euro*



* Sur les prêts de plus de 1 million d'euro.
Source : Banque centrale européenne.

Les autorités européennes, et principalement la Banque centrale européenne, se sont efforcées de trouver les réponses pour désamorcer la crise. Elles ont consisté à mutualiser les risques au sein de la zone, avec la mise en place en mai 2010 du FESF (Fonds européen de stabilité financière) puis du MES en septembre 2012 (Mécanisme européen de stabilité). Conçus comme des fonds commun de créance, ces entités visent à assurer, avec la garantie des États membres, le financement des États en difficulté qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés financiers à des taux soutenables. À partir de mai 2010, la crainte d'un emballement de la crise grecque a conduit la BCE à intervenir sur les marchés secondaires de dette publique dans le cadre du SMP (*Securities Market Program*). En septembre 2012, le SMP laisse place à l'OMT (*Outright Monetary Transactions* ou Opérations Monétaires sur Titres). Ce dispositif permet également à la BCE d'acheter sur le marché secondaire des titres publics, mais en ne fixant aucune limite à ses interventions et en conditionnant son action à la mise en œuvre d'un plan d'assainissement des finances publiques dans le cadre du MES. Finalement, la situation a radicalement changé après la déclaration, le 26 juillet 2012, de Mario Draghi qui s'est engagé à faire « tout ce qui sera nécessaire[2] » pour préserver l'euro, après la mise

2. "*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*" Mario Draghi, http://ftalphaville.ft.com//2012/07/26/1096961/draghi-on-that-transmission-mechanism/

en place en septembre d'un dispositif plus ambitieux que le programme SMP et après le démarrage des négociations sur l'Union bancaire. La mesure de la corrélation entre les taux des CDS (*Credit default swap*) et le niveau de dette publique des principaux émetteurs de titres de la zone euro apporte une solide présomption sur la coupure du lien entre taux et dette après l'annonce de Mario Draghi (encadré 1).

Au sein de la zone euro, les contreperformances les plus notables en termes de croissance sont ainsi à mettre au compte des pays ayant été les plus chahutés par les marchés et contraints de pratiquer une politique de rigueur forcenée, comme l'Italie et l'Espagne, tout en subissant une politique monétaire restrictive de fait. La cassure de croissance en Allemagne à partir de 2011 montre que, malgré une politique budgétaire nationale accommodante et des conditions monétaires favorables, l'Allemagne ne peut s'isoler de la zone euro : l'impulsion budgétaire négative interne a été modérée, mais par le canal du commerce extérieur, l'affaissement de la demande adressée par ses principaux partenaires a durement pénalisé l'économie allemande.

Encadré 1. « *Whatever it takes* », un tournant symbolique

La déclaration de Mario Draghi, le 26 juillet 2012, a marqué un tournant dans la crise des dettes souveraines en zone euro. Dans les jours qui ont suivi, le niveau des *spreads* souverains a baissé de manière évidente dans les pays fragiles de la zone euro (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal). Une relation de cause à effet semble s'être établie entre cette déclaration et la rupture du lien entre niveau de la dette publique et taux d'intérêt sur les obligations publiques. La mesure de la corrélation entre le niveau des CDS (*Credit default swap*, ou contrats d'assurance contre le défaut d'un pays) et le niveau de la dette publique, avant et après le discours de Mario Draghi va dans ce sens. Ainsi, en partant de la régression linéaire suivante :

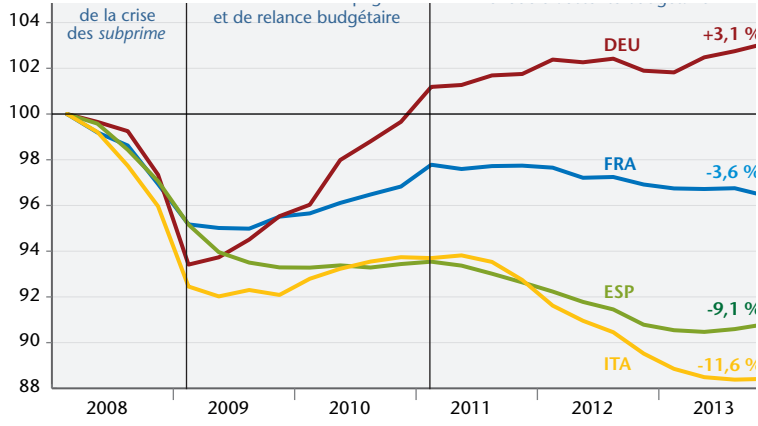
$$niveau\ CDS_t = \alpha_t\ dette\ publique_t + \beta_t$$

le niveau des CDS étant mesuré en euros et la dette publique en points de PIB, avec une périodicité journalière et sans pondération. Le graphique 5 représente l'évolution du coefficient α au cours du temps (+/- un écart-type représenté par la zone grisée), et notamment avant et après le 26 juillet 2012. On constate que le discours de Mario Draghi coïncide avec une baisse de la corrélation entre dette publique et niveau

des CDS : en décembre 2012, le coefficient est revenu au niveau du début de 2010.

L'estimation de cette régression entre janvier 2014 et mi-avril 2014, donne $\alpha = 1{,}35$ et $\beta = 0{,}81$, ce qui signifie qu'un point de dette publique supplémentaire implique une hausse moyenne du niveau de CDS de 1,35 euro.

Graphique 5. Corrélation entre niveau des CDS et niveau des dettes publiques en zone euro*



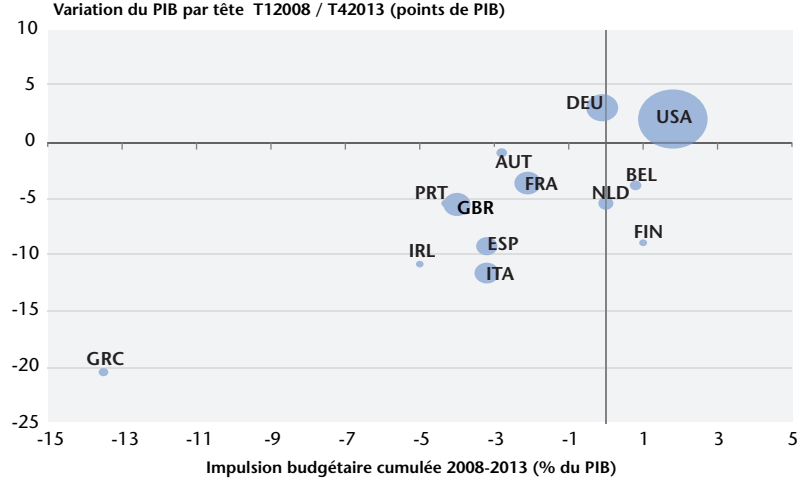
* Zone euro-12 : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Italie, Irlande, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie. Les autres pays pour lesquels les données sur les CDS sont manquantes sont exclus. On exclut également la Grèce qui apparaît comme un point aberrant dans la régression, dans la mesure où le défaut partiel sur sa dette en 2012 a eu un impact direct sur le niveau des CDS.
Source : OCDE, Datastream, calculs OFCE.

Le bilan des six dernières années en termes de croissance est indiscutablement négatif pour les pays ayant mené une stratégie de consolidation budgétaire. La corrélation positive mise en évidence sur le graphique 6 entre l'impulsion cumulée de 2008 à 2013 et l'évolution du PIB par tête sur la même période ne laisse guère de doute sur la responsabilité des choix de politique dans la performance désastreuse de certains pays.

Au total, face aux crises financières et réelles les plus dramatiques depuis la crise des années 1930, la réponse apportée par la majorité des pays a été la rigueur, y compris en intégrant les plans initiaux de relance. Dans ces conditions, les pays qui n'ont ne serait-ce que simplement rattrapé le niveau de PIB par tête d'avant le déclenchement de la récession en 2008, paraissent sortir la tête haute de cette période de crise. Mais un jugement aussi favorable

oublie que la référence n'est pas statique, sauf à considérer que le moyen-terme des économies est devenu la stabilité absolue, ou tout au moins qu'il s'est considérablement infléchi, c'est-à-dire que les ressorts de la croissance ont été cassés très durablement par la récession. Et que dire alors du potentiel de pays comme l'Espagne ou l'Italie dont les PIB par tête se situent, à la fin de 2013, 10 % sous leurs niveaux de 2008 ?

Graphique 6. Impulsion budgétaire cumulée et variation du PIB par tête



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

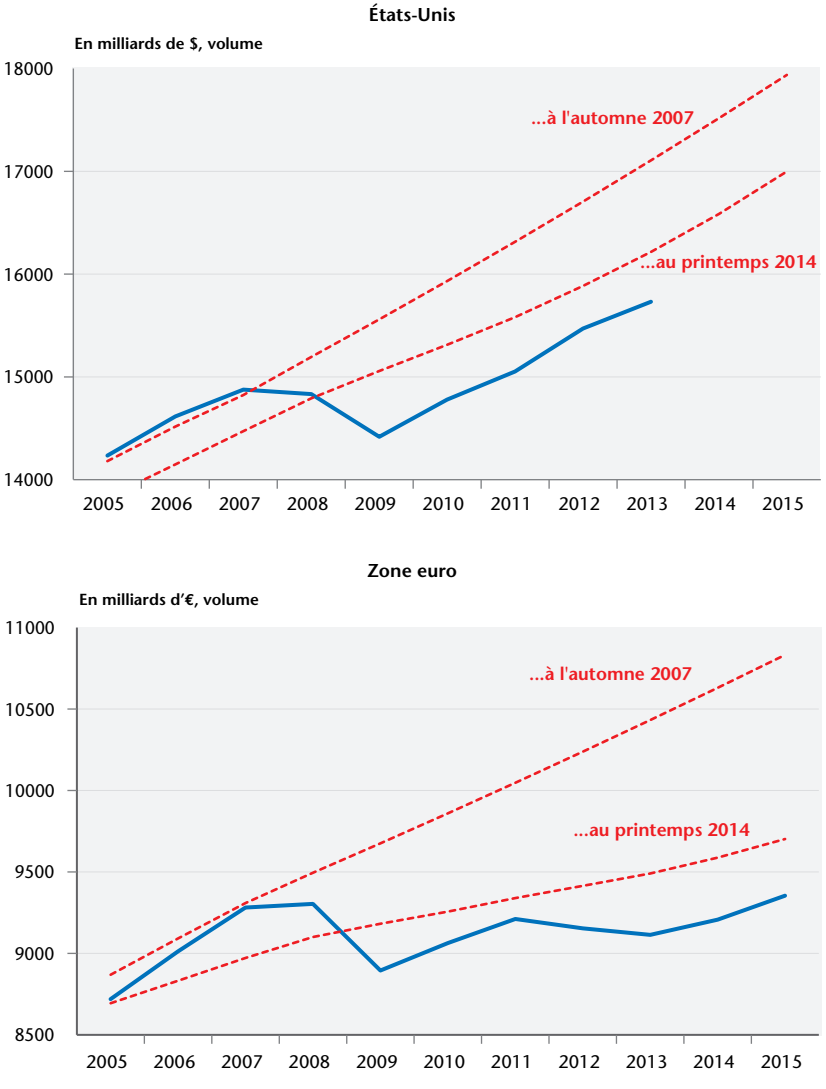
Le bas niveau d'activité dans ces pays, et dans une moindre mesure en France, ne résulte pas d'un effondrement du potentiel mais plus directement de la mise en place de politiques de rigueur forcenées qui étouffent toute possibilité de rebond et créent l'illusion d'un affaissement, voire pour certains pays d'une disparition du potentiel de croissance à moyen terme (graphique 7).

La littérature récente s'est penchée sur le lien entre crises financières et pertes de potentiel[3] pour conclure à des pertes définitives de niveau production, plutôt qu'à une inflexion de la croissance

3. Furcieri D. et Zdzienicka A (2011), « How costly are debt crises? », *FMI Working paper* 11/280. Furcieri D. et Mourougane A. (2009), « The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries », *OCDE, Working paper*, 699. Reinhart C.M. et Rogoff K.S. (2009), « This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER, Working paper*, 13 882.

post-crise. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits.

Graphique 7. PIB effectif et estimations du potentiel…

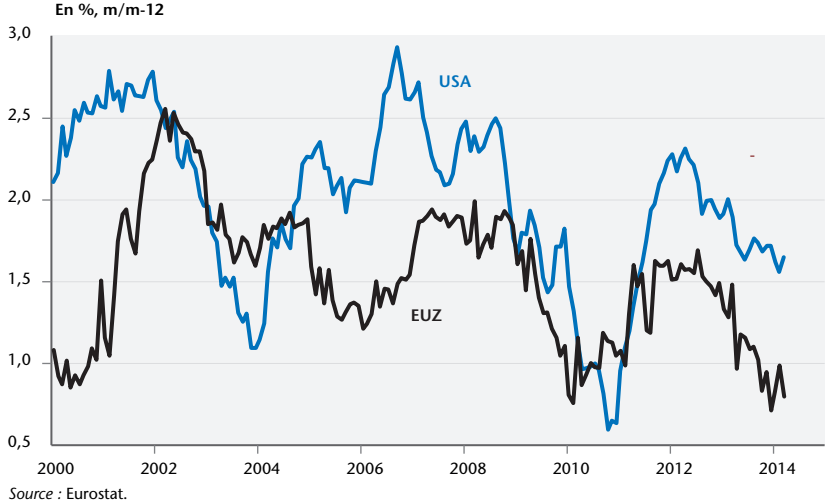


Source : OCDE.

On pourra arguer que la faible croissance ou la récession sont responsables de la chute du potentiel de production. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail avec l'exclusion des chômeurs de longue durée, la chute de l'effort de R&D, le retard pris dans les infrastructures, voire les coupes budgétaires dans l'éducation ou dans la lutte contre la pauvreté obscurcissent les perspectives de long terme. Mais dans ce cas, l'austérité aura elle-même créé la perte du potentiel.

Sans préjuger du niveau et de la croissance du potentiel de production, qui au demeurant ne sont pas directement mesurables, quelques indices laissent penser que les économies européennes disposent d'une capacité de reprise. La chute de l'inflation en zone euro, qui nourrit les craintes d'une entrée en déflation, l'existence d'un écart de productivité négatif et d'un taux d'utilisation toujours inférieur à sa moyenne de longue période, plaident en faveur de la persistance d'un écart de production négatif. Les politiques de rigueur empêchent la correction de ces déséquilibres.

Graphique 8. Inflation sous-jacente dans la zone euro et aux États-Unis

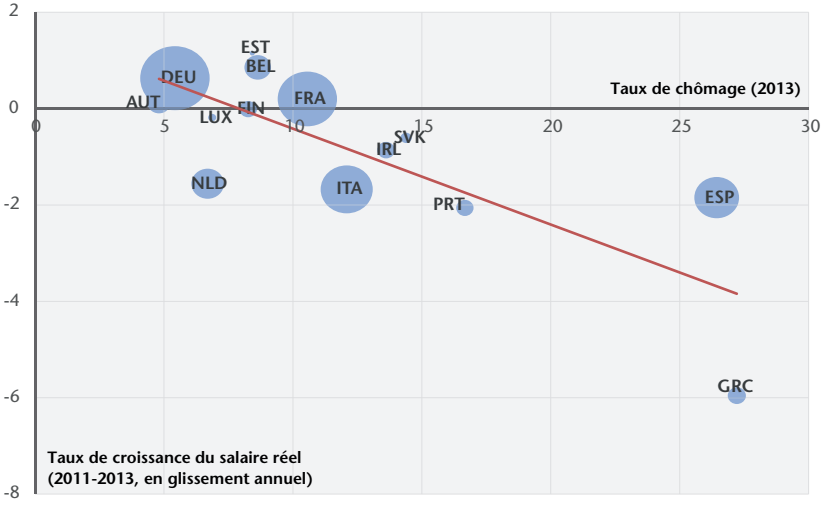


Source : Eurostat.

L'écart persistant entre l'offre potentielle et la faible demande accentue les pressions déflationnistes en zone euro. La chute de l'inflation sous-jacente sous 1 % au tournant des années 2013 et 2014 montre que le risque d'entrée en déflation n'est plus une vue de l'esprit (graphique 8). La mécanique de la dégradation du

marché du travail, qui conduit au maintien du chômage à un niveau élevé, pèse sur les salaires et accentue les pressions déflationnistes (graphique 9). De plus, les gains de compétitivité liés à la déflation salariale dans plusieurs pays – précédemment en déficit – ont augmenté l'excédent courant de la zone euro, ce qui a favorisé l'appréciation de l'euro et accentué les pressions désinflationnistes. Les situations nationales sont certes hétérogènes, avec d'un côté les pays ayant conduit des politiques d'austérité modérées comme l'Allemagne, où les salaires continuent à progresser et qui affichent un taux d'inflation compris entre 1,5 et 2 % à la fin 2013, et les pays soumis à des plans d'austérité drastiques comme les pays du Sud de la zone où les salaires baissent et qui frôlent la déflation s'ils n'y sont pas déjà entrés. Face à une politique budgétaire restrictive et à une politique monétaire qui n'est pas assez accommodante, aucun élément ne vient contebalancer ces pressions à la baisse des salaires.

Graphique 9. Niveau du taux de chômage et taux de croissance du salaire réel



Source : Eurostat, calculs OFCE.

Le basculement dans la déflation serait lourd de conséquences car l'activité, déjà malmenée par les politiques d'austérité, subirait un nouveau choc. La reprise de la demande interne serait compromise car les ménages différeraient leurs achats dans l'attente de baisses de prix futures et les entreprises renonceraient à réaliser des investissements qu'elles sauraient ne pas pouvoir rentabiliser.

D'autre part, en alourdissant le poids des dettes publiques et privées, la déflation accentuerait les efforts nécessaires pour parvenir au désendettement privé et public.

2. Rebond sans reprise

L'année 2013 marque une généralisation du retour à la croissance dans les pays développés (tableau 2). Après un trou d'air en 2012, les États-Unis et le Japon ont renoué avec l'expansion. Mais surtout, la zone euro s'est extraite au deuxième trimestre 2013 d'une phase de récession qui aura duré deux ans depuis le deuxième trimestre 2011. Le Royaume-Uni s'est également joint au train de la reprise.

Le rebond de la croissance en zone euro en 2013 s'explique davantage par l'allègement des contraintes qui ont pesé sur l'activité depuis 2010 que par l'apparition des premiers effets positifs de la stratégie de consolidation budgétaire. D'une part, la politique budgétaire a été globalement moins restrictive en 2013 qu'en 2012 : -0,7 point de PIB d'impulsion négative pour l'ensemble de la zone euro contre -1,8. D'autre part, le mouvement de convergence des taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques s'est poursuivi en 2013, avec l'ample repli des taux d'intérêt sur les obligations publiques dans les pays comme l'Italie, l'Espagne ou l'Irlande et le Portugal.

Ces développements sont à mettre au compte des décisions prises par les autorités européennes. D'un côté, la Commission européenne a, en mai 2013, reporté les dates butoir de certains pays, notamment de la France, pour satisfaire aux objectifs de déficit. Même si une telle démarche n'est pas un abandon pur et simple de la stratégie de consolidation budgétaire, elle a offert un ballon d'oxygène à des économies anémiées par la restriction[4]. Ensuite, la baisse des taux souverains n'a été pérenne qu'à partir de l'automne 2012, après l'annonce par la BCE de la mise en place du dispositif OMT qui, en actant l'engagement irrévocable de l'institution à soutenir un pays en difficulté, a désamorcé les craintes d'insolvabilité et rasséréné les marchés.

4. Voir sur ce point, voir Cochard M. et Schweisguth D. (2013), « Austérité en Europe : changement de cap ? », *Notes de l'OFCE*, n° 29, juillet 2013.

Tableau 2. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume		
		2013	2014	2015
DEU	4,2	0,5	1,8	1,7
FRA	3,1	0,3	1,2	1,6
ITA	2,6	-1,8	0,7	1,0
ESP	2,0	-1,2	1,2	2,0
NLD	1,0	-0,8	1,4	1,1
BEL	0,6	0,2	1,9	1,7
FIN	0,5	-1,5	0,8	1,8
AUT	0,5	0,4	1,1	1,6
PRT	0,3	-1,4	1,4	1,4
GRC	0,3	-3,7	-0,3	0,6
IRL	0,3	0,0	1,9	1,7
EUZ	**15,5**	**-0,4**	**1,3**	**1,6**
GBR	3,2	1,7	2,7	2,0
SWE	0,5	1,2	2,4	2,8
DNK	0,3	0,3	1,4	1,8
Union européenne à 15	**19,4**	**0,0**	**1,6**	**1,6**
13 nouveaux pays membres	2,7	1,4	2,4	2,8
Union européenne à 28	**22,1**	**0,1**	**1,6**	**1,8**
CHE	0,5	1,7	2,1	2,3
NOR	0,4	2,3	2,0	2,3
Europe	**22,9**	**0,2**	**1,7**	**1,8**
USA	20,8	1,9	2,6	2,9
JPN	6,3	1,5	1,3	1,3
CAN	1,9	2,0	2,2	2,4
Pays développés	**53,5**	**1,1**	**2,0**	**2,1**
Pays candidats à l'UE[2]	1,5	3,8	2,2	3,7
RUS	3,3	1,5	0,9	2,0
Autres CEI[3]	1,3	2,4	0,0	3,8
CHN	11,5	7,7	7,5	7,4
Autres pays d'Asie	13,2	4,4	4,5	4,7
Amérique latine	8,7	2,6	2,0	2,8
Afrique subsaharienne	2,3	5,1	6,1	5,8
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	2,4	3,3	4,8
Monde	**100**	**2,6**	**3,0**	**3,4**

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.
2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2014.

Pour autant, la zone euro reste enlisée dans une situation de chômage de masse avec, pour l'instant, une croissance insuffisante pour permettre sa décrue. Les enquêtes de confiance poursuivent leur amélioration entamée à la fin de 2012 et confirment la poursuite de la croissance au début de l'année 2014. Les politiques budgétaires demeureront restrictives, mais l'austérité s'atténuera progressivement et pèsera moins sur l'activité (tableau 1). La politique monétaire apportera également un soutien à l'activité : les taux directeurs resteront à leur niveau historiquement bas et la transmission de la politique monétaire sera sans doute meilleure grâce à la rémission de la crise des dettes souveraines. La progression du PIB serait de 1,3 % en 2014 dans l'ensemble de la zone euro, et de 1,6 % en 2015. La croissance sera donc moins freinée, mais le maintien de politiques de rigueur empêchera l'enclenchement d'une véritable dynamique de reprise.

La croissance sera pour une large par tirée par l'investissement qui devrait enfin rebondir grâce aux effets de l'accélérateur et à la répercussion de la normalisation des taux des crédits aux entreprises. En revanche, la situation du marché du travail ne devrait pas s'améliorer spectaculairement en 2014 et en 2015, ce qui ne permettra pas une véritable reprise de la consommation. La reprise des créations d'emplois sera freinée par la fermeture des cycles de productivité, affectés par les chocs conjoncturels de ces dernières années. À l'horizon de la prévision, une réduction significative du taux de chômage est hors de portée. Celui-ci ne baissera que de 0,2 point en 2014 et de 0,3 en 2015 pour se maintenir au-dessus de 11 %. C'est dire le chemin qui restera à parcourir pour revenir au taux de chômage de 7,5 % d'avant la crise. Dans un tel contexte, les pressions déflationnistes constitueront toujours une menace pour la zone euro, même s'il est sans doute hâtif d'anticiper une entrée en déflation de la zone euro dans son ensemble.

L'hypothèse d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire qui pourrait rehausser les perspectives est de plus en plus évoquée. Mais elle est trop imprécise à ce stade pour pouvoir être intégrée dans un scénario de prévision. La communication récente de la BCE reste assez floue sur cette intention. D'une part, certains membres du Conseil des gouverneurs ont fait des déclarations publiques indiquant que la BCE pourrait, si elle le jugeait nécessaire, prendre des mesures supplémentaires d'assou-

plissement de la politique monétaire. D'autre part, les communiqués diffusés à l'issue des réunions de la BCE semblent indiquer qu'étant donné le niveau actuel de l'inflation et les anticipations de la BCE, l'orientation de la politique monétaire reste appropriée, fermant la porte à une action supplémentaire.

Les hésitations américaines montrent qu'outre-Atlantique aussi la conjoncture n'est pas insensible aux effets des politiques restrictives. Les péripéties budgétaires de 2012 et de 2013, liées aux fameux *fiscal cliff* et *shutdown*, ont contraint le gouvernement à poursuivre l'effort d'assainissement engagé en 2010. Mais dans le même temps la politique monétaire est restée très accommodante, mobilisant de surcroît les instruments non-conventionnels au travers du *quantitative easing*, de telle sorte que les États-Unis ont, à la différence de la zone euro, maintenu les conditions d'une poursuite de la croissance malgré l'austérité. En 2014 et en 2015, les impulsions budgétaires négatives devraient s'atténuer, de -1,5 point de PIB en 2013 à -1 et -0,7 respectivement. L'action conjointe de la rigueur et de la croissance a en effet conduit à une réduction simultanée des déficits structurel et conjoncturel pour ramener le déficit total de 9,3 % en 2012 à 6,4 % en 2013 du PIB. Fort de ces résultats et en tablant sur la poursuite de cette dynamique vertueuse, le gouvernement américain pourra alléger son programme de consolidation budgétaire sans mettre en péril la réduction du déficit public. Ce dernier reviendrait à 5,1 du PIB en 2014 et à 4 % en 2015. La croissance devrait redémarrer en 2014 et en 2015, pour s'établir au rythme modéré de 2,6 et 2,9 % respectivement. L'environnement monétaire resterait permissif et la réduction des interventions de la Réserve fédérale, largement anticipée par les marchés, n'apparaît pas à même de compromettre ces perspectives.

L'économie du Royaume-Uni a redémarré rapidement en 2013, à un rythme moyen de 0,7/0,8 % par trimestre qui contraste avec le rebond poussif de la zone euro à 0,2 % par trimestre. Le gouvernement n'a pourtant pas relâché la rigueur par rapport à 2012, avec une impulsion budgétaire négative de 1 point de PIB en hausse de 0,5 point. Il faut plutôt rechercher du côté d'un effet de richesse positif les raisons de la performance britannique récente. L'effet patrimonial positif généré par la hausse de 10 % des prix immobiliers en 2013 et la hausse de la bourse a poussé à la baisse le taux d'épargne des ménages. La reprise de la consommation qui s'en est

suivie a dopé la croissance, mais reste tributaire de facteurs intrinsèquement instables. Sous l'hypothèse que cette instabilité ne se matérialise pas en 2014 et en 2015 et que l'investissement des entreprises puisse prendre le relai d'une consommation vulnérable, la croissance britannique accélérerait à 2,7 % en 2014, après 1,7 % en 2013, pour s'installer sur un rythme de croisière à 2 % en 2015.

3. Baisse du chômage en trompe l'œil

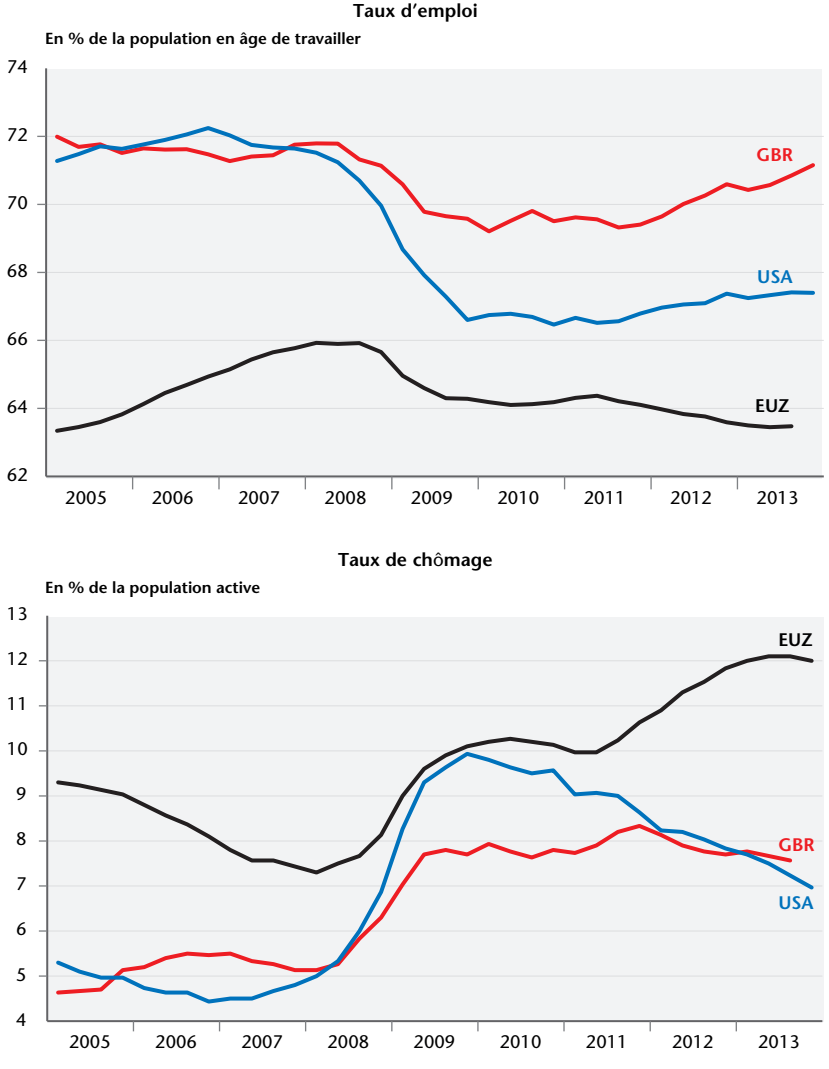
L'amélioration du marché du travail aux États-Unis, avec un recul du taux de chômage de 10 % à la fin de 2009 à 7 % à la fin de 2013, peut être vue comme la conséquence logique, et heureuse, de la phase de croissance qui s'est réengagée après la récession de 2008-2009. Pourtant, les créations d'emplois restent le talon d'Achille de la reprise outre-Atlantique. L'emploi a progressé sur la période, mais rapporté à la population en âge de travailler, la performance apparaît moins flatteuse (graphique 10).

Après quatre années de croissance ininterrompue du PIB, le taux d'emploi aux États-Unis demeure environ cinq points sous son niveau d'avant-crise, n'ayant même pas rattrapé le niveau de son étiage de 2010. La baisse du chômage a ainsi été obtenue par des sorties ou des non-entrées de population active sur le marché du travail du fait d'actifs potentiels probablement découragés, ce qui contribue à faire baisser le taux de chômage mais certainement pas à améliorer la situation des populations en âge de travailler. Le moteur du revenu reste ainsi grippé et trop peu puissant pour enclencher une dynamique de croissance forte.10. Taux d'emploi et taux de chômage dans les pays industrialisés

En zone euro, il est prématuré de chercher des indices de la mise en place d'une mécanique semblable à celle observée pour les États-Unis, mais au vu de l'ampleur du désajustement de la productivité par rapport à sa tendance de long terme, la croissance attendue en zone euro en 2014 et en 2015 risque d'être pauvre en emplois. Sauf si un accès de découragement suscitait une vague de sorties de la population active, la faiblesse de la reprise du taux d'emploi ira de pair avec le maintien du taux de chômage à un niveau élevé. En Europe, la situation du marché du travail paraît meilleure qu'au Royaume-Uni, avec conjointement la hausse du taux d'emploi et la baisse du taux de chômage. Mais même si l'emploi paraît plus

dynamique, c'est au prix d'un affaissement de la productivité qui, pour être supportable par les entreprises, passe à terme par un ajustement des salaires.

Graphique 10. Taux d'emploi et taux de chômage dans les pays industrialisés



Source : OCDE.

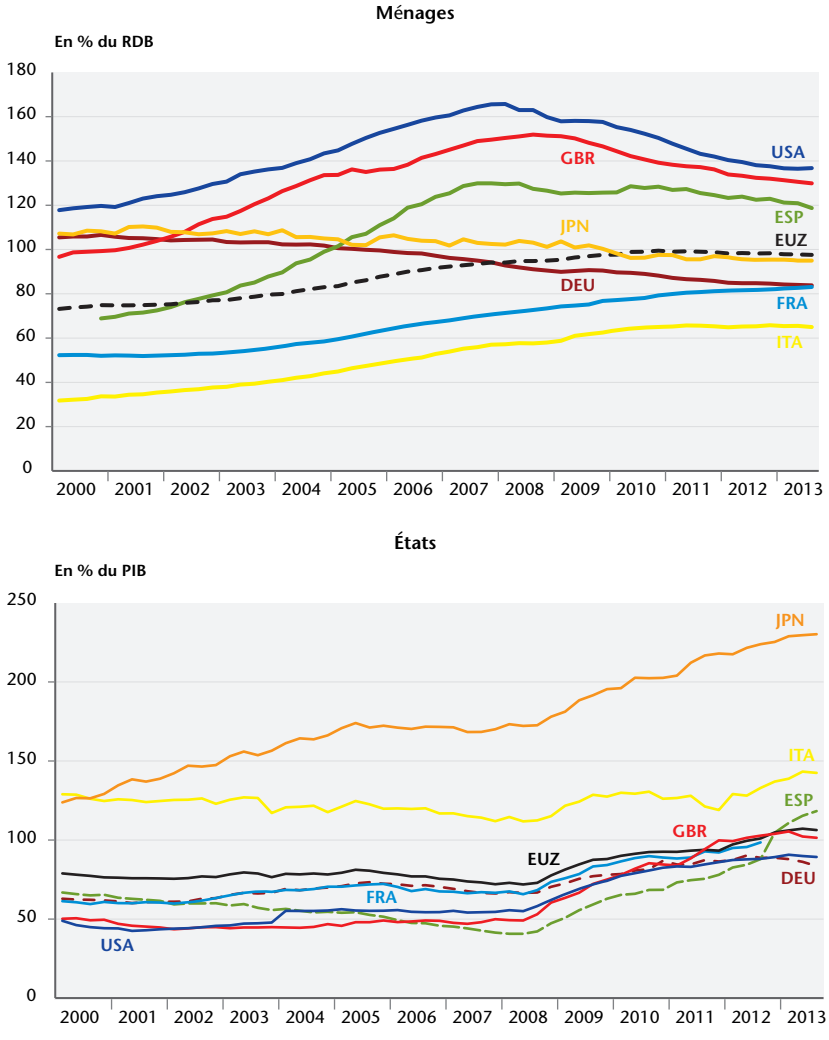
4. De bulles en dettes

La crise qui a éclaté en 2007 est à l'origine une crise de la dette privée qui a dégénéré en une crise de l'endettement public. Poussées par la hausse des prix immobiliers durant la décennie 2000 qui offrait des garanties de plus en plus solides aux prêteurs, les institutions financières ont cherché à développer leur activité vers des publics de moins en moins sûrs. Elles étaient d'autant plus incitées à le faire qu'elles pouvaient se débarrasser de ces créances présentant un niveau de risque accru par le canal de la titrisation. Bulle immobilière et bulle du crédit se sont ainsi nourries mutuellement, principalement dans les pays anglo-saxons, jusqu'à leur éclatement symbolisé par la crise des *subprime* à l'été 2007.

La crise financière qui en a résulté, d'une gravité sans précédent dans les économies contemporaines, a dégénéré à partir de 2008 en une récession d'une grande violence. Les déficits publics se sont alors creusés très fortement par la nécessité de sauver les établissements financiers en faillite, par la mise en place de plans de relance de l'activité pour contrer la récession et par le jeu des stabilisateurs automatiques. Par un effet de bascule, l'excès d'endettement public s'est ainsi substitué à l'excès d'endettement privé (graphique 11).

Le désendettement public et privé des économies est la clé de la sortie de la crise. Les ménages ont largement engagé le processus, notamment dans les pays anglo-saxons et en Espagne où l'endettement était le plus lourd. En revanche l'endettement public s'est tout juste infléchi en 2013 et reste à des niveaux qui exigeront de longues années pour les faire refluer significativement. Ce processus nécessite une stratégie claire et raisonnable combinant retour de l'activité, maintien durable des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme crédible et adapté. Cette stratégie demande une maîtrise du calendrier, une constance dans la politique suivie, une coordination entre États et entre agents économiques au sein des États.

Graphique 11. Endettement des ménages et des États



Source : Banque de France.

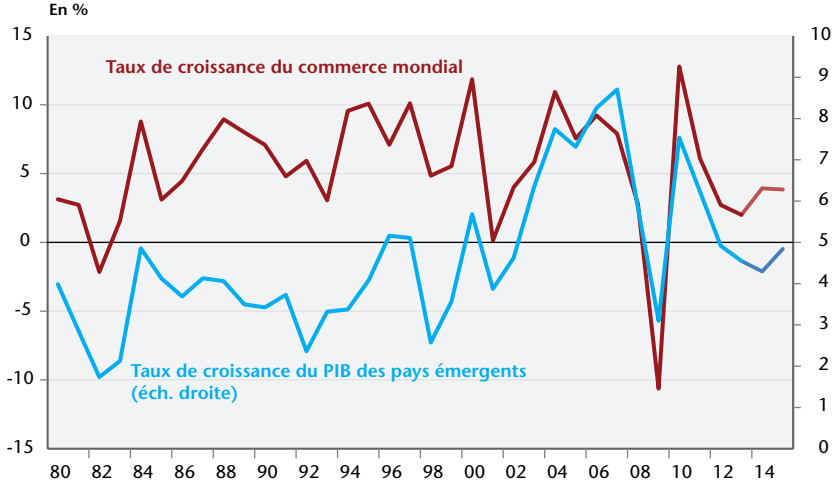
5. Les pays émergents assujettis

Si les pays émergents ont été durement frappés par la crise économique et financière depuis 2008, c'est principalement par le canal du commerce extérieur. Davantage qu'auparavant la croissance des émergents oscille au gré de la dynamique des flux de commerce mondial (graphique 12). En 2008 et en 2009, la contrac-

tion des échanges, conséquence de la récession en Europe et aux États-Unis et de la chute des termes de l'échange, avait fait basculer dans la récession cette région du monde, pourtant épargnée par la crise des *subprime*. Le rebond survenu dans les économies développées au cours des deux années suivantes s'était généralisé aux économies émergentes. La croissance y avait atteint des performances élevées, 7,9 et 6,2 % en 2010 et 2011.

Au début de l'année 2011, les échanges mondiaux avaient presque retrouvé leur niveau d'avant-crise et la croissance des pays émergents alimentait ce rebond, en même temps qu'elle en tirait largement parti. Mais les répliques de la crise en Europe et aux États-Unis au cours des deux années suivantes ont pesé sur les performances des pays émergents. De 17,2 % en 2010, la croissance des exportations mondiales est passée à 9 ,7 % en 2011 pour chuter à 1,9 % en 2012. Ce retournement vient mettre un terme à la croissance des pays émergents et invalide en même temps l'idée qu'ils puissent être un soutien à la croissance mondiale, mise en défaut par les politiques restrictives d'assainissement budgétaire conduites dans les grands pays développés (encadré 2).

Graphique 12. Volume de commerce mondial et croissance des pays émergents



Source : FMI, prévisions OFCE.

En 2012, l'impact restrictif du repli du commerce international sur les pays émergents avait été partiellement compensé par l'abondance des entrées de capitaux dans la région. En quête de meilleurs rendements, les investisseurs avaient continué d'orienter leurs placements vers ces pays plus attractifs, au risque de pousser l'appréciation des monnaies locales. Mais c'est surtout en 2013, avec la fin des crises de dettes souveraines en Europe et l'estompement des mesures de *quantitive easing* aux États-Unis, que la situation s'est dégradée. A la faiblesse du commerce mondial et à la baisse du prix des matières premières, se sont ajoutés le resserrement des conditions d'accès aux marchés des capitaux ainsi qu'une compétitivité dégradée des producteurs nationaux. Après 4,7 % en moyenne en 2012, la croissance s'est maintenue à un faible niveau dans les pays émergents en 2013 (4,4 %). Ce ralentissement a touché l'ensemble des régions émergentes d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe de l'Est.

Conséquence de cette situation, les soldes courants des émergents se sont dégradés avec la crise. Et la hausse des taux d'intérêt sur les marchés financiers internationaux, visible depuis un an, rend désormais plus difficile leur financement. Certains pays émergents qui apparaissaient comme des places à haut rendement, comparés aux pays développés, sont désormais victimes d'un reflux de capitaux. Après les entrées massives de capitaux étrangers qui avaient poussé les taux de change à la hausse au risque de grever la compétitivité des produits nationaux, le retournement de 2013 a fait apparaître l'ampleur des déséquilibres courants et a conduit à des ajustements des taux de change.

Cette situation devrait perdurer en 2013 et 2014. Avec une croissance inférieure à 4 % l'an, les flux du commerce international devraient s'accélérer mais insuffisamment pour impulser une croissance forte dans les économies émergentes. Après 4,4 % en 2013, la croissance pourrait rester à 4,3 % en 2014 avant de s'accélérer légèrement l'année prochaine. Mais la dégradation attendue des termes de l'échange et l'exacerbation des tensions concurrentielles entre les pays dont les taux de change sont devenus particulièrement pénalisants devraient jouer négativement sur la croissance. Ainsi, l'Asie en développement rapide, qui perd des parts de marché depuis 3 ans, pourrait voir sa position se dégrader encore davantage dans les deux prochaines années. L'Amérique latine, à l'exception

du Brésil, a plutôt conforté sa position sur les marchés pendant la crise économique. Les corrections intervenues tout au long de l'année 2013 sur les marchés des changes pour réduire l'appréciation des monnaies devraient permettre à la région de rester bien positionnée. Le Brésil par contre devrait continuer de pâtir de la surévaluation de sa monnaie qui rend ses produits beaucoup trop chers sur les marchés étrangers. Mais c'est surtout la Russie qui, confrontée à un problème chronique de dégradation de sa compétitivité dans l'industrie, devrait continuer de perdre des marchés.

Encadré 2. Pays émergents : l'indépendance dans l'interdépendance

La forte dépendance de la conjoncture des économies émergentes au commerce international s'est accrue au fil des années et varie avec la taille des pays. Les pays de grande taille comme la Chine, l'Inde ou le Brésil sont structurellement moins dépendants de la demande extérieure pour leur croissance. Et si Hong Kong et Singapour ont un taux d'ouverture[5] supérieur à 100 % de leur PIB, nombre de pays d'Asie et d'Europe de l'Est qui ont un taux moindre, restent très intégrés au commerce mondial. En Asie, la Thaïlande, la Malaisie et le Vietnam ont des taux supérieurs à 60 % tandis que la Chine, l'Inde, l'Indonésie et les Philippines ont des taux proches de 25 %. En Amérique latine, le Mexique intégré de fait aux États-Unis par l'accord de libre-échange Nord-américain (ALENA signé en 1994) et les pays plus petits de la côte Pacifique (Equateur, Chili, Pérou) ou la Bolivie, ont des taux supérieurs à 50 %. L'Argentine et surtout le Brésil restent par contre plus fermés.

Cette forte intégration commerciale s'est accompagnée d'un changement des liens géographiques du commerce en provenance des pays émergents, avec un rééquilibrage entre les grandes zones et l'essor des zones émergentes. Ainsi, pendant la période d'expansion de la Chine, nombre de pays émergents ont vu leurs exportations se réorienter vers cette nouvelle demande. Aujourd'hui, l'Union européenne représente environ 20 % des marchés d'exportations des émergents, avec une place prépondérante pour la Russie (plus de 60 % des exportations). Les États-Unis représentent 18 % des débouchés des émergents, mais l'Asie tient une place cruciale puisque plus d'un tiers des exportations se font en direction de l'Asie, avec un rôle majeur dévolu à la Chine. Ainsi, 17 % des exportations brésiliennes et 12 % des exportations des émergents hors BRIC se font à destination de la Chine. Dès lors, le ralentissement de la croissance des grandes économies développées et le ralentissement

5. Le taux d'ouverture est le rapport : (exportations+importations)/2*PIB

des grands pays émergents comme la Chine depuis 2012 ont un effet très déstabilisant pour les émergents (**tableau 3**).

Tableau 3. Répartition géographique des exportations des pays émergents en 2012

En % des exportations des pays/zones

	Amérique			Europe et CEI		Afrique Moyen-Orient	Asie			
		Amérique du Nord	États-Unis		UE		Asie du Nord-Est		Chine	Asie du Sud-Est
Brésil	35	16	12	22	17	11	31	24	17	4
Russie	6	5	5	63	44	3	17	13	7	2
Chine	31	25	20	25	19	9	34	16		10
Inde	19	14	12	21	16	30	29	12	6	10
Pays émergents (hors BRIC)	33	26	23	18	15	8	41	24	12	11
Pays émergents	28	22	18	27	20	9	34	19	7	9

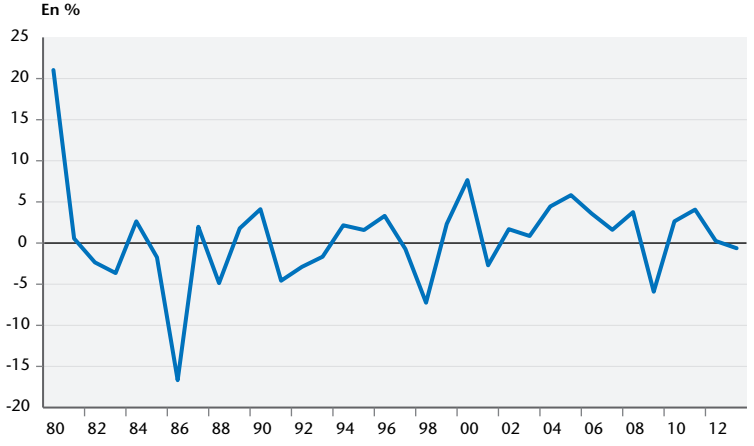
Source : CHELEM.

Cette sensibilité du lien qui unit la croissance des exportations de biens et services à la croissance du PIB peut être mesurée à partir des données du FMI sur la période 1990-2013. Ainsi, à l'exception des pays d'Afrique subsaharienne et de la CEI (dominée par la Russie) pour lesquels le coefficient est particulièrement faible, les estimations montrent que dans les autres régions, une hausse de 1 % des exportations en volume s'accompagne d'une hausse plus que proportionnelle du PIB. Le coefficient est particulièrement élevé pour l'Asie en développement et l'Europe de l'Est (1,5), mais aussi pour l'Amérique latine, malgré sa plus faible ouverture (1,3) et le Moyen-Orient.

Cette forte sensibilité des économies émergentes à leur environnement extérieur est d'autant plus pénalisante que le retournement du commerce international en 2012 et en 2013 s'est accompagné d'une chute des termes de l'échange (graphique 13). Sous l'effet de la baisse de la demande des pays développés et surtout de la Chine, le prix des matières premières industrielles a reculé de près de 30 % en 3 ans depuis avril 2011 et celui des produits alimentaires de 15 % sur la même période. Or, de nombreux pays émergents sont fournisseurs nets de biens primaires. C'est le cas notamment d'un grand pays comme le Brésil qui a vu son industrie se reprimariser avec l'envolée des prix et la forte demande de matières premières dans les années 2000. Aujourd'hui, plus de 60 % de ses exportations sont des produits

primaires ou faiblement transformés. Plus largement, l'ensemble des pays d'Amérique latine sont spécialisés sur ce type de produits et l'envolée des cours a largement concouru à renforcer cette spécialisation. La Russie, dont 70 % des exportations sont liées aux produits énergétiques, a plutôt bien résisté grâce au maintien des prix du pétrole à des niveaux élevés (tableau 4).

Graphique 13. Termes de l'échange des pays émergents*



* Rapport entre le prix des exportations et le prix des importations de marchandises.
Source : FMI.

Tableau 4. Répartition par produits des exportations des pays émergents en 2012

En % des exportations des pays/zones

	Total	Minerais	Énergie	Agro-alim.	Manuf. Minimum	Autres
Brésil	100	17,1	11,7	32,4	35,0	3,9
Russie	100	1,5	69,4	4,3	18,2	6,6
Chine	100	0,3	1,3	2,7	93,9	1,8
Inde	100	2,4	20,2	13,5	50,5	13,4
Pays émergents (hors BRIC)	100	3,7	17,0	14,4	59,6	5,4

Source : CHELEM.

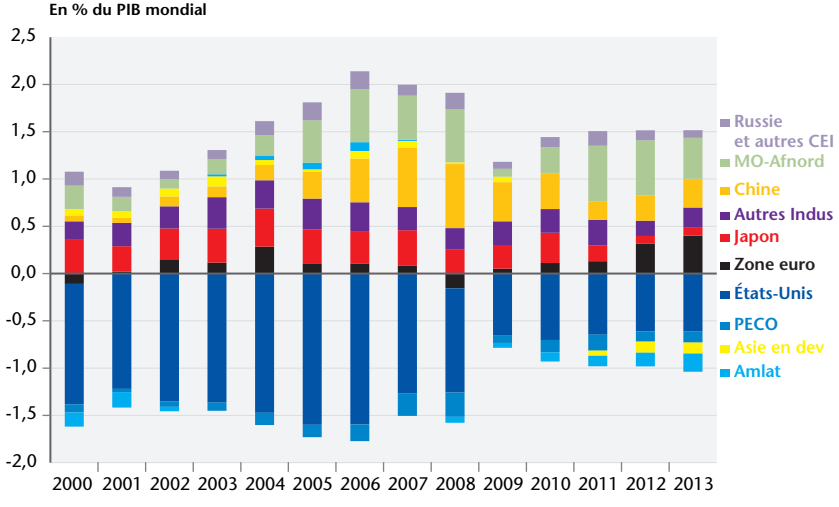
6. Rééquilibrage mondial

Par ailleurs, les déséquilibres des balances courantes se sont atténués depuis le pic observé en 2006 (graphique 14). La crise a en effet provoqué un effondrement du commerce mondial en 2009. Les importations des pays (États-Unis, Royaume-Uni ou Espagne) qui étaient en déficit ont diminué et les exportations des pays (Chine, Allemagne ou Japon) qui étaient en excédent ont ralenti. En outre, la baisse du prix pétrole, passé d'une moyenne de 97 dollars le baril à 62 dollars, avait également contribué à réduire les excédents des pays exportateurs de pétrole. Depuis, les déséquilibres se sont à nouveau accentués après 2009. Les déficits cumulés des États-Unis, de l'Amérique latine et des pays d'Europe centrale et orientale dépassent à nouveau 1 % du PIB mondial, tandis que l'excédent de la Chine est passé de 136 milliards de dollars en 2011 (soit 0,2 point de PIB mondial) à 224 milliards en 2013 (soit 0,3 point de PIB mondial), un niveau qui reste loin du pic de 420 milliards (soit 0,7 point de PIB mondial) atteint en 2007. Par ailleurs, la zone euro est devenue l'une des principales zones mondiales d'excédent courant. En milliards de dollar, cet excédent (295 milliards) dépasse celui de la Chine et des autres pays industrialisés. Alors qu'au cours des années 2000, la zone euro avait globalement une position assez proche de l'équilibre, cette évolution de la balance courante de la zone euro traduit un changement de régime et un excès d'épargne significatif dans la zone.

Le basculement de la zone euro reflète l'atonie de la demande interne et l'impact des restrictions de politique budgétaire. Plus généralement, il semble que la réduction de la demande a contribué aux ajustements de compte courant depuis 2007, une relation que nous n'observions pas avant la crise (graphique 15). Ainsi, la réduction des écarts d'activité pourrait se traduire par de nouveaux déséquilibres. La situation des pays de la zone euro est particulièrement éclairante à cet égard puisque l'Espagne, la Grèce et le Portugal ont retrouvé des soldes courants excédentaires ou proche de l'équilibre en grande partie du fait de l'effondrement de la demande. Il se pourrait que la fermeture progressive des écarts de production stimule à nouveau les importations, ce qui se traduirait par un retour des déséquilibres au sein de la zone euro. Néanmoins, l'amélioration de la compétitivité observée pendant la crise – résultant également des pressions déflationnistes – contribue à soutenir

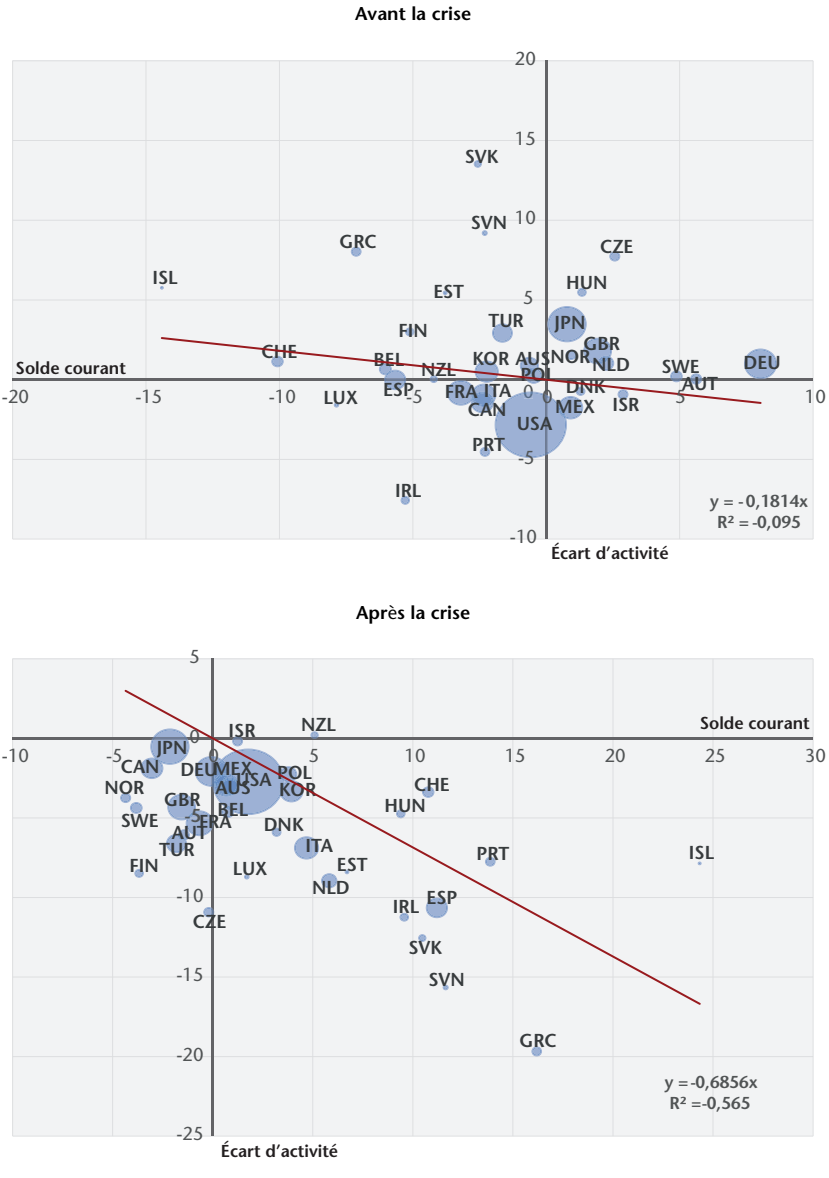
les exportations, comme en témoignent les gains récents de parts de marché enregistrés par l'Espagne. Par ailleurs, la crise aura probablement des effets durables sur la croissance, si bien que les importations ne retrouveront pas forcément leur niveau d'avant-crise. Il ressort donc que la crise s'est accompagnée d'une réduction des déséquilibres mondiaux, principalement *via* un ajustement des pays qui étaient en déficit. L'excédent chinois s'est certes résorbé, mais celui de l'Allemagne est revenu à son niveau historique d'avant-crise. De fait, les risques d'un ajustement brutal, notamment du dollar, pour résorber les déséquilibres se sont atténués. Mais les pressions déflationnistes resteront fortes tant que les ajustements seront principalement réalisés par la baisse de la demande chez les uns, non compensée par une accélération de la demande dans les pays excédentaires.

Graphique 14. Déséquilibres courants mondiaux



Source : FMI.

Graphique 15. Écart d'activité et solde courant



Sources : FMI, calculs OFCE.

7. Pourquoi la reprise se fait attendre ?

En phase de sortie de crise et alors que l'écart de production était très important en 2013 (-3,8 points dans la zone euro, -3 points aux États-Unis, -2,5 points au Royaume-Uni selon les données de l'OCDE), la croissance attendue en 2014 et en 2015 aurait dû être largement supérieure au rythme potentiel. Ce ne sera pas le cas, notamment du fait de la poursuite de la restriction budgétaire. Certes, elle sera moins forte en 2014 et en 2015 qu'en 2013 dans les grands pays (sauf au Japon), mais elle continuera d'amputer la croissance directement et indirectement *via* un ralentissement de la demande adressée aux partenaires commerciaux. L'impulsion budgétaire cumulée 2014-2015 atteindrait -1,7 point de PIB aux États-Unis, -1,4 point au Royaume-Uni et -0,5 point dans la zone euro (tableau 1). L'impact de cette restriction serait d'autant plus fort sur l'activité que, comme nous l'avons dit, l'écart de production reste élevé et que les multiplicateurs le sont donc aussi. Seuls quelques pays de la zone euro mèneront une politique expansionniste, l'Allemagne et l'Italie, la première car elle n'est pas contrainte grâce à un solde public proche de l'équilibre, la seconde en raison notamment du remboursement d'arriérés de paiement aux entreprises. Le déficit public se réduirait à 4 % du PIB en 2015 aux États-Unis (contre 6,4 % en 2013), à 4,1 % au Royaume-Uni (contre 5,8 % en 2013) et à 1,9 % dans la zone euro (contre 2,8 % en 2013). La France atteindrait tout juste les 3 % du PIB en 2015 tandis que les déficits seraient encore supérieurs à ce seuil en Espagne et en Irlande.

Face à une politique budgétaire restrictive, les politiques monétaires sont très accommodantes. Les taux directeurs des grandes banques centrales sont aujourd'hui à des niveaux très faibles : 0,25 % dans la zone euro depuis novembre 2013, 0,5 % au Royaume-Uni depuis 2009 et 0,25 % aux États-Unis et au Japon depuis 2009 également. Pour contrer la très forte dégradation du PIB, les banques centrales ont dû avoir recours à des politiques non-conventionnelles pour avoir prise sur l'activité. Elles l'ont fait de manières différentes, même si les bilans des banques centrales ont tous augmenté.

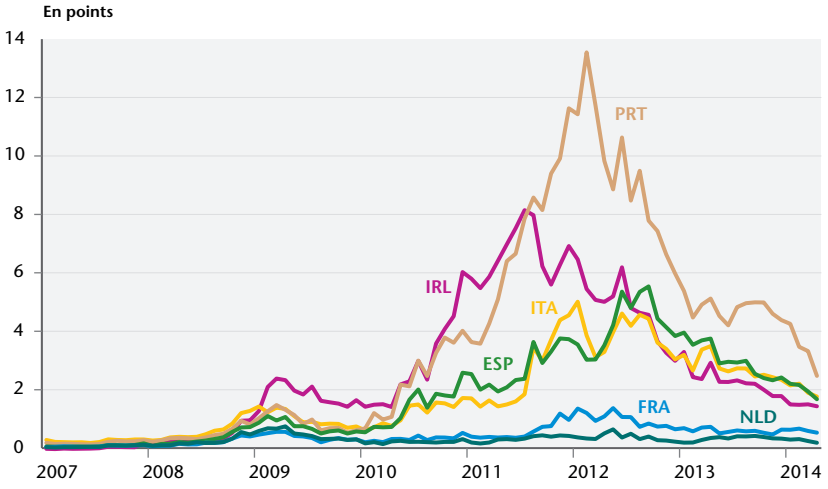
Depuis 2009, la Réserve fédérale américaine a tenté de stimuler l'activité avec une politique de *quantitative easing* offensive, avec

des achats très importants de bons du Trésor et de titres adossés à des crédits immobiliers et garantis par l'État. Ceci a eu un impact à la baisse sur les taux longs publics et les taux hypothécaires. L'État a financé à moindre coût une dette en forte augmentation et une reprise modérée du secteur immobilier a progressivement eu lieu à partir de 2011 (à la suite d'une phase de désendettement des ménages). Mais l'annonce en mai 2013 d'une moindre intervention à l'avenir sur les marchés financiers (qui devrait entraîner d'ici à la fin 2014 la fin progressive des achats de titres) s'est traduite par une remontée d'environ 1 point des taux longs publics et des taux hypothécaires, ce qui a freiné très rapidement l'activité dans le secteur immobilier[6]. En revanche, du côté des entreprises, les primes de risque sur les obligations des entreprises ont baissé depuis mi-2012 de plus d'un point par rapport aux obligations publiques, signe d'un regain de confiance dans un contexte de reprise de la croissance.

Dans la zone euro, les opérations de financement à long terme de la BCE d'un montant illimité ont été largement utilisées par les banques depuis 2008. La BCE a aussi racheté des titres publics de pays « en crise », mais ils n'ont pas été suffisants pour faire durablement baisser les taux longs publics. Ces mesures visaient à restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire de la BCE dans les pays où la crise les avait rendus inopérants. L'octroi de liquidités aux banques était censé relancer le crédit. Finalement, ce n'est que grâce au renforcement de la gouvernance macroéconomique et à l'annonce d'un nouveau programme par la BCE en septembre 2012 (l'OMT qui lui permet de racheter des titres publics de pays bénéficiant d'un programme du FESF/MES) que les primes de risques ont réellement baissé sur les taux d'intérêt à long terme de l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, car elles ont mis fin au risque d'un défaut non-ordonné sur la dette souveraine[7]. On a alors assisté à une légère augmentation des taux dans les pays les moins risqués (France, Allemagne…) et une nette baisse dans les pays en crise (Espagne, Italie, Portugal, Irlande). De ce fait, l'écart de taux longs entre l'Allemagne et les autres pays de la zone euro s'est réduit sur la période récente (graphique 16).

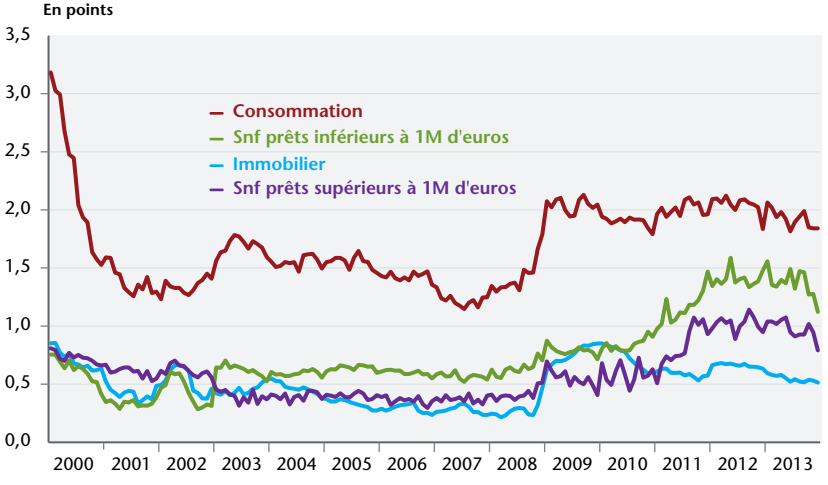
6. Voir « États-Unis : la fin de tous les dangers ? ».
7. Ce programme n'a jamais été sollicité, mais sa mise en place a suffi à rassurer les marchés.

Graphique 16. Écart de taux longs publics entre l'Allemagne et quelques pays de la zone euro



Source : Datastream.

Graphique 17. Écart-type des taux bancaires sur les nouveaux crédits au sein de la zone euro



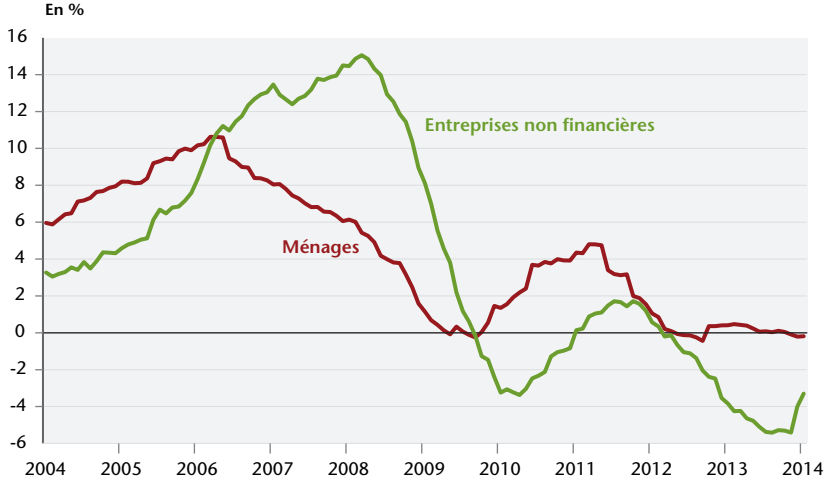
Source : Banque centrale européenne.

Par ailleurs, cette convergence des taux longs publics s'est accompagnée d'une réduction des taux bancaires sur les nouveaux crédits[8]. Au total, on a donc assisté à une diminution de la disper-

8. Voir : « Zone euro : convalescence ».

sion des taux bancaires entre les pays de la zone euro, même si elle a eu lieu avec retard et de façon relativement limitée (graphique 17). En plus du financement des ménages, le crédit bancaire revêt une importance particulière pour les entreprises de la zone euro comparativement aux États-Unis ou au Royaume-Uni puisque le financement des entreprises repose moins sur les marchés financiers. Cette baisse des taux bancaires n'a cependant pas permis de relancer le crédit (graphique 18). Tous les agents privés (tant financiers que non financiers) se sont en effet globalement désendettés sur la période récente. Les banques ont augmenté leurs réserves et réduit la taille de leur bilan plutôt que de distribuer du crédit. Désormais, il semble que ce soit plus le bilan des agents privés non financiers et/ou l'absence de demande qui pose problème plutôt que le bilan des banques (sauf dans quelques pays comme l'Espagne où à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, les crédits douteux restent élevés) et le rationnement de l'offre. Dans de nombreux pays, les ménages continuent de se désendetter (Espagne, Irlande, Pays-Bas…). De plus, les entreprises, face à une demande insuffisante, n'ont pas investi, ce qui se traduit par des taux d'investissement très faibles dans la zone euro.

Graphique 18. Évolution de l'encours de crédit dans la zone euro



Source : Banque centrale européenne.

Par ailleurs, au regard du contexte désinflationniste, les taux longs publics à 10 ans restent élevés en termes réels dans de nombreux pays. A 0,7 % en février 2014, l'inflation dans la zone euro est particulièrement faible. L'inflation sous-jacente y est proche (1 %), preuve que le recul du prix de l'énergie (lié en partie à l'appréciation de l'euro) n'explique qu'une partie du mouvement désinflationniste actuel. Certains pays affichent même une inflation proche de zéro (0,1 % en Irlande et en Espagne) ou même négative (-0,1 % au Portugal, -0,9 % en Grèce). De ce fait, les taux réels sont proches ou supérieurs aux taux nominaux, ce qui limite l'impact du regain de confiance des marchés financiers concernant ces pays. Ainsi, les taux longs réels étaient de 0,6 % en Allemagne en février 2014, mais encore de 2,9 % en Irlande, de 3,4 % en Italie, de 3,6 % en Espagne, de 5,1 % au Portugal et de 9,4 % en Grèce. Certes, les taux longs nominaux ont nettement baissé depuis lors, mais l'inflation a aussi ralenti selon les premières estimations pour mars 2014. Les taux longs réels n'ont donc dû que peu baisser dans les pays « en crise ».

8. La soutenabilité des dettes publiques

Malgré quatre années de rigueur budgétaire entre 2010 et 2013, la situation des finances publiques dans la plupart des pays de la zone euro n'est pas encore stabilisée. Les soldes publics sont tous déficitaires, jusqu'à plus de 7 points de PIB pour l'Espagne, l'Irlande et la Grèce, et les dettes publiques continuent d'augmenter (tableau 5). Cinq pays ont des dettes publiques supérieures à 100 points de PIB et seule celle de la Finlande est inférieure à 60. Si les interventions de la BCE ont permis de faire baisser les taux d'intérêt souverains, le ralentissement de l'inflation conduit à l'augmentation des taux réels.

L'austérité budgétaire a cependant permis d'améliorer les soldes structurels primaires – qui se lisent hors déficit conjoncturel et hors charges d'intérêt. Ceux-ci sont positifs dans quasiment tous les pays de la zone euro, à l'exception de la France et de l'Espagne, où ils sont cependant très faibles (respectivement -0,2 et -0,7 % du PIB). Le Royaume-Uni tranche avec une solde structurel primaire de -2,9 %. Ce sont donc les déficits conjoncturels qui sont en grande partie responsables de la mauvaise santé des finances

publiques européennes. Un pays dont l'écart de production est très dégradé a un déficit conjoncturel élevé, du fait de moindres rentrées fiscales et d'un surplus de dépenses sociales (chômage, minima sociaux, etc.).

Les écarts de production (mesurés par l'OCDE) sont encore très forts en Italie, en Espagne, au Portugal, en Irlande et surtout en Grèce – même si le niveau potentiel de l'économie grecque est aujourd'hui très difficile à estimer. Le niveau du déficit public préjuge donc mal de la stabilité des finances publiques à moyen terme, c'est-à-dire lorsque l'économie aura refermé son écart de production et que le PIB sera revenu à son niveau potentiel.

Tableau 5. Finances publiques et hypothèses de croissance potentielle

	Finances publiques en 2013 *En % du PIB*			*En %*		
	Dette publique	Solde public	Solde structurel primaire	Écart de production 2013	Croissance potentielle en volume	Taux réel sur la dette publique
DEU	78,4	-0,1	2,5	-0,8	1,3	0,0
FRA	92,9	-4,3	-0,2	-3,4	1,6	1,3
ITA	132,7	-3,0	5,3	-5,9	0,3	2,8
ESP	94,0	-7,1	-0,7	-7,2	1,3	2,4
NLD	73,4	-2,5	1,7	-4,2	1,2	1,0
BEL	100,6	-2,7	1,7	-2,1	1,5	1,0
PRT	129,0	-4,9	3,0	-7,8	0,6	3,2
IRL	124,4	-7,2	1,0	-8,9	1,2	2,0
GRC	178,6	-7,8	2,1	-13,6	1,0*	3,0**
FIN	58,5	-2,5	1,3	-3,6	1,4	0,2
AUT	74,6	-2,3	1,3	-3,0	1,7	0,7
GBR	91,8	-7,1	-2,9	-2,5	2,0	0,9

* Nous faisons ici l'hypothèse qu'à moyen terme la Grèce retrouvera une croissance potentielle de 1%.
** Le taux réel grec est calculé à partir du taux du MES (3,5%) et déflaté par une inflation de 0,5%.
Sources : Eurostat pour les finances publiques (au sens de Maastricht), *Perspectives économiques de l'OCDE* n° 94 pour la croissance potentielle et l'écart de production, calculs OFCE pour le taux réel.

Dans le tableau 6, nous calculons l'effort fiscal nécessaire pour ramener la dette publique à 60 % du PIB à moyen terme. Ce calcul fait l'hypothèse que l'économie aura alors retrouvé son niveau potentiel et tient compte de l'augmentation de la dette qui sera générée par le déficit conjoncturel avant la fermeture de l'écart de production. La vitesse de fermeture de l'écart de production est d'un point de PIB par an. Dans ce scénario, la France aura donc

retrouvé son niveau potentiel en 2016, l'Italie en 2019 et l'Espagne en 2020. Une note à paraître sur le site de l'OFCE détaillera les modalités de ce calcul.

Tableau 6. Effort fiscal pour réduire la dette à 60 % du PIB sous différentes hypothèses

	Effort fiscal réalisé entre 2009 et 2013	Effort fiscal à réaliser pour ramener la dette à 60 % du PIB		
		en 20 ans	en 20 ans avec un point de taux réel en plus	en 30 ans
DEU	0,8	-1,9	-1,2	-2,3
FRA	4,5	1,8	2,6	1,1
ITA	4,6	2,0	3,2	0,5
ESP	8,5	4,0	4,8	3,2
NLD	4,9	0,5	1,2	0,1
BEL	3,0	0,2	1,0	-0,5
PRT	7,5	5,3	6,4	3,9
IRL	10,6	4,3	5,4	2,9
GRC	19,1	4,0	5,5	1,3
FIN	0,8	0,0	0,6	0,0
AUT	2,7	-1,0	-0,3	-1,3
GBR	5,6	3,8	4,6	3,3

Notes : L'effort fiscal se lit comme l'opposé de l'impulsion budgétaire nécessaire pour atteindre l'objectif de dette. Un effort fiscal positif signifie que le pays n'a pas encore réalisé l'ajustement nécessaire.
Hypothèses : Nous avons choisi de nous appuyer sur les estimations de l'OCDE publiées dans les *Perspectives économiques* n° 94 pour l'écart de production et la croissance potentielle et valeur et en volume. La croissance potentielle retenue est celle de 2015 car c'est la plus proche d'une croissance potentielle de moyen terme. Le taux d'intérêt est une moyenne, pondérée par la maturité de la dette, entre le taux apparent et le taux des obligations d'État à 10 ans d'avril 2014. Il est déflaté par les anticipations de prix de l'OCDE pour l'année 2015, calculées comme l'écart entre les taux de croissance potentiels nominal et réel de l'économie.
Source : Calculs OFCE.

Ce calcul est très sensible aux hypothèses de taux d'intérêt et de croissance potentielle retenus. L'écart entre le taux réel et le taux de croissance, aussi appelé écart critique, est un élément déterminant de la soutenabilité de la dette. Si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance, il faudra un effort budgétaire plus important pour ramener la dette à 60 % que si l'écart critique est négatif ou nul.

Ainsi, même si l'Italie a un solde structurel primaire supérieur de 5,5 points de PIB à celui de la France, l'effort fiscal qu'elle devra réaliser pour réduire sa dette publique à 60 % du PIB en 20 ans est supérieur à celui de la France. Il y a deux raisons à ce résultat :

d'une part la dette publique italienne est de 40 points de PIB supérieure à celle de la France, d'autre part l'écart critique de l'Italie est de 2,5 contre -0,3 pour la France.

Globalement, les pays pour lesquels l'ajustement budgétaire déjà réalisé serait suffisant pour retrouver un ratio dette sur PIB inférieur à 60 % d'ici 20 ans sont l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche. La Belgique et les Pays-Bas en sont très proches avec un effort fiscal à réaliser inférieur à 0,5 point de PIB. Ces cinq pays bénéficient d'un écart critique négatif, grâce à des taux longs qui ont beaucoup baissé pendant la crise et un taux d'inflation anticipé supérieur à 1,5 % (sauf les Pays-Bas).

Inversement, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et la Grèce ne sont pas sortis d'affaire. Malgré l'ajustement budgétaire déjà réalisé depuis 2010, l'effort fiscal qui reste à accomplir pour ramener la dette à 60 % du PIB à un horizon de 20 ans serait compris en 4 et 5,3 points de PIB. Si l'on relâche la contrainte temporelle et que l'on donne 30 ans à ces pays pour réduire leur dette, l'effort fiscal resterait compris entre 1,3 et 3,9 points de PIB. Ces quatre pays ont un écart critique positif de plus d'un point – et jusqu'à 2,6 points pour le Portugal – qui complique grandement la tâche de l'assainissement des finances publiques.

Il est essentiel de parvenir à une baisse des taux réels en Europe, en particulier pour les pays les plus en difficulté. Cette baisse peut provenir d'un repli, déjà amorcé, des taux souverains, mais aussi d'un regain d'inflation. Si, au contraire, la zone euro basculait vers la déflation, le retour à une situation soutenable pour les finances publiques serait compromis. Nous avons calculé l'impact d'un point de taux réel en plus sur l'effort fiscal à réaliser pour ramener la dette publique à 60 % du PIB en 20 ans.

Les pays les plus affectés sont ceux qui ont une dette publique élevée : ainsi le Portugal, l'Irlande et la Grèce devraient réaliser entre 1,1 et 1,5 point d'effort budgétaire supplémentaire pour réduire leur dette à 60 %. Pour le Portugal, l'effort serait de 6,4 points de PIB, soit du même ordre de grandeur que celui déjà réalisé avant la crise (7,5 points).

L'écart se creuserait entre la France et l'Italie, qui devraient réaliser respectivement 2,6 et 3,2 points d'effort budgétaire. Pour la France, cela correspondrait à 71 milliards d'euros d'économies

budgétaires, soit deux à trois fois plus que ce qui est actuellement envisagé par le gouvernement de Manuel Valls d'ici 2016. Par contre, un ajustement budgétaire de 30 milliards d'euros serait suffisant pour réduire la dette à 60 % du PIB d'ici 30 ans si l'inflation se maintenait autour de 1 %.

Ces résultats sont cohérents avec ceux de l'étude réalisée pour le rapport iAGS 2013 et 2014, dans lesquels nous montrons qu'il est possible de stabiliser la situation budgétaire des pays européens en réduisant les impulsions budgétaires à un effort maximum de 0,5 point de PIB par an, et qu'il est préférable d'attendre que l'écart de production se soit sensiblement refermé avant de réaliser l'ajustement budgétaire.

9. Quel *policy mix* pour une vraie reprise ?

Comme nous l'avons évoqué, la zone euro est dans une situation critique avec un risque de déflation non négligeable. Un chômage de masse persiste dans de nombreux pays et l'écart de production se fermera peu d'ici 2015 selon nos prévisions. Il faudra donc de nombreuses années pour revenir au taux de chômage d'avant-crise. Par ailleurs, cette faible croissance complique la réduction des déficits et des dettes des États.

Une politique monétaire très accommodante est plus que jamais indispensable pour, d'une part, favoriser la baisse des taux publics et privés et, d'autre part, permettre que l'euro se déprécie. Il faudrait une politique très volontariste, comme ce fut le cas aux États-Unis, pour lutter contre la déflation qui menace. Malheureusement, on en est encore loin dans la zone euro. Certes, la question d'un assouplissement monétaire se fait plus pressante. Ainsi, le président de la BCE, Mario Draghi, a évoqué après la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE le 3 avril dernier que la faible inflation (0,5 % en mars dans la zone euro), favorisée par l'appréciation de l'euro (proche de 1,40 dollar) et la désinflation importée qui en découle, était un sujet de préoccupation pour l'institution dont le mandat est de maintenir l'inflation sous le seuil de 2 % mais proche de ce seuil. Il a de plus indiqué que pour la première fois le Conseil des gouverneurs avait évoqué des mesures de *quantitative easing* si l'inflation devait rester durablement aussi faible. Ces déclarations font suite à celles de Jens

Weidman, le président de la Bundesbank, qui avait indiqué que le recours à de nouvelles mesures non-conventionnelles pouvait être envisagé dans la zone euro en cas de risque de déflation. Cependant, les anticipations d'inflation de la BCE (1,3 % en 2015, puis 1,5 % en 2016) montrent que, même si elle se dit prête à agir plus fortement, cela ne devrait pas être le cas selon nos prévisions, puisque la BCE n'anticipe pas de maintien à un bas niveau de l'inflation. Or une politique d'assouplissement, en favorisant la baisse des taux publics et des taux bancaires, allègerait la charge de la dette des États et pourrait être un coup de pouce pour faire repartir le crédit aux entreprises et donc l'investissement. D'autant plus que la dépréciation de l'euro résultant d'une telle politique entraînerait un regain d'inflation et parallèlement stimulerait les exportations et donc la croissance.

Comme nous l'avons montré dans la partie précédente, une politique monétaire plus volontariste faciliterait l'ajustement des finances publiques. D'une part, une baisse plus importante des taux longs des pays sous tension réduiraitt l'effort budgétaire pour stabiliser (voire diminuer) le ratio dette publique/PIB dans certains pays. La réduction des taux privés, en relançant la croissance, favoriserait la fermeture de l'*output gap* et limiterait également l'ajustement budgétaire à fournir. Enfin, une inflation plus élevée, donc une croissance nominale plus élevée, amplifierait la réduction de la dette/PIB.

Dans deux billets récents publiés sur le blog de l'OFCE[9], des pistes d'assouplissement possibles de la politique monétaire dans la zone euro sont évoquées afin que la transmission de la politique monétaire ne soit pas dépendante du secteur bancaire : l'achat direct aux PME de crédits titrisés pour réduire encore le coût de financement des entreprises et l'achat de titres publics dans le cadre de l'OMT, pour faire baisser les taux longs. La dépréciation de l'euro sera plus difficile à enclencher, tant que de larges excédents courants persistent dans la zone euro, du fait de la chute des demandes internes et donc des importations de plusieurs pays.

Mais la politique monétaire seule ne sera pas suffisante pour sortir du marasme dans lequel la zone euro est engluée. En effet, la

9. « Et si la BCE respectait son mandat ! » le 13 mars 2014 par Christophe Blot, « La BCE, ou comment devenir moins conventionnel » le 9 avril 2014 par Jérome Creel et Paul Hubert.

restriction budgétaire est intervenue trop tôt dans le cycle alors que les PIB de la zone euro progressaient tout juste à nouveau et que l'écart de production était encore très creusé. Les pressions à la baisse sur les salaires et la désinflation qui en est résulté, en raison d'un taux de chômage élevé, doivent aussi être combattues par une politique de relance. Il faudrait que la Commission européenne accepte un retour des ratios dette brute/PIB plus lente pour éviter la quasi-stagnation qui nous attend et qu'elle s'attache plutôt à un critère de dette nette des actifs. En effet, l'amélioration des comptes publics a en partie reposé sur la réduction des investissements publics (notamment en Espagne, en Italie ou au Portugal). Or, un sous-investissement chronique risque de gréver la croissance potentielle des prochaines années. C'est pourquoi une relance de la croissance au niveau européen *via* des investissements liés à la transition énergétique serait particulièrement bienvenue[10] : elle pourrait reposer sur de l'investissement public, mais aussi des partenariats publics/privés, des modifications des réglementations, des incitations fiscales, un développement des *project bonds*… De plus, cette dette publique brute nouvelle étant gagée sur des actifs (à savoir les investissements effectués), la dette nette serait inchangée.

10. Pour plus de détails, voir le chapitre 4 du rapport IAGS 2014 et l'article « Un « new deal » vert pour relancer l'Europe », de Xavier Timbeau, dans la *Revue de l'OFCE*,134, 2014.

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

	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 €=...$	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,40	1,40	1,38	1,35	1,35	1,35	1,35	1,33	1,39	1,35
1 $=...Yen	98,9	99,3	98,7	100,0	103,6	105	105	105	105	105	105	105	99,2	104,6	105,0
1 £=...euros	1,18	1,18	1,17	1,19	1,20	1,22	1,23	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,18	1,23	1,25
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]															
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	0,3	0,25	0,25
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,10
EUZ	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,6	0,25	0,25
GBR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,5	0,5	0,50
Taux d'intérêt à long terme[1]															
USA	1,9	2,3	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	2,4	2,8	2,9
JPN	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
EUZ	2,8	3,0	3,2	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
GBR	2,0	2,1	2,5	2,6	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1	2,3	2,8	2,8
Prix du pétrole Brent, en $[1]	113	103	110	109	109	107	103	100	100	100	100	100	109	105	100
Prix du pétrole Brent, en €[1]	85	78	83	81	79	76	74	72	74	74	74	74	82	75	74
Matières premières industrielles[2]	5,6	-7,4	-0,3	1,9	-1,0	4,4	-5,1	4,3	5,1	3,9	-2,8	4,8	-2,7	0,0	9,6

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 avril 2014.