

## Retour en enfer ?

### Perspectives 2011-2012 pour l'économie mondiale \*

*L'économie mondiale se relève avec difficultés du traumatisme de la récession de 2008/2009. Bien sûr, les plans de relance et les stabilisateurs automatiques ont évité l'enclenchement d'un processus dépressif comme dans les années 30 et les plans de soutien au secteur financier ont empêché les faillites bancaires en cascade et l'anéantissement du système financier. Mais la mobilisation de l'ensemble des moyens de la politique économique, conventionnels et non conventionnels, a conduit à la socialisation de dettes privées insoutenables, a laissé les budgets des États lourdement déficitaires et accru les dettes publiques dans des proportions importantes.*

*Dans cette situation, les États européens s'alarment d'une possible dégradation de leur note souveraine. Les menaces de défaut gagnent certains grands pays de la zone euro en plus de la Grèce et les primes de risque pour les pays déjà en difficulté montent en flèche. Les politiques économiques prennent donc le tournant de la rigueur en Europe pour tenter de redresser les finances publiques, au risque de faire replonger les économies dans la récession si les objectifs annoncés par les gouvernements étaient tenus coûte que coûte.*

Après la récession de 2008-2009 qui a frappé les économies développées et par contrecoup les économies émergentes, l'activité mondiale a rebondi en 2010. Les plans de relance massifs ont enrayer la spirale dépressive et ont permis le redémarrage de l'économie. Après l'effondrement des échanges fin 2008, le commerce mondial a repris de la vigueur (tableau1) et dépasse désormais le niveau de son pic précédent. Les soutiens publics aux secteurs bancaire et financier ont normalisé les financements à l'économie privée et desserré la contrainte que les banques, déstabilisées par la crise financière, faisaient peser sur les demandes intérieures.

L'embellie est cependant insuffisante et la situation des pays développés reste précaire. Les économies portent encore les stigmates de la récession, avec un taux de chômage qui s'est au mieux stabilisé et des déficits publics creusés par le jeu des stabilisateurs automatiques et des plans de relance. Ce sont aujourd'hui les difficultés budgétaires qui sont à l'origine d'une nouvelle phase de la crise. À la menace de contagion des crises des dettes souveraines grecque et irlandaise à des pays comme l'Espagne et l'Italie, s'ajoutent les conséquences du risque d'un défaut souverain, même partiel et limité à un seul petit pays. Une nouvelle panique bancaire est possible et sa seule évocation génère des effets négatifs.

Les doutes sur la solvabilité des PIIEG (Portugal, Irlande, Italie, Espagne, Grèce) remettent en cause le financement de leur dette publique, dont une fraction importante doit être renouvelée chaque année. Les taux demandés sur leurs nouvelles émissions s'accroissent. Ce durcissement des conditions d'emprunt, combiné à la dégradation des perspectives d'activité, elle-même amplifiée par la restriction budgétaire, produit un effet de ciseau sur les finances publiques de ces États. Dans le même temps, la recherche de sécurité par les investisseurs a conduit à une baisse des taux d'intérêt souverains des pays les mieux notés. La dégradation de la note souveraine des États-Unis s'est traduite par une dégradation encore plus forte de la note implicite de l'économie mondiale. Elle s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêt américains à 10 ans comme à court terme.

Pris dans l'étau d'une dette élevée et d'un écart de production qui ne s'est pas refermé, la plupart des pays européens combinent déficits structurels et conjoncturels. La seule issue envisagée consiste en un resserrement budgétaire, censé apporter des gages aux marchés financiers et aux partenaires européens, à la fois de la bonne volonté et de la capacité des gouvernements à « redresser » la situation. Les dettes publiques ont atteint des niveaux sans précédent dans les pays développés. Dans la zone euro, elle atteindrait 89 % du PIB en 2011, soit une hausse de 22 points depuis 2007. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les dettes publiques ont augmenté davantage : de 32 points de PIB aux États-Unis et 34 points au Royaume-Uni. La dette du Japon s'est quant à elle accrue de 49 points de PIB depuis 2007 et devrait atteindre 222 points de PIB en 2012. Mais la position extérieure nette largement positive du Japon, premier créancier mondial, et le fait que la dette publique soit détenue à 95 % par les agents japonais et que la Banque du Japon prévient les risques d'illiquidité du gouvernement, protègent ce pays des attaques des marchés. Le Japon se finance

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2011. Il a été rédigé par Bruno Ducoudré, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, 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, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danielle Schweisguth, avec la participation de Vincent Touzé.

**Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions**

	Trimestres												Années		
	2010				2011				2012				2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>	76	78	77	87	105	117	114	110	105	105	110	110	79	111	108
Matières premières industrielles en \$ <sup>2</sup>	6,3	7,3	4,0	7,6	8,4	2,7	-3,9	0,0	2,5	1,2	1,6	0,4	39	19	3
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>															
1 € = ... \$	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,30	1,28	1,25	1,23	1,20	1,33	1,38	1,24
1 \$ = ... yen	91	92	86	83	82	82	78	75	75	75	75	75	88	79	75
1 £ = ... €	1,13	1,17	1,20	1,16	1,17	1,13	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,17	1,15	1,14
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></i>															
États-Unis	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	0,3	0,3
Japon	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	0,1
Zone euro	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,1
Royaume-Uni	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<i>Taux d'intérêt longs<sup>1</sup></i>															
États-Unis	3,7	3,4	2,7	2,9	3,5	3,2	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,2	2,8	2,0
Japon	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,15	1,10
Zone euro	3,5	3,4	3,1	3,4	3,9	4,0	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,3	3,8	3,5
Royaume-Uni	4,0	3,7	3,2	3,2	3,7	3,4	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,5	3,1	2,7
<i>Prix à la consommation<sup>3</sup></i>															
États-Unis	2,4	1,8	1,2	1,2	2,2	3,3	3,7	3,3	2,2	1,4	1,0	1,1	1,6	3,1	1,4
Japon	-0,9	-0,7	-1,0	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	-0,7	-0,4	-0,5
Zone euro	1,1	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,6	2,4	1,8	1,4	1,5	1,5	1,6	2,6	1,5
Royaume-Uni	3,2	3,4	3,1	3,4	4,2	4,4	4,7	4,8	4,0	3,4	3,1	2,3	3,3	4,5	3,2
<i>PIB en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
États-Unis	1,0	0,9	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	3,0	1,5	2,0
Japon	2,3	-0,2	1,0	-0,6	-0,9	-0,5	0,9	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	4,3	-0,4	2,9
Zone euro	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	1,7	1,7	0,9
Allemagne	0,5	1,9	0,8	0,5	1,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,6	2,9	1,2
France	0,2	0,5	0,4	0,3	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	1,4	1,6	0,8
Italie	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	0,8	0,4
Royaume-Uni	0,2	1,1	0,6	-0,5	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,8	0,8	0,8
<i>Importations de marchandises en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
Monde	4,8	3,8	0,8	3,2	3,8	0,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	15,5	9,0	5,3
Pays industrialisés	3,5	4,5	1,8	1,4	2,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	11,7	6,8	3,3
PED	6,8	2,8	-0,6	5,9	5,5	-0,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	21,6	12,2	8,2
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs<sup>1</sup></i>															
États-Unis	-3,3	-3,3	-3,3	-3,0	-3,2	-3,4	-3,4	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-3,3	-3,3
Japon	3,8	3,3	3,7	3,6	2,8	1,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	3,6	2,4	2,6
Zone euro													-0,5	-1,0	-1,4

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle, en %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). 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. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE octobre 2011.

**Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume		
		2010	2011	2012
Allemagne	4,2	3,6	2,9	1,2
France	3,1	1,4	1,6	0,8
Italie	2,6	1,2	0,8	0,4
Espagne	2,0	-0,1	0,8	0,9
Pays-Bas	1,0	1,6	1,9	1,2
Belgique	0,6	2,1	2,4	1,3
Autriche	0,5	2,3	3,0	1,3
Finlande	0,5	3,6	3,6	1,6
Portugal	0,3	1,3	-1,9	-2,1
Grèce	0,3	-4,4	-4,9	-2,2
Irlande	0,3	-0,4	1,9	1,3
<b>Zone euro</b>	<b>15,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
Royaume-Uni	3,2	1,8	0,8	0,8
Suède	0,5	5,4	4,4	2,6
Danemark	0,3	1,7	1,5	2,0
<b>Union européenne à 15</b>	<b>19,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
12 nouveaux pays membres	2,7	1,9	2,4	2,1
<b>Union européenne à 27</b>	<b>22,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
Suisse	0,5	2,7	2,2	1,7
Norvège	0,4	0,3	2,8	3,4
Europe	22,9	1,9	1,7	1,1
États-Unis	20,8	3,0	1,5	2,0
Japon	6,3	4,3	-0,4	2,9
Canada	1,9	3,2	2,0	2,0
<b>Pays industriels</b>	<b>53,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
Pays candidats à l'UE <sup>2</sup>	1,5	7,9	6,0	2,2
Russie	3,3	4,0	3,8	3,6
Autres CEI <sup>3</sup>	1,3	6,0	4,7	4,4
Chine	11,5	10,3	9,2	8,0
Autres pays d'Asie	13,2	8,7	6,6	6,2
Amérique latine	8,7	6,1	4,7	4,1
Afrique	2,3	5,4	5,2	5,8
Moyen-Orient	4,8	4,4	4,0	3,6
<b>Monde</b>	<b>100</b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>

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 octobre 2011.

actuellement à des taux d'intérêt qui sont les plus bas au monde à près de 1 %, condition essentielle à la soutenabilité de cette dette publique.

### Le piège se referme sur l'Europe

Le problème est qu'à court terme, les mesures de redressement budgétaire, appliquées dans tous les États membres, provoquent un ralentissement de la croissance. Ce dernier s'amplifie parce que ces

économies sont interconnectées, ce qui augmente les multiplicateurs budgétaires. Les efforts de réduction des déficits effectifs sont presque entièrement annulés par le creusement de l'écart de production qui accroît le déficit conjoncturel ; les créanciers, que l'on souhaitait rassurer, s'en inquiètent. Une croissance plus forte améliorerait les situations budgétaires et pourrait inverser le jugement sur la solvabilité des différents

États. La Grèce illustre ce diagnostic : le pays s'enfonce dans une récession sans précédent et est toujours jugé insolvable, malgré un redressement budgétaire inimaginable il y a quelques années. Il en résulte une montée des taux d'intérêt sur le marché secondaire de la dette publique, s'établissant à plus de 20 %, après avoir été inférieurs à 4 % avant 2008, ce qui rend impossible le recours aux marchés pour financer le déficit public. La Grèce doit compter sur ses partenaires, résolus à réduire les déficits publics, y compris grecs, quelles qu'en soient les conséquences sur la croissance.

Les titres souverains dans la zone euro sont devenus des actifs à risque ; la faiblesse des institutions rend envisageable le défaut d'un État membre. Pire encore, les États européens agitent eux-mêmes la menace du défaut souverain pour renforcer la discipline budgétaire.

Mais au lieu de la vertu attendue, c'est une nouvelle crise financière qui s'annonce. La perte de richesses liée à la décote anticipée ou constatée des titres souverains des PIIEG aurait un impact très lourd sur le bilan des agents privés. Les pertes alimenteraient en partie les dettes publiques des États européens qui devraient supporter les pertes bancaires, soutenir les économies et encaisser des pertes de recettes fiscales. Ce qui accentuerait encore la pression sur les États. En ajoutant la restriction à la restriction, la reprise de la croissance que l'on pouvait espérer après une récession profonde sera retardée et les déficits conjoncturels interprétés comme structurels. Les conséquences de cette situation se feraient sentir au-delà des pays les plus fragiles : l'ensemble des pays développés serait touché par un ralentissement de l'activité en Europe et une panique bancaire européenne serait possible avec des répercussions sur l'ensemble du système financier international.

### Le dilemme de la politique monétaire

En accroissant l'incertitude, en ouvrant la possibilité de scénarios catastrophe, toutes les conditions sont réunies pour que la trappe à liquidité enclenchée en 2008 ne se referme pas. On observe une baisse des anticipations d'inflation des agents économiques. En conséquence le taux d'intérêt réel anticipé augmente alors que les économies auraient besoin d'une politique monétaire réellement accommodante. La politique monétaire, tout au moins dans son volet traditionnel, dispose de marges de manœuvres limitées ; l'issue est de regonfler les anticipations de prix, y compris par des mesures non conventionnelles. Mais la situation

**Tableau 3 : Variation des soldes publics et impulsions budgétaires**

En points de PIB

		Cumul 2008/2009	2010	2011	2012	Cumul 2008/2012
Allemagne	Solde public*	-3,5	-1,3	2,6	0,2	-2,0
	Évolution spontanée	2,7	0,1	-1,9	0,1	1,0
	Impulsion	0,8	1,2	-0,7	-0,3	1,0
France	Solde public*	-5,1	0,6	1,5	0,7	-2,3
	Évolution spontanée	2,8	0	-0,1	0,4	3,1
	Impulsion	2,3	-0,6	-1,4	-1,1	-0,8
Italie	Solde public*	-4,0	0,7	0,9	0,9	-1,5
	Évolution spontanée	3,6	-0,1	0,1	0,7	4,3
	Impulsion	0,4	-0,6	-1,0	-1,6	-2,8
Espagne	Solde public*	-12,8	2,0	2,1	2,7	-6,0
	Évolution spontanée	9,1	0,6	0,3	0,2	10,2
	Impulsion	3,7	-2,6	-2,4	-2,9	-4,2
Royaume-Uni	Solde public*	-8,9	2,2	1,1	1,1	-4,5
	Évolution spontanée	5,2	0,4	0,9	0,8	7,3
	Impulsion	3,7	-2,6	-2,0	-1,9	-2,8
États-Unis	Solde public*	-9,1	1,1	0,9	-0,9	-8,0
	Évolution spontanée	4,9	-1,4	0,1	0	3,6
	Impulsion	4,2	0,3	-1,0	0,9	4,4
Japon	Solde public*	-8,4	3,5	-0,4	-0,5	-5,8
	Évolution spontanée	3,6	-1,4	0,5	-0,9	1,8
	Impulsion	4,8	-2,1	-0,1	1,4	4,0

\* Le solde public considéré ici est le solde primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, puisqu'à court terme cette composante du déficit ne dépend ni de la conjoncture ni de mesures délibérées. La variation du solde public primaire est égale à l'opposé de la somme de l'évolution spontanée, qui est liée au jeu des stabilisateurs automatiques (moins de rentrées fiscales, plus de dépenses sociales durant la récession), et de l'impulsion qui reflète l'évolution délibérée des déficits sous l'effet principalement des plans de relance ou de restriction.

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

européenne renforce les anticipations déflationnistes. Hausse de l'épargne nationale (tous agents confondus), persistance du chômage, dégradation des bilans par les pertes de richesse sont autant de facteurs qui se combinent et se renforcent pour atténuer les effets de la politique monétaire et pousser à immobiliser l'épargne sur les seuls titres publics qui apparaissent sûrs. Ainsi, les taux souverains de l'Allemagne, mais aussi de la France, du Royaume-Uni ou des États-Unis baissent nettement, en deçà des niveaux jamais observés, y compris dans la première phase de la crise. En miroir, les tensions interbancaires réapparaissent, nécessitant à nouveau un soutien aux banques européennes, qu'on pouvait croire sorties d'affaire il y a quelques trimestres à la faveur de profits exceptionnels.

À ces désordres s'est ajoutée la résurgence de l'inflation à court terme, relancée par la remontée des prix des matières premières énergétiques, industrielles et alimentaires sur les marchés mondiaux. Les pays développés sont confrontés d'un côté à une accélération de l'inflation importée et de l'autre à un ralentissement des salaires réels soumis à la pression du chômage. Cette situation dans laquelle se

mêlent pressions inflationnistes à court terme et pressions déflationnistes à moyen terme accroît l'incertitude et est préjudiciable aux ménages. Ils n'ont pas la capacité de répondre à l'inflation en imposant l'indexation des salaires en raison du poids du chômage et subissent la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation. La BCE aura en outre entretenu la confusion en procédant à deux hausses de taux juste avant l'été 2011, les portant à 1,5 % en réponse à l'accélération de l'inflation (à court terme), dans un contexte pourtant désinflationniste.

### La croissance mondiale sous le signe des restrictions budgétaires

Dans ce processus délétère, les pays émergents forment un îlot de croissance, même s'ils ne sont pas découplés de l'environnement international. Les exportations asiatiques, dont les deux tiers sont dirigées vers l'extérieur de la zone, ont pâti du ralentissement du commerce mondial et l'Amérique latine, exportatrice nette de matières premières, voit ses recettes d'exportations amputées par la baisse du prix des produits de base depuis quelques mois. La maîtrise de

l'inflation dans les pays émergents, qui s'appuie sur des politiques monétaires restrictives, reste un enjeu majeur pour ces zones. Dans leur grande majorité, les pays d'Europe centrale et orientale portent encore les stigmates de la crise de 2008-2009. La croissance y est restée sans ressort et essentiellement portée par la reprise du commerce mondial. Le ralentissement à l'œuvre en zone euro empêchera le retour aux taux de croissance qui prévalaient dans les pays d'Europe centrale et orientale avant la crise. Au total, la croissance mondiale ne dépassera pas 3,6 % en 2011 et 3,5 % en 2012 (tableau 2).

L'activité en Europe sera affectée par les politiques budgétaires des pays membres. En 2011, les resserrements budgétaires se sont généralisés et tous les grands pays développés afficheront des impulsions négatives (tableau 3). En 2012, seuls les pays européens, y compris le Royaume-Uni, poursuivront dans la voie de la restriction budgétaire alors que les États-Unis et le Japon mèneront à nouveau des politiques expansionnistes. La croissance sera le reflet de ces politiques : en Europe, elle sera divisée par deux entre 2011 (1,7 %) et 2012 (0,9 %), tandis qu'aux États-Unis et au Japon, le PIB reprendra de la vigueur en 2012 (2,0 % et 2,9 % respectivement). L'impulsion positive aux États-Unis témoigne une fois encore de la réactivité et du pragmatisme des autorités publiques américaines face à la menace d'une nouvelle récession que le ralentissement de 2011 fait planer. La politique budgétaire du Japon sortira à nouveau des normes en 2012 pour assurer le financement de la reconstruction de l'après tsunami.

Au total, sur les années 2011-2012, le Royaume-Uni et l'Espagne mèneront les efforts les plus importants, avec des impulsions cumulées fortement négatives de respectivement -3,9 et -5,3 points de PIB. En conséquence, leur taux de croissance ne dépassera pas 0,9 % en 2011 comme en 2012. L'Italie et la France consentiront à des resserrements budgétaires moins marqués, de -2,5 points de PIB, et connaîtront des taux de croissance légèrement inférieurs à leur potentiel. L'Allemagne se démarquera de l'ensemble européen, avec une impulsion cumulée négative de -1 point de PIB et un taux de croissance de 2,9 % en 2011 et 1,2 % en 2012. Les mesures d'austérité annoncées vont peser sur les demandes intérieures de chaque pays mais aussi sur la demande adressée aux pays voisins, de telle sorte que l'effet des resserrements budgétaires va se démultiplier.

Ainsi, même un pays qui ne mènerait pas de resserrement budgétaire verrait son

**Tableau 4 : Effets directs et indirects des politiques budgétaires**

En points de PIB

		Effet direct	Effet <i>via</i> la demande adressée	Effet total *	PIB prévu	PIB hors politiques budgétaires
Allemagne	2011	-0,6	-1,0	-1,6	2,9	4,6
	2012	-0,3	-0,7	-1,0	1,2	2,2
France	2011	-1,4	-0,8	-2,2	1,6	3,8
	2012	-1,0	-0,7	-1,7	0,8	2,4
Italie	2011	-0,7	-0,9	-1,6	0,8	2,4
	2012	-2,1	-0,6	-2,6	0,4	3,0
Espagne	2011	-2,2	-0,8	-3,0	0,8	3,9
	2012	-2,3	-0,6	-2,9	0,9	3,8
Royaume-Uni	2011	-2,2	-0,6	-2,8	0,8	3,6
	2012	-1,9	-0,4	-2,3	0,8	3,0
États-Unis	2011	-0,8	-0,3	-1,0	1,5	2,5
	2012	0,7	-0,2	0,5	2,0	2,5
Japon	2011	-0,1	-0,3	-0,4	0,4	0,8
	2012	1,4	-0,1	1,3	2,9	1,6

\* L'effet total peut n'être pas strictement égal à la somme de l'effet direct et de l'effet *via* la demande adressée (effet indirect) du fait des arrondis.

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

activité freinée par ceux de ses partenaires *via* un effet indirect (tableau 4). Les effets directs des plans de restriction dépendent de l'ampleur des impulsions négatives propres à chaque pays, tandis que les effets indirects dépendent de l'ampleur des restrictions budgétaires des pays voisins. Ces derniers seront d'autant plus forts qu'un pays est ouvert et que ses exportations sont dirigées vers des pays où la restriction budgétaire est intense. Dans les pays de la zone euro, les effets indirects sont relativement homogènes. Étant donnée l'importance du commerce intra-zone dans les échanges extérieurs européens, les États-Unis et le Japon subiront des effets indirects bien moindres. Au total, les restrictions budgétaires en Europe coûteront cher en termes de croissance et donc de réduction des déficits conjoncturels.

### Et si le pire était à venir...

Dans notre scénario central, les États ne parviennent pas à réduire autant qu'annoncé leurs déficits publics du fait de la faiblesse de la croissance, mais nous supposons aussi que la Grèce ne fera pas défaut sur sa dette. Dans le cas où les gouvernements respecteraient coûte que coûte leurs engagements budgétaires pour 2012, les grands pays européens devraient adopter un nouveau plan d'austérité dans les mois à venir. Le choc sur l'activité de ces pays serait alors puissant : il provoquerait en 2012 une récession violente pour certains pays, qui

atteindrait -3,9 % en Italie et -2,6 % au Royaume-Uni. La récession serait proche de -1,6 % en France et en Espagne et faible en Allemagne (-0,3 %).

Mais le scénario qu'il faudrait à tout prix éviter est celui d'un défaut de la Grèce, plus encore si ce défaut s'accompagne d'une sortie de la zone euro. Tout d'abord parce que l'annulation de la moitié de la dette grecque ne résoudrait pas ses problèmes budgétaires. En effet, le déficit conjoncturel de la Grèce est tellement dégradé que la baisse des charges d'intérêt induite par l'annulation de la moitié de la dette ne suffirait pas à ramener le solde budgétaire à un niveau qui stabilise la dette. La Grèce se verrait donc contrainte à poursuivre le redressement de ses finances publiques et ne sortirait pas du cercle infernal : austérité, récession, plus d'austérité, etc.

Mais aussi et surtout parce qu'un défaut de la Grèce entérinerait les craintes des marchés sur la possibilité d'un défaut dans d'autres pays, ouvrant la voie à une réaction en chaîne. On peut s'attendre à de nouvelles tensions sur les taux longs publics des pays en difficulté budgétaire, qui pourraient à leur tour être contraints au défaut. Nous avons calculé qu'une hausse d'un point du taux apparent sur la dette publique augmenterait l'effort structurel nécessaire pour atteindre l'équilibre budgétaire de 0,8 point pour l'Espagne, 1,2 point pour le Portugal et 1,3 point pour l'Irlande et l'Italie. En cas de défaut, les systèmes bancaires des États membres nécessite-

raient alors une recapitalisation, pour un montant qui pourrait difficilement être pris en charge par des États dont la situation financière est déjà dégradée. En France par exemple, un défaut sur 50 % de la dette de l'ensemble des PIIEG entraînerait des pertes pour les banques à hauteur de 2,5 points de PIB.

Enfin, un abandon de l'euro par la Grèce ne résoudrait pas ses problèmes budgétaires, bien au contraire. Comme le montre l'exemple argentin en 2001, la dévaluation de la monnaie qui s'ensuivrait rendrait insolvables les agents privés endettés en euros et conduirait à de nouveaux défauts sur la dette privée. Ces faillites d'entreprises ou de ménages anéantiraient le système bancaire grec et auraient des répercussions sur toute l'Europe. L'État grec ne serait pas en mesure de sauver son système bancaire, et la Grèce se trouverait sous tutelle de la Troïka pour longtemps.

### Peut-on encore sauver la Grèce ?

L'urgence est donc d'éteindre le risque de défaut souverain grec et d'éviter toute contagion. Seule une garantie de financement illimitée des dettes publiques par la BCE permettrait de rassurer complètement les marchés et de relâcher la pression sur la réduction des déficits publics, mais cela nécessite la modification des traités fondateurs. Le sauvetage de la Grèce passe nécessairement par une relance de la croissance, qui pourrait se faire par le déblocage de fonds structurels européens, ce qui permettrait d'injecter 6,5 points de PIB dans l'économie grecque, comme le propose la Commission européenne. Le retour de la croissance se traduirait par un excédent budgétaire, la Grèce ayant déjà réalisé un gros effort structurel. Par ailleurs, la création d'une structure européenne regroupant les actifs publics grecs dans le but de les revendre ultérieurement permettrait, grâce à une valorisation juste de ses actifs, de réduire la dette publique grecque de 55 points de PIB (plan Eureka).

Or ce n'est pas le chemin que l'Europe semble prendre, s'orientant plutôt vers un défaut organisé et implicite de la Grèce, avec recapitalisation du système bancaire européen et refonte des règles de surveillance macro-économique au sein de la zone euro. ■