

Le commencement de la déflation

Bruno Ducoudre, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, Hélène Périvier, Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Eric Heyer, Sabine Le Bayon, et al.

▶ **To cite this version:**

Bruno Ducoudre, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, Hélène Périvier, Céline Antonin, et al.. Le commencement de la déflation. Revue de l'OFCE, 2013, 129, pp.11-169. hal-01024851v1

HAL Id: hal-01024851

https://sciencespo.hal.science/hal-01024851v1

Submitted on 16 Jul 2014 (v1), last revised 29 Jul 2021 (v2)

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.

LE COMMENCEMENT DE LA DÉFLATION
PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

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

La Grande Récession se poursuit pour la cinquième année consécutive. De 2010 à 2013, les efforts budgétaires réalisés et annoncés par les pays développés ont été sans précédent, avec pour objectif une réduction rapide des déficits. Mais dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité. Trop longtemps ignoré, ce mécanisme a conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics furent toujours déçus.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera donc l'effort de consolidation budgétaire, malgré le haut niveau du chômage involontaire. Les multiplicateurs budgétaires restant élevés, les pays développés s'enfonceront dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

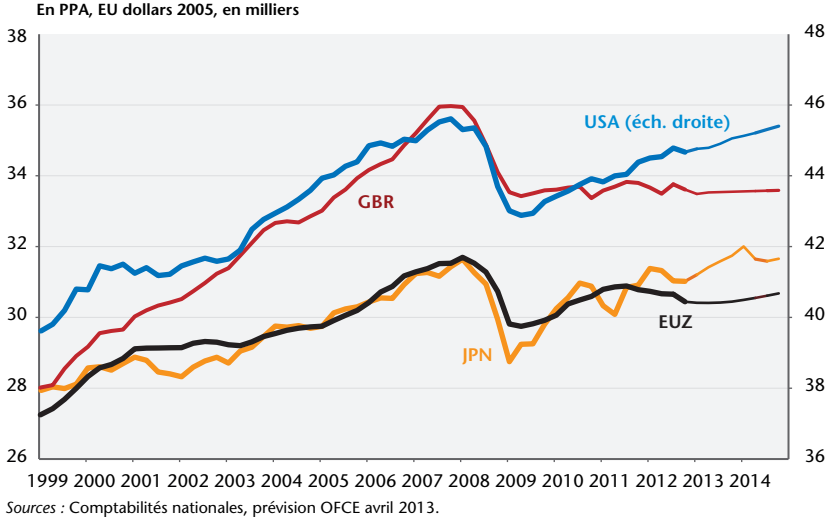
La poursuite de cette stratégie d'austérité budgétaire porte en elle le germe de la déflation salariale dans les pays les plus touchés. Les réformes structurelles imposées par la troïka consistant notamment à couper dans les rémunérations des fonctionnaires indiquent que cette déflation n'est pas subie, mais encouragée, avec pour objectif la restauration de la compétitivité des pays en crise.

Mais, puisque la zone euro est un espace de change fixe, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Un nouveau levier sera activé par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2013. Il a été rédigé par Bruno Ducoudré, Hervé Péléraux, Christine Rifflart 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 Rifflart et Danielle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 8 avril 2013.

La crise économique et financière mondiale, amorcée à la fin de l'année 2008 entre maintenant dans sa cinquième année (graphique 1, tableau 1). Et 2012 aura été pour l'Union européenne une nouvelle année de récession. Les enchaînements économiques ont démenti la sortie de crise maintes fois annoncée. Nos prévisions pour les années 2013 et 2014 peuvent se résumer assez sinistrement : les pays développés vont rester englués dans le cercle vicieux d'une hausse du chômage, d'une récession qui se prolonge et de doutes croissants quant à la soutenabilité des finances publiques.

Graphique 1. PIB par tête dans les pays développés



Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE avril 2013.

De 2010 à 2013, les efforts budgétaires réalisés et annoncés ont été sans précédent pour les pays de la zone euro (-4,6 % du PIB), le Royaume-Uni (-7,4 %) ou les États-Unis (-4,7 %) (tableau 2). L'ajustement budgétaire reporté aux États-Unis, mais précipité par l'absence de consensus politique entre les démocrates et les républicains devrait s'accentuer en 2013 et en 2014.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume		
		2012	2013	2014
DEU	4,2	0,9	0,4	1,5
FRA	3,1	0,0	-0,2	0,6
ITA	2,6	-2,4	-1,5	0,3
ESP	2,0	-1,4	-1,2	0,6
NLD	1,0	-1,0	-0,7	0,7
BEL	0,6	-0,2	0,3	1,3
FIN	0,5	-0,2	-0,1	1,1
AUT	0,5	0,8	0,4	1,0
PRT	0,3	-3,2	-2,5	0,1
GRC	0,3	-6,3	-6,0	-2,0
IRL	0,3	0,9	0,1	0,7
EUZ	15,5	-0,5	-0,4	0,9
GBR	3,2	0,3	0,3	0,8
SWE	0,5	1,2	1,3	2,6
DNK	0,3	-0,5	0,7	1,5
Union européenne à 15	19,4	-0,4	-0,3	0,9
12 nouveaux pays membres	2,7	0,7	1,1	2,4
Union européenne à 27	22,0	-0,3	-0,2	1,0
CHE	0,5	1,0	1,2	1,7
NOR	0,4	3,3	2,5	2,8
Europe	22,9	-0,2	-0,1	1,1
USA	20,8	2,2	1,5	1,7
JPN	6,3	2,0	1,0	0,7
CAN	1,9	1,8	1,2	1,4
Pays industriels	53,5	1,1	0,7	1,3
Pays candidats à l'UE[2]	1,5	2,2	3,3	4,0
RUS	3,3	3,4	3,2	3,8
Autres CEI[3]	1,3	2,7	3,4	4,6
CHN	11,5	7,8	8,2	8,0
Autres pays d'Asie	13,2	4,1	5,3	6,0
Amérique latine	8,7	2,9	3,0	3,6
Afrique subsaharienne	2,3	4,8	5,1	5,1
Moyen-Orient et Afrique du nord	4,8	5,2	3,2	3,5
Monde	100	2,8	2,8	3,2

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 avril 2013.

Tableau 2. Impulsions budgétaires dans les pays développés

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)
DEU	1,4	-1,4	-1,0	0,1	0,0
AUT	0,7	-1,5	-0,3	-0,6	-0,3
BEL	-0,1	0,0	-1,5	-0,5	-1,0
ESP	-1,4	-1,5	-3,3	-2,0	-1,1
FIN	1,3	-0,9	0,0	-0,8	-0,7
FRA	-0,6	-1,9	-1,3	-1,8	-1,4
GRC	-7,6	-5,3	-4,8	-3,8	-2,0
IRL	-4,2	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8
ITA	-0,6	-0,2	-3,0	-1,4	-0,7
NLD	-1,1	-0,4	-1,4	-1,7	-0,7
PRT	-0,3	-3,7	-3,0	-2,1	-1,9
EUZ 11*	-0,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,6
USA	-1,1	-1,1	-0,9	-1,6	-1,6
GBR	-2,2	-3,3	-0,9	-1,0	-1,1
JPN	0,5	0,2	0,6	1,9	-1,3

*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.
Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévision avril 2013.

En 2014, l'austérité en zone euro s'atténuerait globalement, mais elle continuerait très fortement dans les pays encore en déficit excessif, qui sont également ceux dans lesquels les multiplicateurs sont les plus élevés.

Le Japon est une exception dans ce paysage. Frappé par une série de catastrophes naturelles et les conséquences de l'accident nucléaire de Fukushima, ce pays n'a pas (encore) conduit de politique restrictive. En 2014, un violent plan de redressement budgétaire tentera de contrôler les finances publiques.

Dans un contexte de multiplicateurs élevés, l'effort budgétaire a un coût en termes d'activité (tableau 3). Cette idée, mise en avant par Marco Buti[2], économiste en chef de la Commission européenne, sonne à la fois comme un aveu et comme un euphémisme. Un aveu parce que la prise de conscience de la valeur élevée des multiplicateurs budgétaires a été tardive et a été négligée trop long-

2. « With fiscal multipliers higher than in normal times, the consolidation efforts have been costly in terms of output and employment. » Marco Buti et Karl Pichelmann, ECFIN *Economic Brief Issue* 19, février 2013, *European prosperity reloaded: an optimistic glance at EMU@20*.

temps ; Olivier Blanchard et David Leigh[3] rappellent que cette omission s'est traduite par des erreurs systématiques de prévision, d'autant plus grandes que la situation des pays était dégradée et que les efforts de réduction des déficits ont été importants.

Tableau 3. Pertes (-) ou gains (+) de production et variation du chômage

En %

2008q1 / 2012q4	USA	JPN	GBR	DEU	FRA	ESP	ITA	EUZ (4)
PIB	+2,9	-2,6	-3,3	+1,4	-1,1	-6,5	-7,7	-2,6
PIB/habitant	-1,4	-2,0	-6,5	+1,5	-3,8	-7,6	-9,9	-4,0
Chômage (en points)	+2,8	+0,2	+2,4	-1,1	+3,1	+16,9	+4,8	+4,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Cette erreur a également conduit à ce que les espoirs de réduction des déficits publics furent toujours déçus. L'impact plus fort que « prévu » des plans d'austérité sur l'activité implique en effet des pertes de recettes fiscales et une moindre réduction du déficit public. Or, en s'étant fixé des objectifs non structurels de déficits, les Etats ont intensifié l'effort budgétaire. Ainsi, l'erreur de prévision se décompose-t-elle à la fois en une erreur sur les multiplicateurs et en une erreur sur l'ampleur des plans d'austérité (OFCE, 2012 et encadré 1).

Encadré 1. Le « coming-out » de la Commission européenne sur les multiplicateurs budgétaires

Depuis le début de la crise, la Commission européenne a longtemps soutenu l'idée que les multiplicateurs budgétaires étaient faibles. Elle est revenue récemment sur sa position, s'alignant ainsi avec la position partagée par le FMI et l'OCDE quant à la valeur des multiplicateurs en 2012.

Ce revirement a été progressif. Ainsi dans ses prévisions du printemps 2012, la Commission évalue le multiplicateur pour la zone euro en fonction de la composition des impulsions budgétaires et selon différents scénarios. Dans le scénario central, le multiplicateur est estimé à 0,25 en 2012. Il s'élève à 0,5-0,6 dans le cas le plus défavorable (scenario « Zero Lower Bound »), c'est-à-dire le cas où la Banque centrale ne peut

3. Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, *IMF Working Papers* WP/13/1, 2013.

compenser la politique budgétaire restrictive par une baisse du taux d'intérêt.

La Commission a ensuite progressivement modifié son discours sur la taille des multiplicateurs mi-2012, en étudiant les cas où les multiplicateurs étaient plus élevés qu'en temps normal[4]. Puis, dans son exercice de prévision d'automne 2012, la Commission soutient l'idée que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en temps de crise[5].

Ce revirement est aussi visible dans les révisions de prévisions de la Commission pour l'année 2012. Les révisions des prévisions de croissance g peuvent être décomposées en plusieurs termes :

Une révision de l'impulsion budgétaire IB, notée ΔIB ;

Une révision du multiplicateur k, notée Δk, k_0 étant le multiplicateur initial et k_1 le multiplicateur révisé ;

Une révision de la croissance spontanée dans les pays de la zone euro (hors effet de la politique budgétaire), des impulsions budgétaires hors de la zone euro… $\Delta\varepsilon$

$$\Delta g = \Delta\varepsilon + \Delta (k.IB) = \Delta\varepsilon + \Delta k.IB + k.\Delta IB$$

Tous ces éléments (taille du multiplicateur, croissance spontanée, …) ne sont pas connus, mais les impulsions budgétaires le sont. Compte-tenu de l'ampleur des politiques de rigueur menées en zone euro en 2012, on peut légitimement penser que ce sont principalement les révisions d'impulsion budgétaire et les révisions de taille du multiplicateur qui sont les sources principales de la révision des prévisions de croissance. On peut donc, en première approximation, faire l'hypothèse $\Delta\varepsilon = 0$. En partant d'un multiplicateur égal à 0,55, soit l'évaluation haute du multiplicateur moyen pour la zone euro calculée par la Commission au printemps 2012, on peut alors calculer le multiplicateur implicite tel que la révision se partage entre révision du multiplicateur et révision de l'impulsion.

La décomposition des révisions de prévision, entre la prévision d'automne 2011 de la Commission et celle d'automne 2012 est compatible avec une révision à la hausse des multiplicateurs dans 12 pays de la

4. Voir notamment le Rapport sur les finances publiques en UEM de la Commission européenne. Il est écrit par exemple, à la page 115 : « In addition, there is a growing understanding that fiscal multipliers are non-linear and become larger in crisis periods because of the increase in aggregate uncertainty about aggregate demand and credit conditions, which therefore cannot be insured by any economic agent, of the presence of slack in the economy, of the larger share of consumers that are liquidity constrained, and of the more accommodative stance of monetary policy. Recent empirical works on US, Italy Germany and France confirm this finding. It is thus reasonable to assume that in the present juncture, with most of the developed economies undergoing consolidations, and in the presence of tensions in the financial markets and high uncertainty, the multipliers for composition-balanced permanent consolidations are higher than normal. »

5. *Cf.* European Economic Forecast, Autumn 2012, page 28 : « (…) there is evidence that in crisis periods fiscal multipliers can be higher than in normal economic conditions. »

zone euro (tableau 4). Cette hausse des multiplicateurs utilisés en prévision interviendrait plus particulièrement dans les pays où l'impulsion budgétaire négative est supérieure à 2 points de PIB en 2012 : Espagne, Italie, Grèce, Slovénie, Chypre. Or l'impulsion budgétaire cumulée de ces cinq pays représente plus de 50 % de l'impulsion budgétaire totale en zone euro. En conséquence, le multiplicateur moyen pour la zone euro en 2012 a très vraisemblablement été revu à la hausse par la Commission européenne et serait proche de 1,2.

Tableau 4. Décomposition des révisions de prévision de la Commission européenne et révision des multiplicateurs budgétaires

	Δ(g)	$=\Delta(k).IB_0$	$+\Delta(ib).k_0$	+Δ(ε)	k_0	k_1	Δ(k)
BEL	-1,1	0,1	-1,2	0,0	0,6	0,7	**0,2**
DEU	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,6	0,1	**-0,5**
EST	-0,7	-0,4	-0,3	0,0	0,6	0,4	**-0,2**
IRL	-0,7	1,1	-1,8	0,0	0,6	-0,1	**-0,6**
GRC	-3,2	-4,0	0,8	0,0	0,6	1,7	**1,1**
ESP	-2,1	-1,2	-0,9	0,0	0,6	2,5	**2,0**
FRA	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,6	0,9	**0,4**
ITA	-2,4	-2,2	-0,2	0,0	0,6	1,7	**1,1**
CYP	-2,3	-2,1	-0,2	0,0	0,6	1,4	**0,8**
LUX	-0,6	-1,0	0,4	0,0	0,6	-1,5	**-2,1**
MLT	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,6	1,0	**0,5**
NLD	-0,8	-1,0	0,2	0,0	0,6	1,2	**0,7**
AUT	-0,1	-0,7	0,6	0,0	0,6	1,5	**1,0**
PRT	0,0	-1,4	1,4	0,0	0,6	1,0	**0,5**
SVN	-3,3	-1,8	-1,5	0,0	0,6	4,1	**3,6**
SVK	1,5	0,9	0,6	0,0	0,6	-0,1	**-0,7**
FIN	-1,3	-1,9	0,7	0,0	0,6	7,0	**6,5**
EUZ	-1,3	-0,9	-0,4	0,0	0,6	1,2	**0,6**

Note : L'impulsion budgétaire est définie comme l'opposé de la variation du solde primaire corrigé des variations conjoncturelles. Le multiplicateur pour la zone euro est égal à la moyenne des multiplicateurs des pays membres pondérée par la taille de l'impulsion budgétaire de chaque pays.
Sources : European Economic Forecast, automne 2011 & automne 2012, Commission européenne.

L'aveu pourrait laisser penser que l'erreur était inévitable et que la leçon en a été tirée. Il n'en est rien. Certes, de nombreuses voix se sont élevées depuis 2009[6] pour prévenir que les multiplicateurs pouvaient être plus élevés qu'en « temps normal », que la possibilité d'une consolidation expansive telle que décrite et documentée par Alberto Alesina était un leurre fondé sur une mauvaise interpré-

tation des données et que le risque de négliger l'impact de la consolidation sur l'activité était réel[7].

L'austérité a failli, poursuivons…

En octobre 2010 déjà, le FMI, sous l'impulsion d'Olivier Blanchard, décrivait les risques à poursuivre une consolidation trop brutale. Ainsi, au début de 2013, la prise de conscience générale semble céder à l'accumulation d'éléments empiriques trop évidents pour que la thèse opposée soit défendable. Mais le dommage a été fait.

La leçon n'en a pas été tirée non plus. Parce que pour Marco Buti, les multiplicateurs étaient[8] élevés. Il pointe ici une affirmation nouvelle : les multiplicateurs budgétaires seraient maintenant retombés. Nous serions revenus dans une situation de « temps normal ». L'argument est ici théorique et non empirique. Si en temps normal les agents économiques sont « ricardiens », au sens de Robert Barro[9], lorsque le système financier ne fonctionne plus, les agents ne peuvent plus lisser leurs choix de consommation ou d'investissement et sont contraints par leur revenu à court terme. L'économie fonctionne alors dans un tout autre régime qu'en temps normal. Cet argument est sans doute à considérer, mais sa mise en avant à l'heure actuelle laisse songeur : puisque le système bancaire fonctionne à nouveau, grâce à l'intervention non conventionnelle des banques centrales, les agents économiques peuvent lisser leurs choix et les multiplicateurs budgétaires sont redescendus. La consolidation budgétaire peut continuer, cette fois-ci sans les inconvénients observés précédemment.

---

6. Depuis 2009, les voix sont suffisamment nombreuses pour considérer qu'un consensus était possible. La possibilité de multiplicateurs élevés a été évoquée bien avant 2009. Par exemple, l'analyse de la Grande Dépression par Romer et Romer conduit à ce type de résultats (Romer, C. D., & Romer, D. H. (2007). Do tax cuts starve the Beast? The effect of tax changes on government spending. *NBER working paper*, 13548, 1–62), mais même avant 2007, d'autres, parmi lesquels John M. Keynes en 1936, avaient déjà évoqué cette hypothèse.
7. Cette discussion a été abondement traitée dans nos publications récentes (voir le post de Jérôme Creel « Répéter » qui renvoie à de nombreux liens pertinents ou le rapport iAGS).
8. « *Have been* », *op. cit.*
9. Barro, R. J. (1974). « Are government bonds net wealth? » *The Journal of Political Economy*, 82(6), 1095–1117.

Encadré 2. Ce que cachent les chiffres de croissance pour 2014 : le grand écart entre la Commission européenne et l'OCDE

Les chiffres publiés par la Commission européenne (CE) dans son dernier rapport et par l'OCDE dans ses dernières perspectives sont en accord sur la prévision de croissance pour 2014 pour la France, l'Allemagne et la zone euro. Pour ces trois zones, l'écart de prévision entre la Commission et l'OCDE ne dépasse pas 0,1 point de PIB. Ainsi, la croissance du PIB serait de 1,2 % en France, 2 % en l'Allemagne et 1,4 % pour la zone euro selon la CE et de 1,3 % en France, 1,9 % en Allemagne et de 1,3 % dans la zone euro selon l'OCDE. Mais ces chiffres en apparence similaires masquent des analyses très différentes, particulièrement pour la France.

Dans le cas de l'Allemagne (tableau 5), les diagnostics des deux institutions sont proches : impulsion budgétaire légèrement positive, fermeture de l'*output gap*, et stabilisation ou légère baisse du chômage. Le seul point sur lequel on peut trouver un désaccord entre les deux instituts est sur le fait que la Commission européenne prévoit une fermeture plus rapide de l'*output gap* de l'Allemagne en 2014 que ce que prévoit l'OCDE alors même que, d'une part l'impulsion budgétaire estimée par la CE est plus faible que celle de l'OCDE et d'autre part que l'*output gap* en 2013 estimé par la CE est moins négatif que celui estimé par l'OCDE. On aurait donc pu s'attendre à avoir le résultat inverse : une fermeture plus rapide de l'*output gap* pour l'OCDE que pour la CE. Logiquement, les effets sur le solde public sont différents : hausse du déficit de 0,2 point de PIB selon l'OCDE et réduction de 0,2 point de PIB de celui-ci selon la CE.

Tableau 5. Prévisions pour l'Allemagne en 2014 selon la CE et l'OCDE

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,1	0,2	-0,1
PIB en volume (en %)	2,0	1,9	0,1
Variation *Output gap* (en % du PIB pot.)	0,6	0,3	0,3
Variation taux de chômage (en pts de pop. act.)	-0,1	0,0	-0,1
Variation solde public (en % du PIB)	0,2	-0,2	0,4
***Output gap* 2013 (en % du PIB pot.)**	-1,0	-2,1	1,1

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Pour la zone euro (tableau 6), le chiffre de croissance très proche pour 2014 masque des appréciations de politique budgétaire très différentes : la CE prévoit une impulsion budgétaire positive et l'OCDE une restriction budgétaire. Logiquement, la variation de l'*output gap* est forte pour la CE (+0,8) alors qu'elle est nulle pour l'OCDE. Avec une vitesse de fermeture aussi rapide de l'*output gap*, il est surprenant que le taux de

chômage ne baisse pas plus dans la prévision de la CE. Au regard de ces éléments, la différence entre les deux instituts porte principalement sur l'évaluation du taux de croissance potentiel de l'économie de la zone euro pour 2014 (0,6 % pour la CE et 1,3 % pour l'OCDE).

Tableau 6. Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,3	-0,3	0,6
PIB en volume (en %)	1,4	1,3	0,1
Variation *Output gap* (en % du PIB pot.)	0,8	0,0	0,7
Variation taux de chômage (en pts de pop. act.)	-0,1	0,1	-0,2
Variation solde public (en % du PIB)	0,3	0,5	-0,3
***Output gap* 2013 (en % du PIB pot.)**	-2,9	-4,9	2,0

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Enfin, la prévision de croissance pour la France en 2014 (tableau 7) sous-tend des différences très marquées entre les deux instituts. La CE prévoit une impulsion budgétaire positive (0,3 point de PIB) en 2014 alors que l'OCDE table sur une impulsion fortement négative (-0,7). Pour l'OCDE, cette restriction budgétaire entraîne un creusement de l'*output gap* de 0,3 point de PIB en 2014. Cela laisse supposer un multiplicateur budgétaire élevé à court terme, supérieur à l'unité (2 selon nos calculs[10]). En effet, dans le compte de l'OCDE, la croissance spontanée de l'économie (c'est-à-dire hors impulsion budgétaire) pour 2014 est élevée (autour de 2,7 % selon nos calculs) au regard du taux de croissance potentiel (1,6 %) et du déficit d'activité affiché pour 2013 (*output gap* à -4,3 %). À l'inverse, pour la CE, malgré une impulsion budgétaire positive de 0,3 point de PIB et un *output gap* fortement creusé (-3,3 point de PIB en 2013), celui-ci ne se referme que de 0,2 point de PIB en 2014. Implicitement, le multiplicateur budgétaire à court terme pour la CE est très négatif[11] (-2). Enfin, malgré la légère fermeture de l'*output gap* prévue par la CE en 2014, le taux de chômage augmente de 0,3 point, comme ce que prévoit l'OCDE qui logiquement affiche une dégradation de l'*output gap*. Fatalement, le déficit public augmente selon la CE alors qu'il diminue selon l'OCDE. Le gouvernement français a annoncé caler ses prévisions sur celles de la Commission malgré cette cohérence assez discutable dans l'analyse de la Commission.

10. Si l'on suppose qu'il faut quatre ans pour refermer l'*output gap*, la croissance spontanée de l'économie pour 2014 serait de 2,7 % pour l'OCDE. Avec une impulsion budgétaire de -0,7 point de PIB, ramener le PIB de 2,7 % à 1,3 % suppose un multiplicateur budgétaire apparent, hors autres effets, à +2 en 2014.

11. Si l'on suppose qu'il faut quatre ans pour refermer l'*output gap*, la croissance spontanée de l'économie pour 2014 serait de 1,8 % pour la CE. Avec une impulsion budgétaire de 0,3 point de PIB, ramener le PIB de 1,8 % à 1,2 % suppose un multiplicateur budgétaire à -2 en 2014.

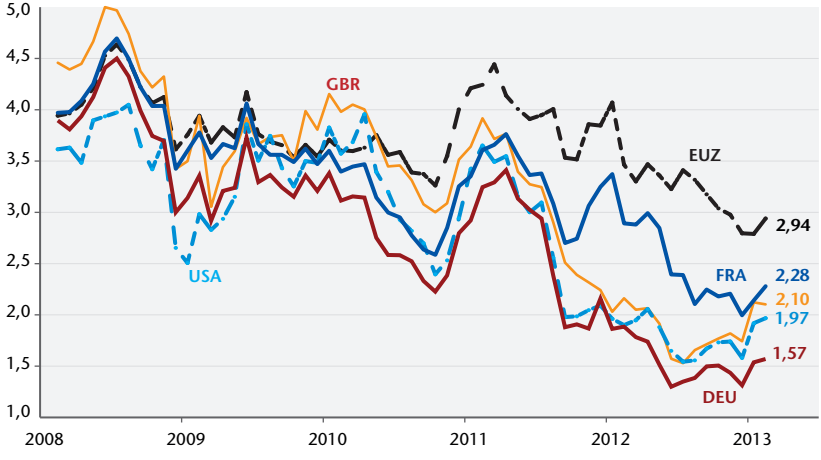
Tableau 7. Prévisions pour la zone euro en 2014 selon la CE et l'OCDE

	CE	OCDE	Écart
Impulsion budgétaire (en pts de PIB pot.)	0,3	-0,7	1,1
PIB en volume (en %)	1,2	1,3	0,0
Variation *Output gap* (en % du PIB pot)	0,2	-0,3	0,5
Variation taux de chômage (en pts de pop act)	0,3	0,3	0,0
Variation solde public (en % du PIB)	-0,3	0,5	-0,8
***Output gap* 2013 (en % du PIB pot.)**	-3,3	-4,3	1,0

Sources : Commission européenne, OCDE, calculs OFCE.

Doutons cependant de cet optimisme pour différentes raisons. D'abord, tout indique que la panique qui a étreint le système financier n'est pas terminée. Qu'un seul indicateur suffise à s'en convaincre : les taux souverains à 10 ans de quelques grands pays développés sont négatifs en termes réels (graphique 2). Alors qu'on clame la nécessité de la réduction des déficits publics, des masses considérables d'épargne se réfugient sur ce qui est jugé comme le seul placement sûr de notre temps, plus sûr même qu'un compte bancaire.

Graphique 2. Taux souverains dans les pays développés



Note : La Grèce, l'Irlande et le Portugal se financent à 5 % depuis juin 2010, novembre 2010 et mars 2011.
Source : Datastream, banques centrales. Taux benchmark (10 ans) souverains. Le taux zone euro est la moyenne de chaque pays pondérée par la dette brute.

Ensuite, l'argument « un système financier qui fonctionne implique un régime ricardien » est une vision trop étroite du problème. Depuis longtemps, dans les modèles DSGE, une fraction d'agents est toujours « non ricardienne ». Exposés à un risque de chômage, une variabilité trop importante de leur revenu ou un actif insuffisant pour être utilisé comme collatéral, les agents n'ont pas accès au crédit et ne peuvent pas lisser leurs comportements. En « temps normal », la proportion de ces agents est trop faible pour compromettre l'intuition de Robert Barro. Le résultat est alors que les multiplicateurs budgétaires sont faibles à court terme et nuls à long terme[12]. Mais que dire lorsque le chômage a beaucoup augmenté[13] ou que de nombreuses entreprises ont un bilan dégradé (dans ce que l'on appelle maintenant une récession de bilan, en suivant Richard Koo[14]) ? En fait, la réponse vient des praticiens des DSGE eux-mêmes : faute d'une meilleure représentation théorique, ils ont augmenté la part des agents « non ricardiens » pour rendre compte de la réalité de 2009 à 2012, au point que les économies n'étaient plus du tout ricardiennes. Inverser le diagnostic en 2013 ou en 2014 reviendrait à faire preuve d'aveuglement ou d'amnésie.

Enfin, bien que cet argument soit lié aux deux précédents, la politique monétaire est contrainte par la limite « zéro » sur les taux nominaux. Pour reprendre la définition de Paul Krugman, si les agents économiques anticipent une déflation, le taux d'intérêt à court terme nécessaire (en suivant une règle à la *Taylor*) devrait être négatif, ce qui est inconcevable et conduit à une situation de trappe à liquidité[15] où la politique monétaire n'est plus efficace, voire devient restrictive, laissant comme unique marge de manœuvre la politique budgétaire.

---

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

13. Certains analysent la situation actuelle comme une hausse brutale du chômage d'équilibre. La déformation sectorielle induite dans certains pays par des bulles, en particulier immobilières, pourrait justifier une légère hausse du chômage structurel mais n'épuise pas la hausse du chômage. Pour le point qui est fait sur les agents « non ricardiens », la distinction chômage d'équilibre est sans grande conséquence, le chômeur « d'équilibre » ou « involontaire » peine à accéder au crédit quoiqu'il en soit.

14. Koo, R., 2003, *Balance sheet recession: Japan's struggle with uncharted economics and its global implications*, John Wiley and Sons (Asia).

15. Voir nos précédentes prévisions depuis 2009 pour une discussion et une documentation de cette définition et des conséquences pour la politique monétaire.

Si donc l'aveu paraît tardif et sans grande conséquence sur le dogme pour sortir de la crise, il procède également par euphémisme. Car que sont ces coûts auxquels Marco Buti fait référence ? Le prix à payer pour une situation budgétaire inextricable ? Un mauvais moment à passer pour un futur assaini ? C'est bien en ne voulant pas se lancer dans l'analyse détaillée des risques à poursuivre cette stratégie économique, dont on a finalement reconnu qu'elle avait été mal calibrée, que l'on passe à côté de l'essentiel. En poursuivant un objectif à court terme de consolidation, alors que les multiplicateurs budgétaires sont élevés, on maintient ou on renforce ces multiplicateurs. On prolonge ainsi la période de chômage et de sous-emploi des capacités. On empêche le désendettement privé, point de départ de la crise, et on induit la continuation de la crise.

L'effort budgétaire est donc décevant à court terme puisque la conséquence d'un multiplicateur élevé est que le déficit public se réduit moins qu'espéré, voire ne se réduit pas. La dette publique quant à elle augmente, l'effet du dénominateur l'emportant sur le ralentissement de la hausse du numérateur (voir le rapport iAGS pour une discussion et une formalisation simple). Les exemples sont nombreux, le plus récent en date étant la France, le plus spectaculaire l'Espagne. Mais la déception n'est pas qu'à court terme. La persistance d'une croissance nulle ou d'une récession modifie le potentiel futur : ce qui était analysé il y a quelques trimestres comme un déficit public conjoncturel est considéré aujourd'hui comme structurel. Les effets d'hystérèse sur le marché du travail, les efforts de R&D moindres, le retard pris dans les infrastructures, voire, comme on l'observe maintenant dans les pays d'Europe du Sud, les coupes dans l'éducation, dans la lutte contre la pauvreté ou dans l'insertion des populations immigrées obscurcissent les perspectives de long terme.

En 2013 puis en 2014, l'ensemble des pays développés continuera l'effort de consolidation budgétaire. Pour certains pays, ce sera la répétition et donc l'accumulation d'un effort sans précédent pendant cinq années de suite. L'Espagne s'engagerait ainsi dans un effort budgétaire cumulé de plus de 8 points de PIB ! Le chômage involontaire continuera à augmenter dans les pays développés, à quelques exceptions près, au-delà de la capacité des systèmes nationaux d'assurance chômage à remplacer les revenus salariaux

perdus, d'autant qu'ils sont sous la pression des coupes budgétaires. La déflation salariale pointe dans les pays les plus touchés. Mais, puisque la zone euro est un espace de change fixe, cette déflation salariale ne pourra que se transmettre aux autres pays. Un nouveau levier sera activé par lequel la crise se prolongera. Lorsque les salaires décroissent, l'accès au système financier pour lisser les choix des agents économiques devient impossible. Les dettes que l'on cherche à réduire depuis le début de la crise vont s'apprécier en termes réels. La déflation par la dette deviendra le nouveau vecteur du piège de la crise.

Il existe, face à cette mécanique, un argument particulièrement spécieux pour en justifier le déroulement : il n'y avait pas d'alternative ; l'histoire avait été écrite avant 2008 et les erreurs de politique économique commises avant la crise rendaient celle-ci inévitable ; surtout, tout autre choix, comme reporter la consolidation des finances publiques à une conjoncture où les multiplicateurs budgétaires sont plus bas, n'était tout simplement pas possible ; la pression des marchés, la nécessité de restaurer la crédibilité perdue avant 2008, obligeaient à une action prompte ; si cette action n'avait pas été menée telle qu'elle l'a été, alors, le pire se serait produit ; la disparition de l'euro et les défauts sur les dettes publiques ou privées auraient plongé la zone euro dans une dépression comparable, sinon pire, à celle des années 1930. Ainsi, l'effort considérable qui a été accompli a permis d'éviter un désastre et le résultat de cet effort est, somme toute, très encourageant.

Mais cet argument oublie les risques qui sont pris aujourd'hui. La déflation, la prolongation du chômage de masse, la désagrégation des Etats sociaux, le discrédit de leurs politiques, la diminution du consentement à l'impôt portent en eux des menaces sourdes dont nous ne faisons qu'entrevoir les conséquences. Et surtout, il écarte l'alternative qui aurait été pour la zone euro d'exercer sa souveraineté et d'afficher sa solidarité. Il repose sur l'idée que la discipline budgétaire des Etats doit se régler par l'accès au marché. Il occulte que la dette publique et la monnaie sont indissociables. Cette alternative existe ; elle passe par une mutualisation des dettes publiques en zone euro ; elle demande un saut vers un transfert de souveraineté ; elle demande de compléter le projet européen.

Retour sur l'année 2012

Après la reprise de 2010, la croissance mondiale a confirmé en 2012 le retournement en baisse amorcé l'année précédente : 2,8 % après 3,6 % en 2011 (tableau 1). Le tassement touche principalement le monde émergent dont la croissance passe de 6 % à 4,8 % entre les deux années, le monde industriel se maintenant sur une croissance à peine supérieure à 1,0 % en 2011 et 2012. Derrière cette atonie des économies développées, le grand écart de la croissance s'agrandit entre d'un côté une Europe s'enfonçant davantage dans la récession (avec -0,3 % de croissance pour l'UE 27 et -0,5 % pour la zone euro en 2012), et d'un autre côté les États-Unis qui progressent sur un rythme de sortie de crise proche de 2 % depuis trois ans et le Japon qui, après un recul de 0,5 % en 2011, rebondit à 2 %.

La zone euro à nouveau en récession

Depuis 2011, la croissance de la zone euro est déconnectée de celle du reste du monde. Pourtant, la reprise avait bel et bien été amorcée. Après la récession de 2008-2009 qui avait enregistré une baisse cumulée du PIB de 5,1 %, l'activité avait retrouvé le chemin de la croissance et effacé un peu plus des deux-tiers de la perte de production passée. Mais ce rebond a été de courte durée. Avec la mise en place des politiques d'austérité dès 2010 dans la plupart des pays de la zone euro, la croissance s'est affaiblie. Au quatrième trimestre 2011, la zone euro entrait en récession, pour y demeurer jusqu'à aujourd'hui avec un plongeon encore accentué au quatrième trimestre 2012 (-0,6 % par rapport au trimestre précédent). Au total, si l'Allemagne, l'Autriche et l'Irlande parviennent à progresser de 0,9 %, 0,8 % et 0,9 % respectivement en moyenne annuelle en 2012, les pays du sud de l'Europe font face à une débâcle sans précédent qui va au-delà de la seule crise économique. Avec une chute du PIB entre 6,3 % pour la Grèce et 1,4 % pour l'Espagne, une crise sociale s'engage, avec pour conséquence le risque d'une remise en question du projet européen. La France, elle, stagne. Ni croissance, ni vraiment récession mais comme partout, une montée du chômage qui s'accélère au cours du deuxième semestre 2012.

Les politiques d'austérité ont été engagées alors que les économies n'avaient pas récupéré du traumatisme engendré par la

récession. En 2010, les systèmes productifs nationaux étaient loin d'avoir digéré les capacités de production excédentaires héritées de la récession et le chômage dans la zone euro se maintenait au-dessus de la côte d'alerte. L'écart de production négatif induit par la sous-utilisation des facteurs de production aurait permis de prolonger l'embryon de rebond enclenché au sortir de la récession. Mais les craquements de la zone euro, la débâcle grecque, la contamination de la défiance des marchés à l'Italie et à l'Espagne, ainsi que les injonctions de la Commission européenne ont alarmé les gouvernements et précipité le basculement généralisé des politiques économiques dans la rigueur, y compris en Allemagne en 2011.

La brutalité de cette stratégie a détruit les bases du fragile rebond qui pointait après le choc de 2008/09, et ramené la zone euro dans une nouvelle phase de récession, nourrie par des multiplicateurs élevés en bas de cycle. Le sacrifice consenti est d'autant plus cruel qu'il n'a pas produit les effets positifs escomptés qui auraient permis d'en justifier et d'en supporter l'exigence. Il a, au contraire, généré un effet pervers, celui de l'apparente nécessité d'une poursuite et même d'un renforcement, de la stratégie initiale.

La stratégie de réduction rapide des déficits budgétaires est fondée sur le présupposé selon lequel croissance et confiance des agents et des marchés financiers sont intimement liées. Pour espérer le retour de la croissance en zone euro, il serait alors impératif que les Etats, et en particulier ceux frappés d'une faible crédibilité, montrent leur volonté de réduire les déficits budgétaires.

On ne contestera pas que la confiance, et le niveau des primes de risque qu'elle sous-tend, dépendent de la crédibilité des stratégies de réduction de la dette à long terme, qui est en soi un objectif vertueux. Avec l'intention de convaincre les marchés de leur détermination à l'atteindre, les États membres ont mis en œuvre des plans d'assainissement, jugés par leurs concepteurs comme d'autant plus crédibles qu'ils auront été appuyés. Mais la confiance dépend aussi des perspectives de croissance à court terme, qui, depuis 2011, ont été mises à mal par l'austérité. La consolidation budgétaire s'est donc avérée contreproductive pour restaurer la confiance et réduire significativement les primes de risque. Les pays en difficulté de la zone euro sont alors entrés dans un cercle vicieux selon lequel le besoin de prouver sa crédibilité nécessite davantage d'austérité, ce qui réduit à nouveau la croissance et

hypothèque en retour la crédibilité de l'engagement de réduction de la dette publique.

La sanction a été immédiate, les politiques budgétaires se sont durcies et les primes de risque sont restées élevées. Les pays les plus exposés au diktat des marchés ont dès lors souffert d'un autre choc, celui de taux d'intérêt très élevés, tandis que les plus vertueux, l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas, ont bénéficié de taux d'intérêt à long terme n'ayant jamais été aussi bas.

Dès lors, la Grèce, le Portugal et l'Irlande ont fait appel à l'aide européenne pour couvrir leur besoin de financement. Pour l'Espagne et l'Italie, il aura probablement fallu attendre la signature du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) et la perspective d'un programme de rachat de titres de dette publique par la BCE (*Outright Monetary transactions* ou Opérations Monétaires sur Titres, OMT) pour modifier les anticipations des marchés sur le risque de défaut ou de sortie d'un pays de la zone euro et voir les primes de risque se détendre à partir de l'été 2012. Cette détente a même permis le retour du Portugal et de l'Irlande sur les marchés financiers à court terme.

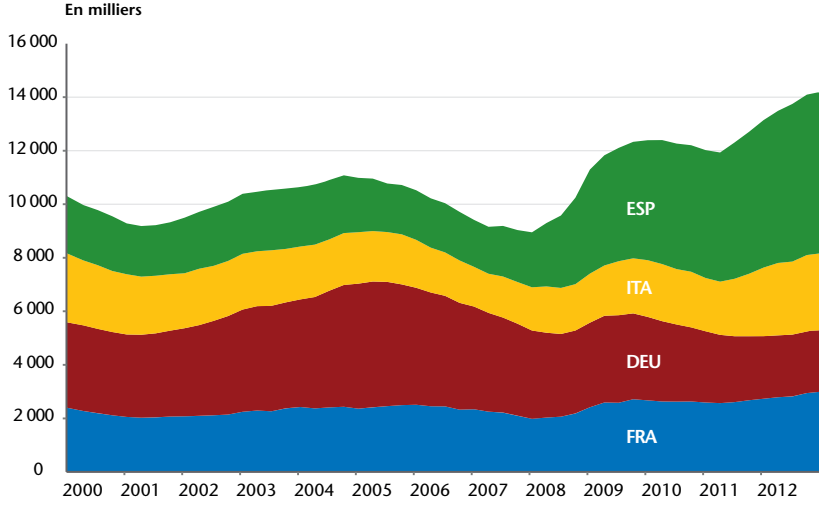
Au final, l'année 2012 est l'année où l'impulsion budgétaire aura été la plus lourde : 3,5 points de PIB au cours des trois dernières années dont presque 2 points en 2012. L'impact sur l'activité a été particulièrement récessif et si tous les pays n'ont pas été touchés avec la même violence, les pays qui ont connu la plus faible croissance en 2012 sont également ceux où la restriction budgétaire a été la plus forte.

Mais on sait aussi qu'en plus de s'imposer sa propre purge budgétaire, chaque pays boit la potion amère des pays voisins. Dès lors, la récession de 2012 en zone euro est directement le fruit de ces effets cumulés des politiques qui sont appliquées à l'intérieur de la zone. Au resserrement de la demande intérieure dans chaque pays, s'ajoute celui des partenaires voisins *via* le canal du commerce extérieur.

Partout les demandes intérieures fléchissent sous le poids de l'ajustement. À l'exception de quelques pays (Allemagne, France, ...), la consommation des ménages et l'investissement des entreprises reculent avec le repli des revenus. Les taux d'épargne ont chuté pour se retrouver à des niveaux bas et peuvent de moins

en moins jouer leur rôle d'amortisseur. Avec les moindres créations d'emplois, la hausse des taux de chômage s'est accélérée en fin d'année (sauf en Allemagne où le taux de chômage est resté stable car, comme en 2009, les entreprises ont davantage ajusté sur la durée du travail). La situation sociale est tendue. L'Espagne connaît 5 millions de chômeurs (soit 26 % de sa population active), dont 2 millions qui ne reçoivent plus aucune indemnisation (graphique 3). Cette situation de chômage élevé fait pression sur les salaires et entretient la baisse des revenus.

Graphique 3. Nombre de chômeurs dans quelques pays de la zone euro



Source : Eurostat.

Cette situation se double d'une autre caractéristique qui là encore contraint les agents privés sur leur capacité à engager des dépenses. Depuis la fin de l'année 2011, les banques ont durci leurs conditions de crédits proposés à leurs clients. Ont-elles besoins de renforcer leur solvabilité du fait de la détention de titres publics qui fragilisent leur actif ? Ou font-elles des restrictions sur l'offre de crédits du fait d'une population de plus en plus à risque ? En tout cas, la contrainte de liquidité se pose de plus en plus clairement en Espagne et en Italie où malgré la forte baisse des taux obligataires depuis le programme OMT de la BCE, les taux d'intérêt des crédits aux ménages n'ont que peu baissé quand ceux aux entreprises augmentaient.

Au quatrième trimestre 2012, la récession s'est durcie en zone euro avec l'arrêt du soutien du commerce extérieur à la croissance. Jusqu'au troisième trimestre, la contraction des demandes intérieures était au moins partiellement compensée par la bonne tenue du commerce extérieur. Les importations restaient stables en moyenne tandis que les exportations progressaient lentement sous l'effet encore favorable des exportations hors zone euro. Mais en fin d'année dernière, les exportations ont chuté en moyenne de 0,9 % sur un trimestre du fait de la contraction généralisée des demandes intérieures dans l'ensemble des pays de la zone mais surtout du recul des exportations à destination du reste du monde. Cette situation n'est pas nouvelle. Depuis le début 2011, le commerce intra zone se tarit et génère une récession importée d'autant plus forte que les pays sont ouverts et centrés sur leurs partenaires européens. C'est notamment le cas de l'Irlande et des Pays-Bas, et dans une moindre mesure de l'Allemagne et du Portugal.

Le Royaume-Uni s'enlise dans l'austérité

Si l'économie britannique semble être épargnée par la récession, cela n'est qu'illusion. En 2012, la croissance a progressé de 0,3 %, après 1 % en 2011, mais au final, le Royaume-Uni aura connu surtout trois trimestres sur quatre de recul du PIB. A son arrivée au pouvoir, le gouvernement a fait de la réduction des déficits et de la dette publics sa priorité. Il avait annoncé que le ratio d'endettement baisserait dès 2015. Depuis, l'échéance a été repoussée à 2017 mais la cure d'austérité budgétaire n'a pas été remise en cause : 5 points d'efforts budgétaires cumulés ont été demandés sur la période 2010-2012, dont plus de 3 points en 2011. Malgré l'activisme de la Banque d'Angleterre pour contrebalancer ces effets négatifs et créer un environnement financier plus stimulant (en juillet dernier, un nouveau dispositif d'incitation au crédit a été mis en place), et des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, les crédits au secteur privé n'ont pas repris. En plus des incertitudes liées à leur environnement, les ménages poursuivent leur désendettement et l'investissement logement continue de reculer. Seul élément positif, les entreprises ont moins ajusté l'emploi que ce que la baisse de production aurait laissé supposer. Cette bonne résistance de l'emploi a soutenu le revenu des ménages et évité un

repli de la consommation. En 2012, la seule demande intérieure aurait permis une progression du PIB de 1,5 % mais les mauvaises performances à l'exportation combinées à des importations en hausse ont nettement pesé sur la croissance en 2012.

Les États-Unis rattrapés par l'ajustement budgétaire

Si la récession se poursuit en Europe, la croissance outre-Atlantique se maintient autour d'un rythme moyen annuel de 2 % depuis trois ans. La sortie de crise se confirme mais la croissance n'est cependant pas suffisamment forte pour effacer les déséquilibres. L'écart de production se maintient depuis 4 ans autour de 4 points selon l'OCDE et le taux de chômage reste élevé, et surtout l'insuffisance des créations d'emplois laisse s'installer le chômage de long terme. Fin 2012, 40 % des chômeurs étaient au chômage depuis plus de 27 semaines. Cependant l'année 2012 a été marquée par la reprise de l'activité sur le marché du logement. Les transactions dans l'ancien ont retrouvé le niveau qu'elles avaient à la fin des années 1990 et les prix sont repartis à la hausse. Jusqu'alors, l'effort de désendettement hypothécaire des ménages se faisait conjointement à la baisse des prix de l'immobilier. Résultat, la richesse immobilière nette de l'encours restant à payer restait stable. Avec la reprise des prix en 2012 (+7,3 % sur un an en fin d'année), la contrainte financière se détend pour la première fois et surtout l'effet richesse devient de moins en moins négatif. Mais la situation reste encore tendue pour un certain nombre de ménages. Fin 2012, 12,7 millions de ménages (soient 26,2 % des ménages endettés) sont détenteurs d'une dette supérieure, ou tout juste inférieure, à la valeur du bien immobilier hypothéqué (*negative* ou *near negative equity*) et le nombre de maisons encore sous le joug d'une procédure de saisie atteint 2,9 % du stock de logements. Mais si la contrainte financière des ménages se détend, les perspectives en termes de revenus restent fragiles. En 2012, les créations d'emplois se sont accélérées mais insuffisamment pour permettre de réduire significativement le taux de chômage, et surtout pour faire remonter le taux d'emploi (part de l'emploi dans la population en âge de travailler), mesure non biaisée par les mouvements de la population active. Après une chute de 4,5 points en 2008 et 2009, le taux d'emploi reste à son niveau plancher de 58,5 %. Mais le revenu des ménages a surtout bénéficié d'un ralentissement de l'inflation en 2012 pour

gagner en pouvoir d'achat. Au final, la consommation des ménages américains a ralenti à 1,9 % en 2012, ce qui est très faible pour cette économie conduite habituellement par les dépenses des ménages. Certes, l'ajustement budgétaire a pesé sur la croissance en 2012 mais nettement moins qu'en zone euro. Et surtout, l'impact du commerce extérieur a été nettement moins récessif du fait que les États-Unis restent relativement fermés et surtout que le commerce extérieur est moins orienté sur la zone euro.

La croissance des pays émergents touchée par la crise

À la différence des années 2010 et 2011 où la croissance des pays émergents avait pleinement participé à la reprise de l'économie mondiale, la dynamique s'est nettement ralentie dans cette partie du monde en 2012. La croissance est passée globalement de 6 % à 4,8 % entre 2011 et 2012 et cet affaiblissement reste préoccupant pour un certain nombre de pays émergents, pourtant en situation de rattrapage économique.

Ainsi, même si elle apparaît encore comme la région du monde la plus dynamique, l'Asie a connu en 2012 sa plus faible croissance depuis la fin des années 1990. Certes ces mauvaises performances sont en grande partie imputables à la contraction de la demande étrangère qui lui adressée. De par l'ampleur de son intégration au commerce mondial, la région subit de plein fouet le ralentissement des grandes économies développées. Par ailleurs, la dégradation de la compétitivité-prix des produits régionaux liée à l'appréciation des taux de change effectif réel (notamment en Chine, à Singapour et en Corée du Sud) s'est traduite depuis 2012 par une lente érosion des parts de marché à l'exportation.

Mais d'autres facteurs pèsent sur les performances de la zone. En Chine par exemple, traditionnelle locomotive de la région, la croissance est passée de 9,3 % en 2011 à 7,8 % en 2012. Si les bénéfices de la réorientation du modèle de croissance sur le marché intérieur devraient se faire sentir dans un horizon de moyen terme, la hausse des coûts de production liée notamment à la progression des salaires se traduit par une perte de compétitivité sur les marchés étrangers. Combinée à l'appréciation du yuan face aux autres devises, le taux de change effectif réel a augmenté de près de 15 % entre 2010 et le début de l'année 2013. En 2010 et 2011, cette dégradation de la compétitivité des produits chinois a mis un frein

à la percée des parts de marché. De nouveaux gains ont été enregistrés en 2012, mais davantage probablement sur les pays voisins de l'Asie. Par ailleurs, fin 2011, les autorités avaient assoupli la politique monétaire et stimulé l'investissement public pour stopper le ralentissement en cours. Mais ce *policy mix* accommodant trouve ses limites dans la montée du risque de crédit des agents privés. Autre géant d'Asie, l'Inde subit le même choc de demande externe, auquel s'ajoute une politique d'austérité budgétaire visant à réduire un déficit budgétaire élevé. Autres difficultés rencontrées par les autorités, un déficit courant proche de 3,8 % du PIB en 2012 lié à un déficit commercial de 11 % du PIB et une crise de confiance des investisseurs étrangers qui pèsent fortement sur la valeur de la roupie. Dans cet environnement, les marges de manœuvres du gouvernement pour stimuler la croissance sont étroites.

Dans les autres grands pays d'Asie (Hong-Kong, Singapour, Taïwan et Corée du Sud), la croissance a connu là aussi, un coup d'arrêt en 2012. Le ralentissement de l'environnement international s'est répercuté sur les composantes de la demande intérieure et notamment l'investissement.

En Amérique latine, la croissance reste très faible (2,9 % en 2012, après 4,2 % en 2011), notamment dans les grands pays comme le Brésil et l'Argentine (0,9 % et 1,9 % en 2012). En plus du resserrement des débouchés externes, la décrue de la croissance mondiale a pesé sur la demande et le prix des matières premières : le prix des matières premières industrielles a baissé de plus de 15 % sur un an fin 2012. Or beaucoup de pays de la région sont dépendants des exportations de produits primaires. Enfin, à l'exception de celles du Brésil et de l'Argentine, la plupart des monnaies se sont appréciées par rapport au dollar américain en 2012, signifiant là aussi une perte de compétitivité sur les produits notamment manufacturés. Face à cet environnement international en berne, les dynamiques nationales ont repris une place prépondérante. Mais si les petits pays résistent plutôt bien du fait des politiques de régulation plutôt accommodantes, le Brésil et l'Argentine connaissent un retournement sensible de leur demande intérieure que les politiques économiques cherchent à éviter. Pourtant, au Brésil, malgré la faible croissance et des taux d'intérêt historiquement bas, l'inflation reste élevée. Mais comme en 2011, les autorités monétaires restent contraintes dans leur gestion par la réactivité du taux de

change à l'évolution des taux d'intérêt. Une hausse des taux d'intérêt pourrait provoquer une appréciation du taux de change dommageable pour la compétitivité des produits brésiliens.

Enfin, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un net ralentissement en 2012 lié à leur intégration économique et financière à la zone euro mais également aux politiques d'ajustement budgétaire mises en place notamment dans les nouveaux pays membres. À cela, s'ajoute un vaste mouvement de désendettement des agents privés initié en 2008, après plusieurs années de forte expansion du crédit. La consolidation des bilans bancaires, rendue nécessaire dans le contexte de la crise de la zone euro pèse dès lors sur les dépenses des ménages et des entreprises, et *in fine* sur la croissance. La Hongrie, l'un des pays les plus ouverts de la zone euro souffre particulièrement de cette situation. Même la Pologne qui pourtant avait traversé la crise de 2008-2009 sans céder à la récession (seul un trimestre avait connu une baisse d'activité en 2008) voit sa croissance s'infléchir à 2 % en 2012, sous le poids de l'austérité budgétaire et du retournement des exportations qui pèsent sur la demande intérieure. Victime des mauvaises récoltes de céréales et de la stabilité des cours du pétrole dont une large partie de ses recettes d'exportations dépend, la Russie a bénéficié malgré tout d'une explosion du crédit à la consommation en 2012 pour amortir le ralentissement de sa croissance. Mais ces conditions favorables au soutien de la demande intérieure ont cessé en fin d'année. Pour endiguer la surchauffe inflationniste qui s'installe et contenir une inflation déjà supérieur à 7 % fin 2012, la Banque centrale a commencé à resserrer sa politique monétaire en octobre et les banques renforcent les règles prudentielles d'octroi de crédits.

Au final, le ralentissement enregistré dans l'ensemble des pays émergents, au-delà de l'impact du retournement du commerce mondial qui marque un coup d'arrêt à la reprise de 2010-2011, s'appuie au moins en partie sur l'épuisement des ressorts de la croissance domestique.

L'austérité qui n'en finit plus

La zone euro a donc affiché, en 2012, un nouveau recul de son PIB réel, après une nouvelle entrée en récession au quatrième trimestre 2011, la deuxième en moins de trois ans. Les facteurs qui

avaient motivé l'espoir d'une sortie de crise, la ratification du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) au printemps 2012 ainsi que la mise en place par la Banque centrale européenne, (BCE) à l'été de la même année, du dispositif OMT n'ont pas eu pour l'instant d'effets visibles sur l'activité.

En gravant dans le marbre la nécessité d'assainir les finances publiques ainsi que les modalités pour y parvenir, le TSCG a pu rassurer les marchés et permettre une détente des primes de risque sur les taux publics pour les pays les plus en difficulté de la zone euro. Le dispositif OMT a eu le même effet grâce à la possibilité de rachat de titres publics apportée par la BCE, sous certaines conditions, et qui pourrait contribuer à l'élimination du risque souverain. Au final, même s'il serait hâtif d'affirmer que la crise de la zone euro est terminée – l'épisode chypriote l'a montré récemment, encadré 3 –, au moins la perspective de son éclatement n'est-elle plus une préoccupation immédiate.

Encadré 3. Chypre : Nouveau paradigme dans la résolution des crises bancaires en zone euro

Si la crise bancaire que traverse Chypre suscite autant d'attention, c'est essentiellement pour deux raisons. D'abord parce que les tergiversations autour du plan d'aide ont conduit à une crise de confiance autour de la garantie des dépôts ; ensuite, parce que c'est la première fois que l'Union européenne laisse une banque faire faillite sans venir à son secours.

Rappelons brièvement les faits. Le 25 juin 2012, Chypre a demandé une aide financière à l'UE et au FMI, essentiellement destinée à renflouer ses deux principales banques (Laïki Bank et Bank of Cyprus), ayant subi des pertes évaluées à 4,5 milliards d'euros en raison de leur forte exposition à la Grèce. Ainsi, les banques chypriotes ont été touchées à la fois par la dépréciation des actifs grecs contenus dans leur bilan et par l'effacement partiel de la dette grecque (plan PSI de mars 2012) au moment du second plan d'aide. Chypre estimait avoir besoin de 17 milliards d'euros au total sur quatre ans pour soutenir son économie et ses banques, soit près d'un an de PIB de l'île (17,9 milliards d'euros en 2012). Mais ses bailleurs de fonds n'étaient pas prêts à lui accorder cette somme, car cela aurait rendu la dette du pays, qui atteignait déjà 71,1 % du PIB en 2011, insoutenable. Le FMI et la zone euro sont donc tombés d'accord sur un prêt plus faible d'un montant maximal de 10 milliards d'euros (9 milliards financés par la zone euro, 1 milliard par le FMI) pour recapitaliser les banques chypriotes et financer les besoins budgétaires de l'île pendant trois ans, Chypre étant sommée de trouver les 7

milliards d'euros restant *via* plusieurs réformes : des privatisations, une hausse de l'impôt sur les sociétés de 10 à 12,5 %, et une taxe exceptionnelle sur les dépôts bancaires.

Dans un premier temps, Nicosie a décidé d'instaurer une taxe exceptionnelle de 6,75 % sur les dépôts bancaires entre 20 000 et 100 000 euros et de 9,9 % au-delà de 100 000 euros, ainsi qu'une retenue à la source sur les intérêts de ces dépôts. Devant l'ampleur de la contestation et le refus du parlement chypriote de voter la loi prévoyant cette taxation des dépôts, le gouvernement a revu sa copie et la taxation des dépôts s'est commuée en faillite et restructuration bancaires. La solution retenue concerne les deux principales banques du pays, Laïki Bank et Bank of Cyprus. Laiki est liquidée et son bilan est scindé en deux : une « *good bank* » qui recevra au passif les dépôts sécurisés (inférieurs à 100 000 euros) et les prêts de la BCE à Laïki (9 milliards d'euros), mais récupérera également les actifs de Laïki. Cette « *good bank* » sera absorbée par Bank of Cyprus ; une « *bad bank* » destinée à accueillir les actions, obligations, dépôts non sécurisés (supérieurs à 100 000 euros), qui seront utilisés pour éponger les dettes de Laiki, selon l'ordre de priorité associé aux liquidations bancaires (les déposants étant remboursés en premier). Outre l'absorption de la « *good bank* » issue de Laïki, Bank of Cyprus gèlera ses dépôts non sécurisés, dont une partie sera convertie en actions pour participer à sa recapitalisation. Pour éviter une fuite des dépôts, des mesures provisoires de contrôle des capitaux ont été mises en place. A titre d'exemple, les retraits de plus de 300 euros par jour sont interdits, de même que l'échange de chèques contre des espèces. En outre, les paiements et virements à l'étranger sont plafonnés à 5 000 euros par mois et par personne, à l'exception des transactions commerciales (le feu vert de la Banque centrale chypriote étant requis), du paiement des salaires, des transferts aux étudiants à l'étranger.

Ce plan inaugure un changement de paradigme dans le mode de résolution des crises bancaires au sein de l'Union européenne. Au début de la crise de la zone euro, et dans le cas emblématique de l'Irlande, l'Union européenne considérait, en vertu du « *too big to fail* », qu'il fallait épargner les créanciers en cas de pertes et faire appel au contribuable européen. Mais dès 2012, avant la déclaration de Jeroen Dijsselbloem[16], la doctrine européenne avait déjà commencé à s'infléchir. Ainsi, le 6 juin 2012, la Commission européenne a proposé une directive sur le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit, prévoyant de mettre à contribution les actionnaires et les créanciers obligataires[17]. Cela étant, les règles sur les créanciers ne devaient s'appli-

16. « Si une banque ne peut se recapitaliser elle-même, alors nous discuterons avec les actionnaires et les créanciers obligataires, nous leur demanderons de contribuer en recapitalisant la banque et, si nécessaire, nous le demanderons aux détenteurs de dépôts non garantis. ».
17. http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/breve/les-creanciers-des-banques-mis-contribution

quer qu'à partir de 2018, après approbation du texte par le Conseil et le Parlement européen. Or, avec la crise chypriote, ce mode de résolution est en train d'être testé expérimentalement.

Si ce mode de résolution apparaît comme une avancée institutionnelle[18], dans la mesure où les investisseurs sont mis devant leurs responsabilités et les citoyens n'ont plus à payer pour les errements des banques, néanmoins l'impact de cette purge chypriote sera très violent pour l'économie réelle. En effet, fortement dépendante de son secteur bancaire et financier, l'île sera vraisemblablement confrontée à une violente récession et devra réinventer un modèle de croissance dans les années à venir.

Mais les effets potentiellement favorables du regain de confiance sont étouffés par les politiques d'austérité qui, par le biais de multiplicateurs budgétaires élevés, déprime l'activité. La concordance du retournement conjoncturel en baisse dans le courant de l'année 2011, après un rebond de courte durée depuis la mi-2009, et de la mise en place d'impulsions budgétaires négatives dès 2010 fonde la présomption d'un lien de cause à effet entre la politique économique mise en œuvre et les difficultés macroéconomiques de la zone euro.

En l'absence de remise en cause de cette stratégie, l'austérité se poursuivrait en 2013 et en 2014 en moyenne dans l'ensemble de la zone euro, quoique de façon un peu moins virulente qu'en 2012 (tableau 2). Seule l'Allemagne se distinguerait du reste des pays membres, avec une quasi-neutralité de sa politique budgétaire, qui tranche avec l'impulsion négative des deux années précédentes.

Tout en maintenant des impulsions budgétaires négatives, certains pays relâcheront leur effort de rigueur en 2013, mais pour des raisons différentes : La Belgique et l'Italie car leur déficit est revenu à un niveau proche de la cible des 3 % en 2012, le Portugal et l'Espagne car ils ont obtenu de la Commission européenne une révision de leurs objectifs de déficit, intenables du fait de la faiblesse de l'activité ou de la nécessité des recapitalisations bancaires (Espagne).

18. Henri Sterdyniak et Anne-Laure Delatte, « Chypre : un plan bien pensé, un pays ruiné… », *blog de l'OFCE*, mars 2013.

La France, les Pays-Bas, l'Irlande et la Grèce poursuivront leur effort d'austérité en 2013 avec une ampleur comparable à celle de 2012. Dans le cas des pays aidés, la Grèce et l'Irlande, les effets de l'ajustement budgétaire sur les déficits sont peu marqués à cause des pertes de recettes fiscales induites par la récession, ce qui pousse les gouvernements à maintenir leur effort sous peine d'une interruption de l'aide financière. Le gouvernement français a renoncé à l'objectif des 3 % en 2013 mais, sans accentuer la rigueur pour ne pas détériorer davantage l'activité, maintient l'impulsion négative à ce qui avait été programmé à l'automne 2012. Les Pays-Bas devraient atteindre le seuil des 3 % de déficit en 2 014.

Enfin, la Finlande et l'Autriche, où les déficits étaient faibles, n'ont pas mis en place de véritable politique de rigueur budgétaire en 2012, mais devraient à leur tour basculer dans l'austérité.

Dans plusieurs pays, les mesures d'austérité changeront de nature à partir de 2013. Fondées jusqu'à présent sur la hausse des recettes, elles associeront davantage la baisse des dépenses publiques en France, en Italie, en Espagne, en Grèce et en Irlande. Or les estimations sont convergentes pour conclure que les multiplicateurs budgétaires associés aux baisses de dépenses sont plus forts que ceux associés à la hausse de la fiscalité[19]. On doit donc s'attendre à un maintien de la taille des multiplicateurs, voire à leur augmentation.

L'intention d'assainir les finances publiques se traduira donc une nouvelle fois dans les faits en 2013, mais les implications négatives de cette stratégie sur l'activité économique risquent fort de rendre caducs les engagements de beaucoup de pays. Les objectifs de déficit qui ne seront pas atteints en 2013 (tableau 8), devraient conduire une fois de plus les gouvernements des pays concernés à une renégociation avec les autorités européennes. En tablant sur une plus grande souplesse de la Commission, l'austérité pourrait être allégée en 2014 dans ces pays, notamment en Espagne et en Grèce. D'autre part, l'Autriche qui aura atteint la cible de 3 % en 2013 réduira de fait la restriction budgétaire.

19. Éric Heyer, Une récente revue de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !, novembre 2012, *blog de l'OFCE*, ainsi que M. Plane, « L'austérité peut-elle réussir en France ? », *Alternatives Economiques* Hors-série, 96 (L'état de l'économie 2013).

Tableau 8. Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays de la zone euro

En points de PIB

	2013			2014		
	Engagement	Prévision OFCE	Écart	Engagement	Prévision OFCE	Écart
DEU	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,1
AUT	-2,1	-2,5	-0,4	-1,5	-1,8	-0,3
BEL	-2,2	-2,8	-0,7	-1,1	-1,9	-0,8
ESP	-4,5	-6,5	-2,0	-3,0	-5,8	-2,8
FIN	-0,5	-1,5	-1,0	-0,1	-0,9	-0,8
FRA	-3,0	-3,9	-0,9	-2,0	-3,0	-1,0
GRC	-5,4	-5,4	0,0	-4,5	-4,5	0,0
IRL	-7,5	-8,4	-0,9	-4,8	-6,6	-1,8
ITA	-1,8	-3,9	-2,1	-1,5	-3,4	-1,9
NLD	-3,0	-3,4	-0,4	—	-3,0	—
PRT	-5,5	-5,5	0,0	-4,0	-4,0	0,0

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision avril 2013.

Ainsi, l'année 2013 verrait le PIB de la zone euro baisser une nouvelle fois, -0,4 %, après -0,5 % en 2012. En 2014, la moindre pression budgétaire devrait ré-oxygéner les économies avec une croissance, modeste, de 0,9 %. Mais il va sans dire que si les cibles de déficit restaient inchangées en 2014, les impulsions budgétaires devraient être revues à la hausse et le retour à la croissance être différé.

Le gouvernement britannique est sur la même ligne que ceux des pays membres de la zone euro en faisant de la réduction des déficits et de la dette publique une priorité, en combinant restrictions budgétaires et activisme monétaire. Cette stratégie, qui n'est pas parvenue jusqu'ici à réamorcer la croissance, sera reconduite en 2013 et 2014, avec des impulsions de -1 point de PIB chacune des deux années accompagnées d'un maintien du taux de base à bas niveau (0,5 % depuis mars 2009), et d'une prorogation des mesures non conventionnelles de rachat d'obligations par la Banque centrale. Mais la croissance peinerait à redémarrer, -0,4 et 0,9 % en 2013 et en 2014 respectivement, car les ménages privilégieraient toujours le désendettement. Dans un environnement peu porteur, l'investissement quant à lui pâtirait de la faiblesse des débouchés, tant internes qu'externes.

Si la zone euro et le Royaume-Uni constitueront toujours un foyer de rigueur pour l'économie mondiale, les États-Unis vont basculer à leur tour dans la restriction budgétaire en 2013 et en 2014. L'énormité du déficit outre-Atlantique (10,2 % du PIB en 2011 et 8,7 % en 2012) n'a jusqu'à présent pas été une source d'inquiétude majeure. En 2012, l'impulsion n'a été que de -0,9 point de PIB. Les autorités vont mettre en place des politiques nettement plus restrictives en 2013 et en 2014. Des impulsions négatives de -1,6 point sur chacune des deux années sont attendues, davantage sous l'effet d'une crise politique ayant empêché la désactivation des dispositifs automatiques de coupure des dépenses en cas de dépassement du plafond de la dette – la fameuse « falaise budgétaire » – que d'une volonté explicite de gérer la diminution des déficits dans la durée. L'hypothèse faite ici est qu'un accord devrait être trouvé au Congrès qui associe un relèvement du plafond de la dette autorisée et des coupes dans les dépenses publiques dans le prochain budget. Il n'en reste pas moins que si le pire est évité, ces impulsions négatives vont porter un coup à la croissance, qui ralentirait de 2,2 % en 2012 à 1,5 et 1,7 % en 2013 et en 2014.

Au sein des pays développés, seul le Japon mènerait une politique budgétaire expansionniste en 2013, avec une impulsion positive de 1,9 point de PIB motivée par la volonté de retrouver le chemin de la croissance et de sortir rapidement de la déflation. La politique monétaire est également mobilisée par le biais d'un relèvement du plafond de rachats d'actifs de 2 points de PIB fin 2013, puis à nouveau de 2 points supplémentaires fin 2014, ainsi que d'une hausse de la cible d'inflation à 2 %. En revanche l'année prochaine, la fin du plan de relance et la hausse de 3 points de la TVA en avril 2014 généreront une impulsion négative de -1,3 point de PIB. La croissance accélérerait donc en 2013, pour atteindre 2,3 % en glissement annuel au quatrième trimestre ; mais compte tenu des effets d'acquis, le PIB n'augmenterait que de 1,0 % en moyenne annuelle, après 2 % en 2012. En l'absence de nouvelles mesures de soutien à l'activité, et compte tenu de la hausse de TVA, l'activité ralentirait sensiblement en 2014, le PIB japonais augmentant de 0,7 % en moyenne annuelle.

L'austérité nourrit les multiplicateurs

Dans l'évaluation des effets récessifs des politiques d'austérité, une part incombe à l'ampleur de l'impulsion négative mise en place, une autre part à la taille des multiplicateurs qui dicte l'intensité avec laquelle la restriction se répercute sur l'activité globale. Un des acquis de la réflexion concernant les multiplicateurs est que ces derniers ne sont pas indépendants de la phase cyclique dans laquelle se trouve l'économie : en phase basse du cycle, c'est-à-dire quand la production effective est inférieure à la production potentielle, les multiplicateurs sont plus élevés qu'en haut de cycle[20]. Deux explications peuvent être invoquées pour expliquer ce résultat. Premièrement, la politique monétaire ne permet plus d'amortir un choc budgétaire récessif quand le taux d'intérêt directeur a atteint un niveau plancher. Ce qui est actuellement le cas dans la zone euro puisque le taux directeur est maintenu à 0,75 % depuis juillet 2012.

Deuxièmement, en période de chômage durablement élevé et de crise bancaire, la présomption est forte d'une plus grande dépendance de la consommation au revenu. Plusieurs catégories de ménages concourent à renforcer ce lien.

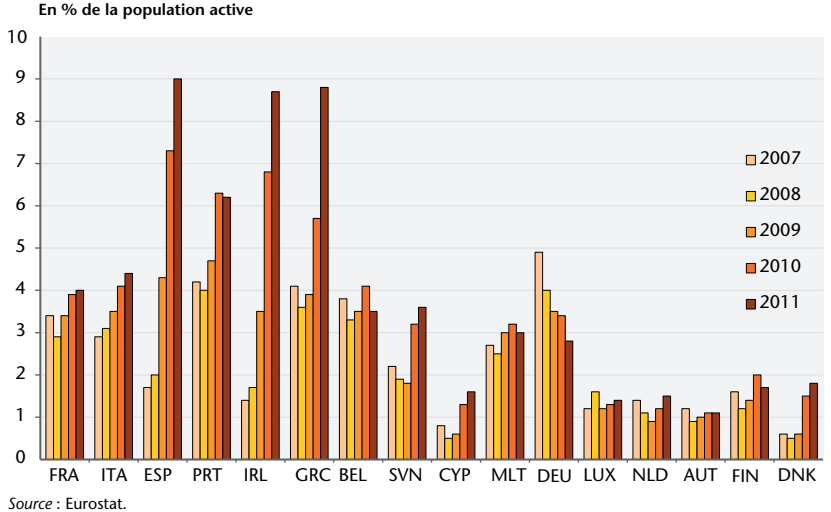
En premier lieu, les ménages frappés par le chômage de longue durée et dont l'épargne de précaution a pour cette raison été utilisée, subissent une contrainte de revenu, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent plus puiser dans leur bas de laine pour maintenir leurs dépenses face à la baisse de leurs ressources. Ensuite, la montée du risque de chômage incite les ménages en activité à se constituer une épargne de précaution en étant de fait plus vigilants sur leur consommation qui évolue dès lors moins rapidement que leur revenu. Enfin, dans un contexte de crise bancaire, les ménages qui disposeraient encore d'une capacité d'endettement pour consommer ne peuvent y prétendre face à la réticence des banques en matière de crédit. La quasi-neutralisation du taux d'épargne comme amortisseur des fluctuations du revenu conduit ainsi à amplifier l'effet restrictif des politiques de rigueur. Et c'est le cas dans la zone euro.

Après un répit entre le début de l'année 2010 et l'été 2012, le chômage est reparti à la hausse et atteint, en janvier 2013, un

20. Voir Éric Heyer, 2012, *op. cit.*

record historique à 11,9 % de la population active. Le point de départ de cette nouvelle poussée, héritée de la première vague de hausse du chômage lors de la récession de 2008/09, était déjà élevé, de sorte qu'à un nombre croissant de chômeurs de longue durée dont les possibilités de retour à l'emploi s'amenuisent, s'ajoutent de nouveaux flux d'entrées qui détériorent la situation de ménages jusque-là préservés (graphique 4). La situation devrait s'aggraver encore, puisque le chômage devrait attendre 12,5 % de la population active en 2013, et perdurer en 2014 dès lors que la reprise de la croissance dans la zone euro sera largement insuffisante pour enclencher un repli significatif. Dans ces conditions, il paraît difficile de tabler sur une diminution des multiplicateurs cette année et l'année prochaine. Le propre des politiques d'austérité étant de creuser l'écart de production et d'aggraver la situation des ménages, elles nourrissent par-là des effets multiplicateurs puissants qui amplifient leurs effets récessifs.

Graphique 4. Chômage de longue durée dans les pays de la zone euro



Source : Eurostat.

À l'échelon de la zone euro, les effets multiplicateurs sont aussi renforcés par l'ouverture des économies. Dans un espace économique où près de la moitié des échanges extérieurs est réalisée entre les Etats membres, l'absence de coordination des ajustements budgétaires amplifie le jeu destructeur des multiplicateurs. Tout comme des plans de relance simultanés sont plus efficaces pour contrecarrer

les inclinations dépressives d'économies ouvertes, les restrictions simultanées aggravent leur impact sur les économies. Car à l'effet restrictif national de l'ajustement s'ajoute l'effet de celui des partenaires qui passe par le canal du commerce extérieur. La restriction budgétaire d'un pays se transmet ainsi aux autres pays : le pays qui conduit une politique restrictive freine la croissance de sa demande intérieure et donc de ses importations, ce qui affecte la croissance des débouchés à l'exportation de ses partenaires. Le multiplicateur budgétaire agrégé de l'ensemble de la zone euro est ainsi beaucoup plus élevé que la simple moyenne des multiplicateurs nationaux du fait de la simultanéité des politiques d'ajustement.

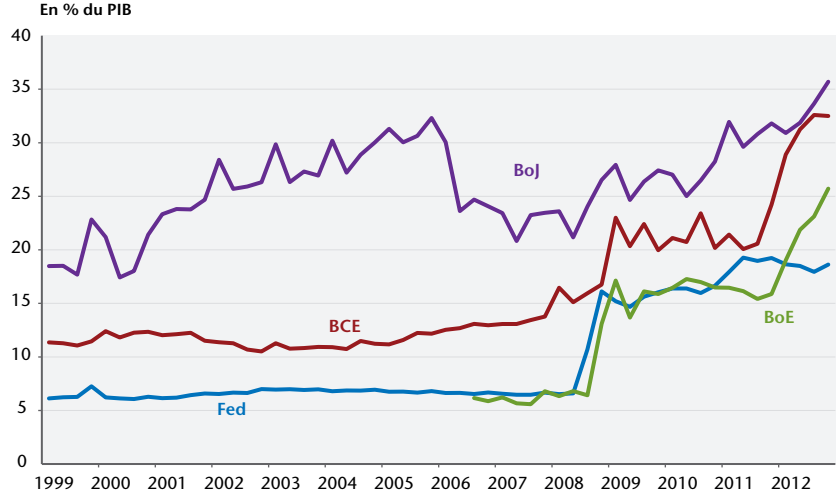
Politique monétaire : le tonneau des Danaïdes

Si l'orientation des politiques budgétaires est franchement restrictive, les banques centrales tentent toujours de soutenir la croissance. Les taux directeurs se maintiennent à des niveaux historiquement bas si bien que les conditions monétaires sont très favorables. Les marges de manœuvre pour une baisse supplémentaire des taux sont donc réduites à néant ou presque. La BCE aurait encore la possibilité de réduire son taux d'un quart de point mais l'effet d'une telle décision serait négligeable, d'autant plus que les taux interbancaires à trois mois, qui reflètent les conditions de refinancement des banques au jour le jour, restent inférieurs au taux principal de refinancement. Depuis octobre 2012, l'Euribor à 3 mois fluctue autour de 0,2 % alors que le taux principal est fixé à 0,75 %.

Dans ces conditions l'impulsion que pourraient donner les banques centrales ne dépend que du prolongement des mesures exceptionnelles existantes. À cet égard, la Réserve fédérale et la Banque du Japon ont clairement annoncé leur intention de poursuivre leur politique très expansionniste. Aux Etats-Unis, le respect du mandat de la Réserve fédérale est réaffirmé puisque son président, Ben Bernanke, a déclaré que l'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste tant que le taux de chômage ne sera pas redescendu sous le seuil de 6,5 %. Pour ce faire, la Réserve fédérale a annoncé la poursuite de sa politique d'achat de titres au rythme mensuel de 40 milliards de dollars par mois pour les obligations sécurisées émises par les agences gouvernementales et de 45 milliards de dollars pour les obligations émises par le Trésor. Cette décision fut prise à une très large majorité lors de la dernière

réunion du FOMC (Federal open market Committee) qui s'est tenue le 20 mars 2013. Seule Esther George, présidente de la Réserve fédérale de Kansas City, a émis une voix discordante, soulignant les risques inflationnistes de la poursuite de l'assouplissement quantitatif. Le bilan de la banque centrale gonflera donc au cours des prochains mois, poursuivant le mouvement observé en toute fin d'année 2012 (graphique 5). Les mesures annoncées par le nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), Haruhiko Kuruda, sont encore plus radicales puisqu'il souhaite doubler la base monétaire en deux ans par le biais d'achats d'obligations publiques. La base monétaire[21], composante principale du bilan de la banque centrale, devrait alors atteindre 55 % du PIB contre près de 30 % aujourd'hui.

Graphique 5. Le bilan des banques centrales



Sources : Banques centrales nationales, Compte nationaux.

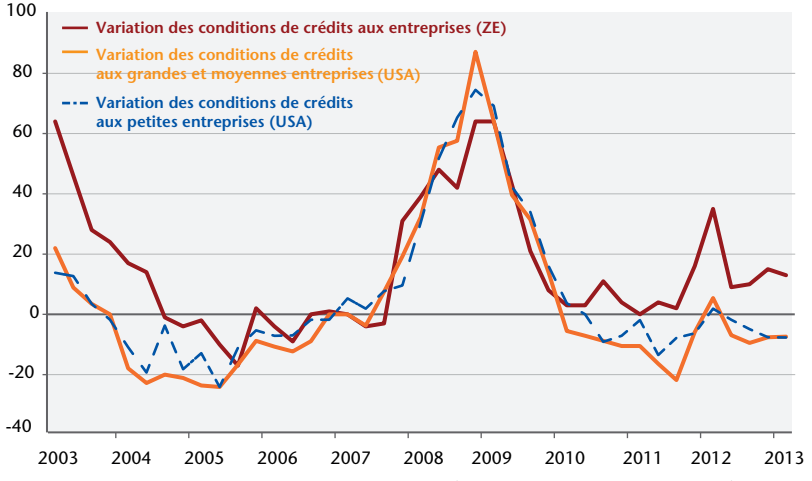
Comparativement, la situation devrait être stabilisée du côté des deux autres grandes banques centrales. Du côté de la Banque d'Angleterre (BoE), une nouvelle étape de l'assouplissement quantitatif a été franchie au cours de l'année 2012 puisque le programme d'achat de titres a été augmenté de 100 milliards de livres sterling en février et en juillet. Depuis, le Conseil de politique

21. La base monétaire correspond à la somme des billets en circulation et des réserves détenues par le système bancaire auprès de la banque centrale. Ces deux postes représentent plus de 80 % du bilan de la Banque du Japon. La taille du bilan en fin d'année 2012 était de 168 billions de yens et celle de la base monétaire de 138.

monétaire a opté pour le statu quo. Le bilan de la BoE a par conséquent grimpé de 10 points de PIB en 2012. La hausse pourrait se poursuivre car une nouvelle hausse du plafond ne peut être exclue. Lors de la dernière réunion, trois membres du Conseil de politique monétaire sur neuf étaient favorables à une augmentation de 25 milliards du plafond. Enfin, le bilan de la BCE a également fortement gonflé en 2012, principalement du fait des deux opérations de refinancement exceptionnel à 3 ans, par lesquelles la BCE avait octroyé un peu plus de 1 000 milliards d'euros aux banques de la zone euro. L'annonce du nouveau programme d'achat de titres publics (OMT) n'a pour l'instant pas été suivi d'effets puisqu'aucun nouveau pays n'a souhaité pour l'instant faire une demande d'aide auprès du MES.

Par conséquent, les conditions financières devraient rester plus favorables aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon que dans la zone euro, même si nous anticipons une baisse des primes de risque qui devrait permettre une légère convergence des taux d'intérêt à long terme. En effet, les achats de titres de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre et plus encore de la Banque du Japon devraient empêcher un scénario de hausse plus rapide des taux longs.

Graphique 6. Conditions de crédit



Note : L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant avoir durci les conditions de crédit et celles déclarant les avoir assouplies.
Sources : BCE (enquête BLS), Réserve fédérale.

Pourtant, malgré ces mesures de soutien à l'activité, la croissance peine à repartir, à la fois parce que les effets bénéfiques de la politique monétaire ne compensent pas l'impact restrictif des politiques budgétaires mais aussi parce que, dans la zone euro, les conditions de crédit se sont temporairement durcies au cours de l'année 2012 (graphique 6). De fait, la situation qui prévaut est toujours plutôt celle d'une trappe à liquidité traduisant une faiblesse de la demande aux États-Unis comme en zone euro. Dans cette dernière, les contraintes de crédit constituent un frein supplémentaire à la reprise de l'activité (zone euro).

La déflation amorcée

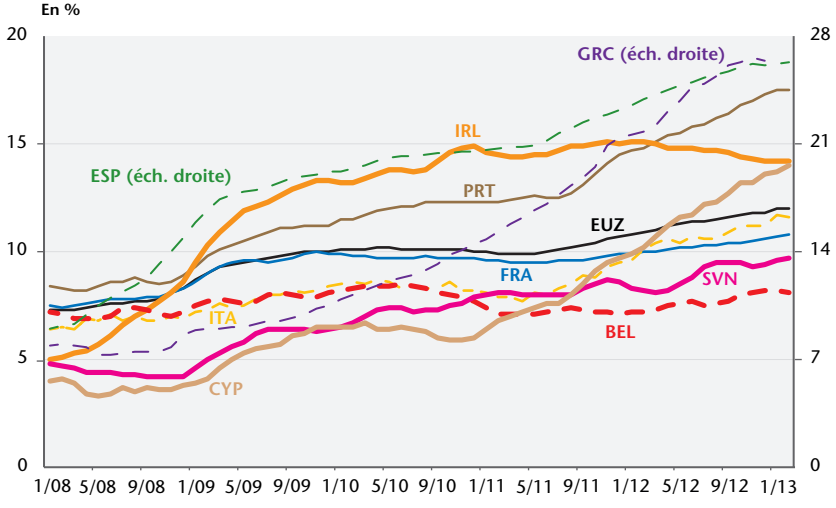
L'austérité budgétaire pèse sur l'emploi et les salaires

Les politiques d'austérité budgétaire menées en zone euro à partir de l'année 2010, n'ont permis de réduire que très progressivement les déficits publics, les multiplicateurs budgétaires étant systématiquement sous-estimés. Cette réduction s'est donc faite au prix d'une nouvelle récession, le PIB ayant baissé continuellement entre le dernier trimestre 2011 et le dernier trimestre 2012, et d'une forte dégradation de la situation de l'emploi en 2012. Plus d'un million d'emplois ont été détruits, ce qui est la plus mauvaise performance depuis 2009 et porte à 4,7 millions le nombre total d'emplois détruits depuis le début de la crise à l'échelle de la zone euro. Parallèlement, la population active a continué de progresser de 900 000 personnes, de sorte que le nombre de demandeurs d'emploi a crû de près de deux millions en 2012. L'évolution de l'emploi est très différente selon les pays. L'économie espagnole a détruit 600 000 emplois tandis que l'allemande en a créé 330 000. La France et l'Italie ont aussi détruit des emplois, mais dans une proportion bien moindre (60 000 en France et 80 000 en Italie).

Après une pause en 2011, où l'emploi avait progressé au même rythme que la population active, le taux de chômage est reparti à la hausse en 2012 (graphique 7). Il atteint 11,8 % de la population active fin 2012, contre 10,6 % fin 2011. Là encore, les situations des pays en crise (Irlande, Portugal, Grèce et Espagne) sont particulières, avec des taux de chômage au-dessus de 15 %, et qui dépassent 25 % en Espagne et en Grèce. Il faut toutefois noter une

stabilisation du taux de chômage irlandais en 2012, mais celle-ci résulte essentiellement d'une baisse de la population active, en lien avec un mouvement d'émigration qui est apparu depuis 2010. Inversement, un petit groupe de pays autour de l'Allemagne (incluant les Pays-Bas, l'Autriche et le Luxembourg) conserve un taux de chômage inférieur à 6 %.

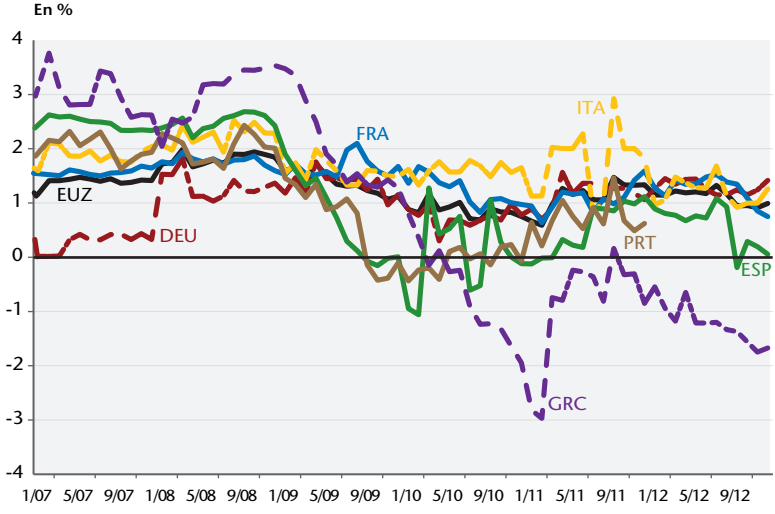
Graphique 7. Taux de chômage



Source : Eurostat.

Cette montée du chômage accroît le risque de déflation (encadré 4), d'autant plus que les taux d'inflation sous-jacente corrigés de l'évolution des taxes sont déjà faibles en zone euro (graphique 8). Dans ces conditions et en l'absence d'une remise en cause de la stratégie macroéconomique européenne, la zone euro pourrait voir se mettre en place les conditions propices à une déflation prolongée : au cours de l'année 2012, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a stagné, voire diminué, dans les pays de la zone euro. En Espagne, la baisse est enclenchée depuis le début de l'année 2010.

Graphique 8. Taux d'inflation sous-jacente corrigé de la variation des taxes



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2013.

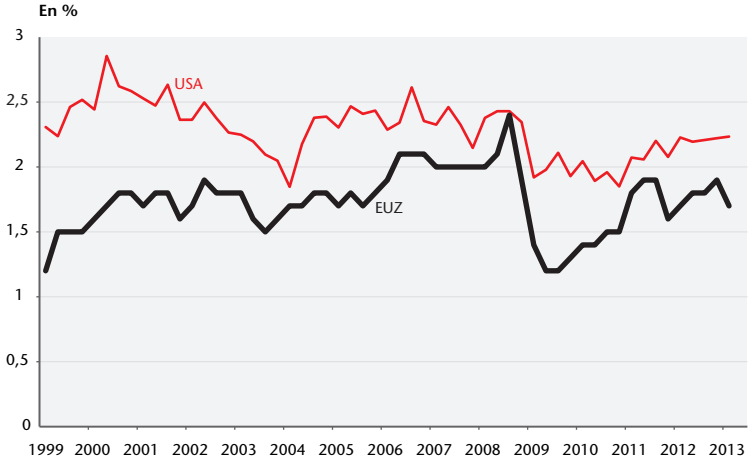
Encadré 4. Les anticipations d'inflation et de déflation en zone euro

La déflation est un processus complexe qui ne se réduit pas à une réduction du niveau de l'indice des prix à la consommation. Celle-ci doit s'inscrire dans la durée, nourrir des anticipations de déflation et alimenter un processus de déflation par la dette[22]. Dès lors que les anticipations des agents ont perdu leur ancrage sur la cible de politique monétaire et deviennent négatives, le taux d'intérêt réel augmente et la banque centrale n'a plus les moyens, *via* le pilotage des taux d'intérêt de court terme, d'agir sur la demande et les prix. C'est pourquoi les banques centrales scrutent attentivement les indicateurs d'anticipation d'inflation. Elles réalisent à cette fin des enquêtes auprès d'un échantillon de prévisionnistes sur les anticipations de croissance, de chômage et d'inflation. Il ressort que les anticipations d'inflation sont, au premier trimestre 2013, plus élevées aux États-Unis que dans la zone euro (graphique 9) : 2,2 % contre 1,7 %. Ces anticipations sont remontées depuis le creux observé en début d'année 2009 – en particulier dans la zone euro – lorsque la chute du prix du pétrole avait provoqué une réduction temporaire des prix. Il reste que dans la zone euro, les antici-

22. Une description des différents canaux par lesquels une déflation par la dette peut s'enclencher et s'autoalimenter est effectuée par Von Peter (2005), « Debt-deflation : concepts and a stylized model », *BIS Working Paper,* 176.

pations sont, depuis le début de la crise, systématiquement inférieures à la cible suivie par la BCE. Aux Etats-Unis, les anticipations sont cependant supérieures à l'objectif de long terme récemment fixé à 2 % par la Réserve fédérale[23].

Graphique 9. Anticipations d'inflation

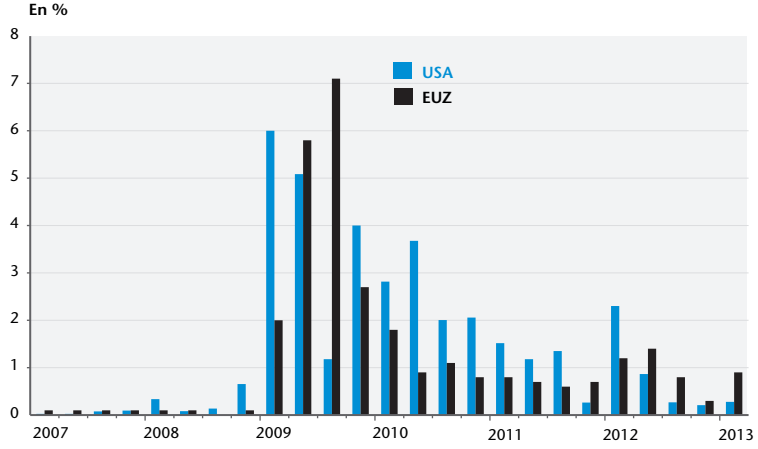


Sources : Réserve fédérale de Philadelphie (Survey of Professional forecasters), BCE (Survey of Professional forecasters).

Néanmoins, plus que l'évolution moyenne anticipée par les agents, il est également nécessaire de suivre l'évolution de la probabilité de déflation. Les enquêtes demandent en effet aux prévisionnistes d'associer une probabilité aux différents scénarios d'évolution des prix. Globalement, le scénario déflationniste est faiblement envisagé dans la zone euro comme aux États-Unis (graphique 10). Le pic a été atteint au cours de l'année 2009 aux États-Unis et dans la zone euro. Au troisième trimestre 2009, la probabilité d'une baisse des prix a dépassé 7 % dans la zone euro. Depuis, ce risque a été significativement révisé à la baisse. Mais, bien que plus faibles, les anticipations de déflation n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant-crise qui était nul ou proche de zéro. En moyenne, depuis le premier trimestre 2012, le scénario déflationniste est anticipé avec une probabilité de 0,9 % dans la zone euro et de 0,8 % aux Etats-Unis. Surtout, l'évolution de ces anticipations n'est pas liée, comme ce fut le cas en 2009, à une forte baisse de prix du pétrole de telle sorte que le risque perçu aujourd'hui est bien un risque de déflation alors qu'en 2009 il traduisait essentiellement l'impact du prix du pétrole sur la dynamique des prix.

23. Voir http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm.

Graphique 10. Anticipations de déflation – probabilités



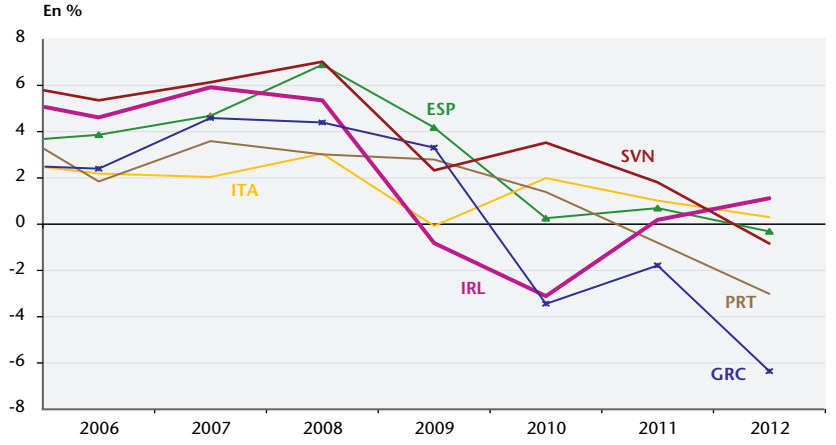
Sources : Réserve fédérale de Philadelphie (Survey of Professional forecasters), BCE (Survey of Professional forecasters).

Cette dynamique s'explique en premier lieu par celle des salaires. Entre 2000 et 2008, pour la majorité des pays de la zone euro le taux de croissance annuelle des salaires par tête se situait dans une fourchette comprise entre 2 % et 8 %. Cette fourchette s'est progressivement déplacée avec la crise, pour se situer entre 0 et 4 % en 2012. Plusieurs pays (Espagne, Portugal, Grèce, Slovénie) connaissent même une baisse du salaire par tête en 2012 (graphique 11). En rythme annuel, le coût salarial horaire du travail, pour l'ensemble de l'économie, a baissé de 7,4 % en termes réels en Espagne au quatrième trimestre 2012. En Grèce, la chute était supérieure à 12,2 % au troisième trimestre 2012 et le salaire par tête a retrouvé son niveau de 2006. Ces baisses sont caractéristiques d'une situation de déflation salariale qui se met en place progressivement en zone euro.

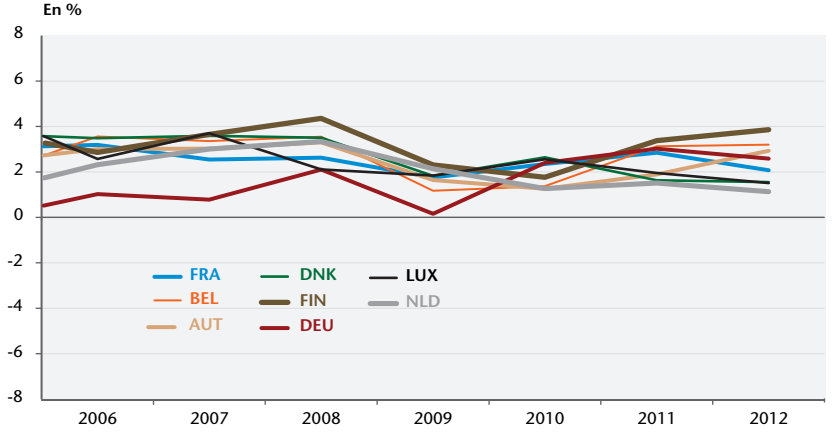
Or tant qu'une situation de chômage de masse prévaudra dans la zone euro, la pression sur les salaires sera à la baisse. Et la déflation sera accentuée par le développement de la pauvreté lié au fait qu'une part croissante des chômeurs arrive en fin de droits et qu'ils basculent vers les minima sociaux. Déjà en 2011 la part des chômeurs de longue durée (supérieure à 1 an) dépassait 8 % de la population active en Espagne, en Irlande et en Grèce, et 6 % au Portugal (graphique 4). Elle atteignait près de 4 % en France, en

Graphique 11. Évolution des salaires par tête

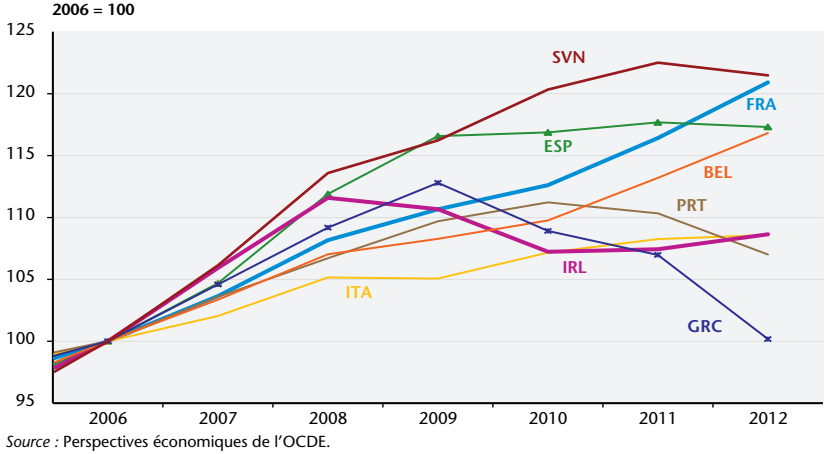
11 a. En pourcentage



11 b.En pourcentage



11c. En indice



Source : Perspectives économiques de l'OCDE.

Italie, en Slovénie et à Chypre. Compte-tenu de la forte dégradation de l'emploi en 2012, et des faibles perspectives pour 2013-2014, cet indicateur poursuit sa dégradation.

Cette hausse attendue de la pauvreté pèsera sur les revenus des ménages, la consommation, l'activité et la création d'emplois en zone euro. Elle sera propice à l'installation d'une situation dans laquelle le chômage restera durablement élevé et pèsera sur les salaires, nourrissant ainsi la déflation salariale. Si ce schéma de déflation n'est à l'œuvre que dans quelques pays, il pourrait néanmoins s'étendre partout où le chômage se développe, ce qui sera le cas en France, en Italie et dans la zone euro dans son ensemble en 2013-2014 (tableau 9). En Espagne et en Italie, le chômage baisserait néanmoins à partir du début de l'année 2014 mais de façon très lente.

Tableau 9. Taux de chômage des pays de la zone euro

En %

	2012	2013	2014
EUZ	11,4	12,2	12,4
DEU	5,5	5,7	5,7
FRA	10,3	11,0	11,7
ITA	10,6	11,9	12,1
ESP	25,1	26,5	26,4
NLD	5,3	6,1	6,5

Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE avril 2013.

D'autant plus que ces baisses de salaires ne sont pas un dommage collatéral de la crise. Les États en crise poussent à la mise en place de la déflation salariale. Les politiques d'austérité y ont largement contribué par un ensemble de mesures visant à baisser les salaires dans la fonction publique (tableau 10). Ainsi, en Italie les traitements des fonctionnaires ont été gelés jusqu'en 2013. En Espagne, ils ont été diminués de 5 % en 2010, puis gelés en 2011 et 2012. En Irlande les salaires dans la fonction publique ont été amputés de 5 % pour les bas salaires et de 15 % pour les hauts salaires en 2010 ; en Grèce, les primes et les salaires ont été diminués à plusieurs reprises.

La stratégie mise en œuvre par les gouvernements des pays en crise, sous la pression de la troïka, consiste donc à accélérer la défla-

tion salariale pour gagner en compétitivité sur leurs partenaires commerciaux. Cependant, si cette stratégie non-coopérative peut s'avérer payante à court terme, elle fait courir le risque d'une extension de la déflation à l'ensemble de la zone euro, avec toutes ses conséquences néfastes en termes de chômage durablement élevé et d'instabilité sociale.

Tableau 10. Mesures de baisse des salaires et traitements

Pays	Date	Mesures
ITA	2011-2013	Gel du traitement des fonctionnaires
ESP	2010	Baisse de 5% du traitement des fonctionnaires
	2011-2012	Gel du traitement des fonctionnaires
	2011	Gel du salaire minimum
	2012	Suppression de la prime de Noël des fonctionnaires
IRL	2010	Baisse des salaires dans la fonction publique de 5 % pour le bas de l'échelle, de 15 % pour le haut de l'échelle
GRC	Janvier 2010	Réduction et suppression du 13e et 14e mois de salaire et des primes/allocations
	Févier 2010	Réduction des primes et gel des plus hauts salaires
	2010	Gel des salaires étendu aux fonctionnaires gagnant plus de 2 000 euros/mois
	Mars 2010	Nouvelles coupes salariales : baisse de 10% du salaire
	Février 2012	Réduction des salaires dans les régimes spéciaux de 12 % en moyenne
	Février 2012	Baisse de 22 % du salaire minimum à 586 euros bruts sur 14 mois contre 680 avant
	2013	Coupes dans les salaires des régimes spéciaux jusqu'à 35 %
PRT	2012	Suppression des 13e et 14e mois des fonctionnaires et retraités dont les revenus sont supérieurs à 1 100 euros par mois
CYP	2013-2016	Suspension de l'indexation des traitements des fonctionnaires
	2014	Baisse de 3 % des rémunérations dans le secteur public
SVN	2012	Baisse de 10 % du traitement des fonctionnaires

Note : Au Portugal, la mesure a été jugée non conforme à la constitution par le Conseil constitutionnel.
Source : OFCE.

La déflation contagieuse

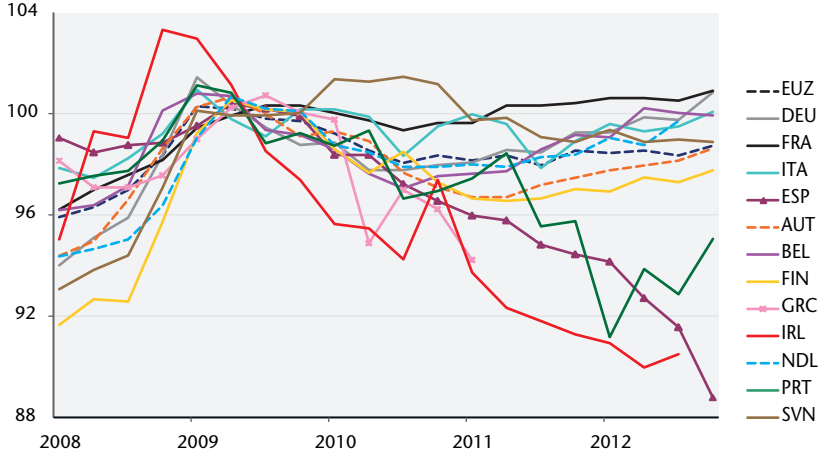
L'entêtement des autorités européennes à poursuivre dans la voie de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles ouvre la porte à une contagion de la déflation à l'ensemble de la zone euro par la généralisation des stratégies de déflation compétitive.

La baisse des salaires fait partie de la stratégie des autorités européennes pour accompagner l'austérité budgétaire : la dévaluation

de la monnaie étant impossible en union monétaire, c'est la baisse des salaires qui doit permettre de réduire les déséquilibres extérieurs par la relance des exportations, *via* des gains de compétitivité.

S'il est encore trop tôt pour juger de l'impact des réformes structurelles sur le marché du travail[24], il reste que la hausse du chômage et les différentes mesures prises dans le cadre des plans d'ajustement a déjà eu des effets perceptibles sur l'évolution des indicateurs de compétitivité-coût calculés par la Commission européenne. Comparativement à l'évolution moyenne de la zone euro, la progression du coût salarial unitaire a été généralement moins rapide Espagne, Grèce, Irlande et au Portugal depuis 2009 (graphique 12). Ainsi, entre 2009 et fin 2012, les coûts unitaires réels ont augmenté de 0,8 % en Allemagne et de 0,9 % en France. Ils ont baissé de 4,9 % au Portugal, de 11,2 % en Espagne, de 5,8 % en Grèce (au 1er trimestre 2011) et de 9,5 % en Irlande. Par contre, pour l'Italie, les mesures prises n'ont pas encore eu un effet notable sur la compétitivité puisque l'indicateur des coûts salariaux unitaires réels a progressé de 0,1 % depuis 2009.

Graphique 12. Coût salarial unitaire réel (base 100 = 2009)

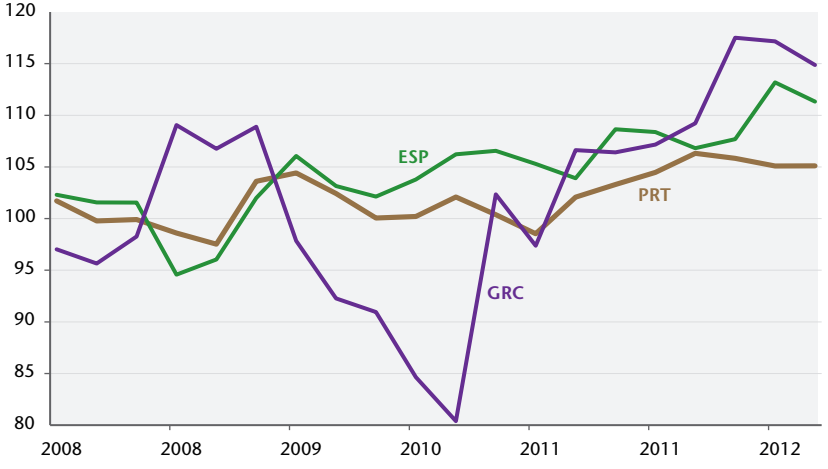


Source : Eurostat.

24. Voir dans ce dossier l'étude spéciale sur la compétitivité et les déséquilibres.

La modération des coûts salariaux favorise la compétitivité, ce qui devrait augmenter les parts de marché. Cette stratégie non-coopérative s'est déjà avérée payante pour la Grèce et l'Espagne et dans une moindre mesure pour le Portugal, puisque ces trois pays ont gagné des parts de marché à l'exportation entre 2008 et 2012 (graphique 13).

Graphique 13. Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008)

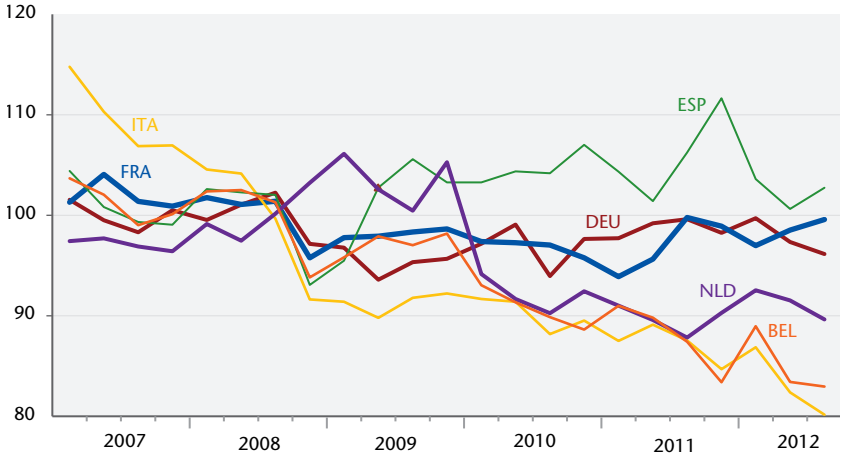


Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

Par contre, cette stratégie paraît vouée à l'échec à moyen terme. Les pays de la zone euro commercent principalement entre eux. Dès lors, les gains de parts de marché à l'export des uns sont les pertes de parts de marché des autres. Ainsi, les gains de parts de marché intra-zone de l'Espagne entre 2008 et 2012 se sont faites en contrepartie de pertes de parts de marché de l'Italie, des Pays-Bas, de la Belgique, et dans une moindre mesure de l'Allemagne (graphique 14). Globalement, nous prévoyons que les exportations des pays de la zone euro évolueront moins vite en 2013 (+0,7 %) et 2014 (+2,0 %) par rapport au rythme de croissance du commerce mondial (+1,6 % en 2013 et +3,0 % en 2014). Le relai de croissance de la zone euro ne viendra donc pas du reste du monde. La concurrence accrue engendrée par la course aux parts de marché à l'exportation va donc accroître la pression sur les pays qui n'ont pas encore adopté la stratégie de déflation salariale, ce qui

augmente le risque de contagion de la déflation à l'ensemble de la zone euro.

Graphique 14. Parts de marché à l'exportation (base 100 = 2008)



Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

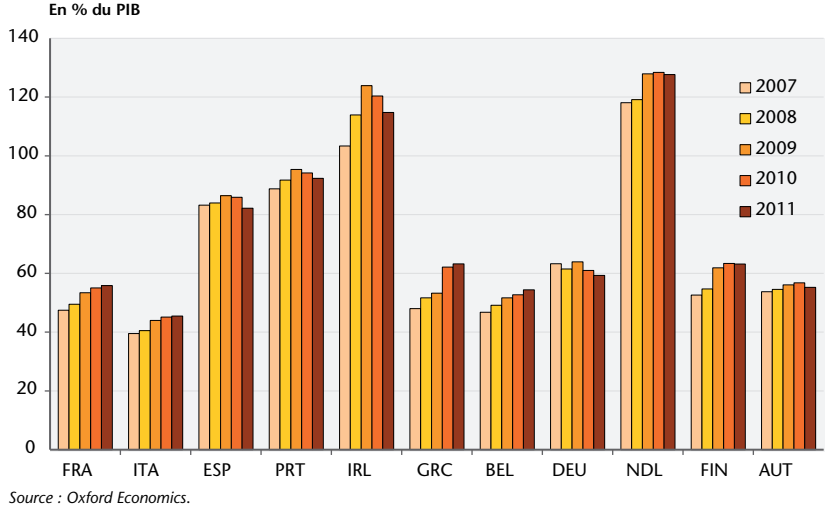
Les méfaits de la déflation

La déflation salariale, une fois enclenchée, s'auto-entretient par différents canaux qui pèsent sur le chômage. En premier lieu, la modération des coûts salariaux limite la progression des revenus des ménages, ce qui pèse en retour sur leur consommation. La baisse des revenus nominaux limite les capacités d'emprunt des ménages. Elle pèse sur les perspectives de débouchés des entreprises, donc sur l'investissement en zone euro et *in fine* sur l'emploi.

La baisse de revenu des ménages et la baisse de la consommation ont aussi pour conséquence une érosion de la base fiscale : baisse des recettes de TVA, de l'impôt sur le revenu, de l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Le taux de chômage élevé pèse sur les comptes sociaux *via* une hausse des dépenses d'allocations chômage et *via* une baisse des cotisations sociales liée à la contraction de la masse salariale. Les baisses de rentrées fiscales dégradent la soutenabilité de la dette publique en rendant d'autant plus difficiles à atteindre les objectifs de déficit, et poussant les États à renforcer l'austérité budgétaire.

La déflation salariale rend le processus de désendettement privé encore plus difficile, voire intenable. Les ménages endettés peuvent se retrouver dans l'incapacité de faire face à leurs échéances. Or les prêts des ménages rapportés au PIB nominal sont plus élevés en 2011 par rapport à 2007 (graphique 15). L'augmentation est marquée dans les pays en crise – de +15,3 points en Grèce, +11,5 points en Irlande et +3,6 points au Portugal – mais aussi dans les autres pays – +10,6 points en Finlande, +9,6 points aux Pays-Bas et +8,4 points en France. Par contre ils baissent en Allemagne (-4 points) et légèrement en Espagne (-1 point). Les systèmes bancaires en zone euro sont donc plus exposés au risque de défaut des ménages qu'avant la crise. Une nouvelle hausse de défauts privés générerait alors des pertes à un système bancaire déjà fragilisé. Dans le pire des cas, de nouvelles faillites de banque reconduiraient la zone euro dans une situation inextricable et les cinq années perdues se transformeraient en décennie perdue.

Graphique 15. Encours des prêts des ménages



Source : Oxford Economics.

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

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 €=...$	1,46	1,39	1,34	1,32	1,27	1,33	1,34	1,34	1,35	1,35	1,35	1,35	1,38	1,32	1,35
1 $=...Yen	80	79	78	83	93	100	100	100	100	100	100	100	80,2	98,2	100,0
1 £=...euros	1,20	1,24	1,26	1,24	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,23	1,19	1,20
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	0,25	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	0,1
EUZ	1,0	1,0	0,78	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,88	0,75	0,75
GBR	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
Taux d'intérêt à long terme[1]															
USA	2,4	2,0	2,0	1,8	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	1,8	2,2
JPN	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0	0,7	0,7
EUZ	4,3	4,2	3,7	3,4	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,9	3,0	3,0
GBR	2,7	2,3	2,1	1,9	1,6	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	1,8	2,2
Prix du pétrole Brent, en $[1]	118	108	110	110	113	115	108	105	105	105	110	110	112	110	108
Prix du pétrole Brent, en €[1]	81	78	82	83	89	86	81	78	78	78	81	81	81	84	80
Matières premières industrielles[2]	2,5	-4,9	-6,9	-4,9	3,6	3,1	3,0	3,9	4,2	4,9	5,1	4,1	-15,8	5,3	17,8

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 2013.