

La crise sur plateau : Perspectives 2013-2014 pour l'économie mondiale

Xavier Timbeau

▶ **To cite this version:**

Xavier Timbeau. La crise sur plateau : Perspectives 2013-2014 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2013, 130, pp.9-52. 10.3917/reof.130.0008 . hal-01025085v1

HAL Id: hal-01025085

https://sciencespo.hal.science/hal-01025085v1

Submitted on 17 Jul 2014 (v1), last revised 14 Dec 2020 (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.

LA CRISE SUR UN PLATEAU

PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

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

L'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 pourrait enfin laisser espérer la fin du marasme après six années de crise. Le terme possible de la crise dans la zone euro porte l'espoir d'une normalisation du fonctionnement de l'économie mondiale. Mais, au-delà de quelques chiffres positifs publiés depuis le début de l'année et de l'anticipation d'une fin de récession dans la zone euro, rien aujourd'hui n'indique que les difficultés sont surmontées. Les mécanismes de la crise des dettes souveraines peuvent se réactiver, les péripéties politico-budgétaires américaines, qui ont trouvé une issue temporaire, peuvent resurgir début 2014 et les tensions autour de la fiscalité et la hausse du chômage nourrissent les inquiétudes sociales.

Selon les tenants de la rigueur à marche forcée, l'amélioration du climat conjoncturel dans la zone euro illustrerait les premiers bénéfices de la stratégie de consolidation budgétaire telle qu'elle a été conduite depuis 2010. C'est négliger l'effet multiplicateur très négatif de la rigueur sur l'activité, l'absence de coordination des ajustements qui a accentué l'effet récessif de ces choix de politique économique, et le mauvais calibrage de l'effort imposé aux pays qui a étouffé la reprise naissante en 2010 et empêché la résorption de la partie conjoncturelle des déficits. On peut plutôt voir dans l'embellie de la conjoncture en zone euro la conséquence des arrangements institutionnels qui ont permis de contenir la crise des dettes souveraines et qui ont consisté à faire endosser le risque de détention de dette souveraine par des tiers via une forme de mutualisation. La zone euro sera enlisée dans la faible croissance d'ici à 2015 et ne pourra guère compter sur le dynamisme vacillant de ses partenaires extérieurs, les États-Unis et les pays émergents.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2013. Il a été rédigé par Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Rifflart et Danielle Schweisguth. Il intègre les informations disponibles au 17 octobre 2013.

Six années après le début de la crise financière et économique, l'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 pourrait laisser espérer la fin du marasme. Ainsi, après avoir connu une croissance négative en 2012 et 2013, en 2014 la zone euro renouerait avec l'expansion. Pour les pays développés dans leur ensemble, en 2014 la croissance s'accélèrerait à 1,7 % après 0,9 % en 2013. Si l'on considère l'ensemble du monde, là aussi, la croissance accélèrerait, à 3,2 % en 2014 après 2,6 % en 2013.

La fin de la crise des dettes souveraines en zone euro constitue une étape importante pour espérer une normalisation du fonctionnement de l'économie mondiale. Certes, le *shutdown* américain ou la crainte d'un défaut sur la dette souveraine des États-Unis sont susceptibles de tempérer cet espoir. Mais cet espoir lui-même est-il fondé ?

Au-delà de quelques chiffres positifs, rien n'indique que la crise est finie. L'activité en zone euro a atteint un plateau et les mécanismes à l'origine de la crise des dettes souveraines en zone euro – la crainte du défaut sur les dettes publiques ou privées – peuvent à tout instant replonger les économies dans la spirale de l'effondrement, les États-Unis comme l'Europe, le Royaume-Uni comme le Japon. Le désendettement public et privé des économies est la clef de la sortie de la crise. Il nécessite une stratégie claire et raisonnable combinant retour de l'activité, maintien durable des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme crédible et adapté. Cette stratégie demande une maîtrise du calendrier, une constance dans la politique suivie, une coordination entre États et entre agents économiques au sein des États.

De la crise des dettes souveraines en zone euro aux péripéties politico-budgétaires américaines, en passant par les tensions autour de l'impôt ou de la hausse du chômage, le moins que l'on puisse dire est que rien n'est acquis. Chaque trimestre durant lequel les économies restent embourbées dans la crise resserre un peu plus l'étau.

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.
2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

Mais pour ajouter à la difficulté, la frontière entre les certitudes et les inconnues est floue. Quel est le potentiel de croissance des économies ? À-t-il été durablement entamé par la crise bancaire et financière comme l'analyse des crises passées le suggère ? Ou bien, comme le montre le niveau du chômage, y-a-t-il une marge importante pour un rebond spontané des économies ? Là aussi, mais dans le sens inverse, l'analyse du passé appuie les présomptions en faveur de cette thèse. À la suite des épisodes récessifs antérieurs, des phases de récupération rapide ont vu le jour et le chômage a pu se résorber sans nécessiter une réduction drastique des salaires réels.

À ces questions s'ajoute le fait que la crise est globale et qu'elle présente des caractéristiques peu ou jamais observées dans le passé. Ainsi, les taux d'intérêt souverains sont exceptionnellement bas, sauf dans les pays dont les marchés financiers doutent, mais qui pèsent peu dans la masse globale de dette publique. Cela indique une situation de trappe à liquidité où la politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites et où la capacité des institutions monétaires à énoncer un avenir auto-réalisateur est cruciale. Or, comme pendant la crise de 1929, le débat fait rage sur cette capacité et fait douter de la voie pour la sortie de crise. La politique monétaire est au cœur de cette incertitude : a-t-on mis en place des mesures extraordinaires qui retiennent les économies au bord de la catastrophe ? Les retirer est-il opportun ? Ou bien n'a-t-on fait qu'improviser un pis-aller dont les conséquences inflationnistes seront la source d'une prochaine crise ?

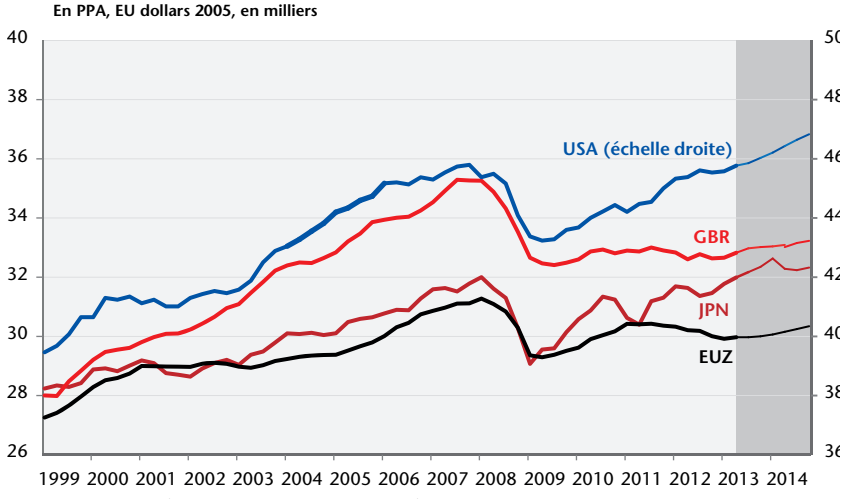
L'activité sur un plateau

L'activité économique, mesurée par le PIB de l'ensemble de la zone euro, ne se contracte plus, mais pour autant la situation de sous-activité ne se résorbe pas. Or dans les économies restant en situation de sous-activité, les effets de la crise persistent et se diffusent au cœur des sociétés. Le graphique 1 illustre le mouvement des économies développées sous l'angle des PIB par tête, ce qui permet d'intégrer la dynamique démographique dans l'analyse.

Pour les pays d'Europe (la zone euro et le Royaume-Uni), l'après 2009 se résume à une stagnation, à un niveau d'activité plus bas que celui d'avant la crise. La zone euro est caractérisée par un *double dip,* où le rebond de l'activité consécutif à la récession de

2008/09 s'est interrompu au cours de l'année 2011. Le Royaume-Uni connaît une trajectoire comparable, ce qui fait douter du succès de l'austérité (voir encadré 1). Les Etats-Unis et le Japon connaissent une trajectoire qui peut paraître plus positive, bien que les événements de Fukushima aient replongé ce dernier dans une réplique de la récession de 2009. Cependant, si on apprécie l'écart à la tendance entre cette trajectoire et la tendance antérieure, alors l'écart entre l'activité et l'activité tendancielle s'est maintenu.

Graphique 1. PIB par tête dans les pays développés



Sources : Comptabilités nationales, Banque mondiale, prévisions OFCE octobre 2013.

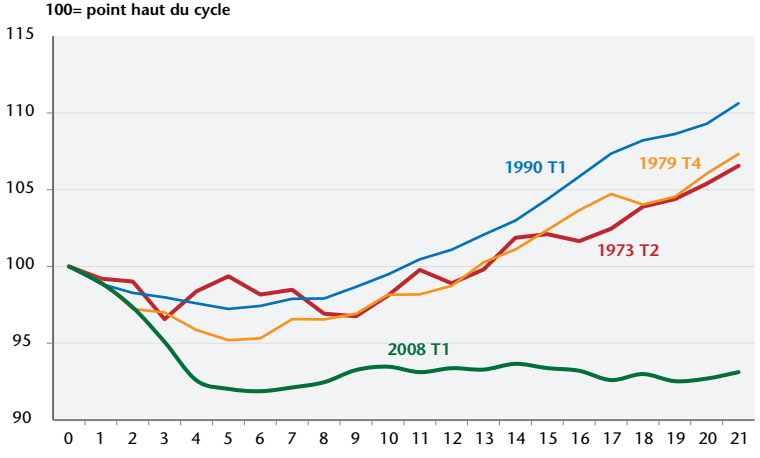
Encadré 1. L'austérité au Royaume-Uni a-t-elle réussi ?

Selon les comptes nationaux parus le 27 septembre dernier, le PIB britannique a augmenté de 0,4 % au premier trimestre et de 0,7 % au deuxième trimestre 2013[2]. C'est une belle performance pour l'économie britannique, notamment en comparaison de celles de la zone euro (respectivement -0,2 et 0,3 %), de la France (-0,2 % et 0,5 %) et dans une moindre mesure de l'Allemagne (0 % et 0,7 %). Ce serait aussi la preuve, selon certains, que l'austérité budgétaire ne nuit pas à la croissance… au contraire. À l'automne 2013, peut-on affirmer que l'austérité est un succès au Royaume-Uni ?

2. L'analyse conjoncturelle britannique et nos prévisions sont présentées dans : « Royaume-Uni : Reprise fragile ».

Regardons les chiffres d'un peu plus près. La croissance du premier semestre ne porte le glissement du PIB sur un an qu'à 1,5 % seulement, contre -0,2 % à la fin de 2012. La croissance de l'économie britannique n'a été que de 0,1 % en 2012 et le PIB est encore plus de 3 points en dessous de son niveau d'avant-crise. Tout cela ne fait pas un grand succès. Plus frappant encore est le profil du PIB britannique depuis le début de la crise : le PIB a initialement chuté de 7 points entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 ; puis la reprise s'est amorcée, conduisant le PIB à regagner 2 points depuis son point bas jusqu'au troisième trimestre 2010, pour ensuite repartir à la baisse. Le profil du PIB depuis le troisième trimestre 2010 est tout à fait inhabituel au regard des sorties de crise précédentes (graphique 2).

Graphique 2. Évolution du PIB britannique durant les cinq années suivant le pic d'activité d'avant-crise



Source : ONS.

En 2008, le Royaume-Uni été l'un des premiers pays industrialisés à mettre en place un plan de relance. Gordon Brown, chancelier de l'Échiquier du gouvernement de Tony Blair, a fait baisser le taux normal de TVA de 2,5 points en décembre 2008, afin de soutenir la consommation des ménages à court terme. La mesure était annoncée comme temporaire et s'est arrêtée fin 2009. En 2009, la politique budgétaire a ainsi été fortement expansionniste, équivalant à une impulsion budgétaire de 2,8 points de PIB après 0,6 point en 2008 (tableau 2). Le déficit public s'est creusé sous le double effet de la récession et de la politique budgétaire et la dette publique a augmenté.

En mai 2010, les conservateurs ont remporté les élections sur un programme axé sur la réduction de la dette et des déficits publics. Ceci était supposé garantir la confiance des marchés, maintenir le AAA de la dette publique britannique et ainsi le taux d'intérêt à un niveau faible. À

cela s'est ajoutée une politique monétaire extrêmement active, la Banque d'Angleterre maintenant son taux directeur à 0,5 %, achetant des titres publics et déployant de grands efforts pour faciliter le refinancement des banques et relancer le crédit aux entreprises et aux ménages. Le redémarrage de la croissance était supposé venir de l'investissement des entreprises et des exportations.

La politique budgétaire mise en place par le gouvernement de David Cameron a donc été fortement restrictive. Les mesures ont porté principalement dans un premier temps sur la hausse des recettes, *via* un relèvement des taux de TVA, puis sur la baisse des dépenses, notamment des prestations sociales. La reprise de la croissance s'est interrompue. La politique budgétaire est aussi devenue restrictive ailleurs en Europe, l'activité a ralenti chez les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. Les chiffres de croissance sont loin de montrer un succès de l'austérité.

Tableau 2. Croissance et impulsions budgétaires au Royaume-Uni depuis 2008

	2008	2009	2010	2011	2012
Croissance (en %)	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,1
Impulsion budgétaire (en points de PIB)	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5

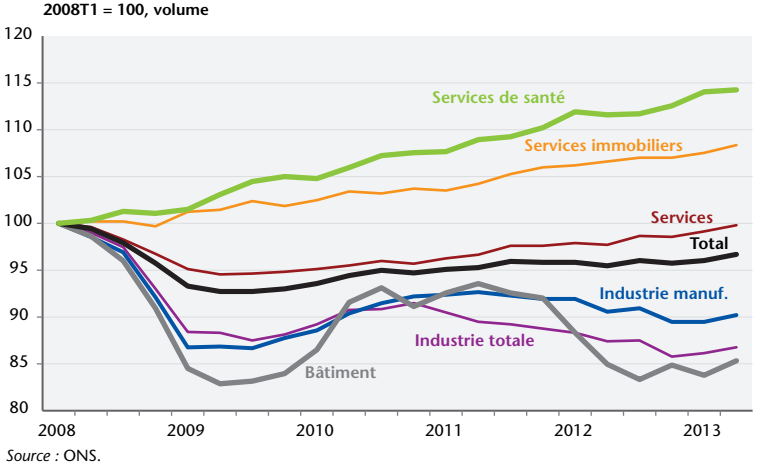
Sources : ONS, OCDE, estimations OFCE.

Néanmoins, il est important de noter que David Cameron a dès le départ exclu les dépenses de santé du plan de réduction des déficits et de la dette publics. Les Britanniques sont attachés à leur système public de santé et il ne s'agissait pas, pour les conservateurs nouvellement élus, de répéter en 2010 l'erreur commise lorsque Margaret Thatcher était à la tête du gouvernement dans les années 1980. Ainsi, l'austérité budgétaire ne frappe pas le secteur de la santé. Le résultat est clair en termes d'activité : la valeur ajoutée (en volume) du secteur de la santé est aujourd'hui près de 15 points au-dessus de son niveau d'avant-crise, autrement dit a continué à croître à un rythme annuel moyen de près de 3 % (graphique 3). Le deuxième secteur où l'activité est restée soutenue depuis 2008 et accélère depuis la fin de 2012 est celui de l'immobilier. Au Royaume-Uni, les prix de l'immobilier avaient fortement augmenté avant la crise, conduisant à un endettement record des ménages, et n'ont que peu baissé ensuite. Ils sont restés historiquement élevés et ont même recommencé à augmenter à partir de 2012 (à un rythme annuel d'environ 5 %). Mais les autres secteurs restent à la traîne. Ils ont seulement rejoint leur niveau d'avant-crise pour la plupart des services et restent très en dessous de ce niveau pour les services financiers et d'assurance (-13 %), comme pour l'industrie (-10 %) et le bâtiment (-15 %).

La croissance britannique est donc impulsée depuis 2008 par un service public qui échappe à l'austérité budgétaire et des services immobi-

liers soutenus par une politique monétaire ultra-active… Aussi peut-on craindre que la reprise britannique ne repose sur une nouvelle bulle immobilière. Au premier semestre 2013, toutes les composantes de la demande ont contribué à la croissance, sauf la consommation publique et l'investissement (tableau 3). C'est là un des principaux échecs à ce jour de la politique de l'offre mise en place par le gouvernement. Il s'agit de faire du système fiscal britannique le plus compétitif du G20, notamment en abaissant le taux d'imposition des sociétés (le taux, abaissé à 23 % cette année, serait de 20 % seulement en 2015). Mais l'investissement des entreprises ne redémarre pas. Le gouvernement compte aussi sur les exportations pour tirer la croissance, mais on ne peut pas en espérer une forte contribution, étant donné les perspectives de demande sur les principaux marchés extérieurs britanniques, avant tout dans la zone euro.

Graphique 3. Valeur ajoutée par secteur depuis le début de la crise



Source : ONS.

Tableau 3. Contributions des composantes de la demande à la croissance

En points de PIB ; sauf PIB, en %

	2010		2011		2012		2013
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1
PIB	1,3	0,8	0,4	0,6	-0,3	0,2	0,6
Consommation des ménages	0,3	0,6	-0,6	0,1	0,5	0,4	0,6
Consommation des administrations publiques	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,4	-0,1	0,0
FBCF	0,7	0,2	-0,4	0,1	0,5	-0,8	-0,2
Productif privé	0,6	0,0	-0,2	0,1	0,4	-0,5	-0,2
Variations de stocks	1,0	0,4	0,0	0,6	-1,0	0,7	-0,2
Commerce extérieur	-0,4	-0,3	1,5	-0,2	-0,5	-0,0	0,2
Exportations	1,1	1,1	0,7	0,2	0,1	0,3	0,2
Importations	-1,5	-1,4	0,8	-0,4	-0,6	-0,3	-0,0

Source : ONS.

L'évolution du chômage (tableau 4) confirme le diagnostic de sous-activité. Après avoir augmenté dans tous les pays développés, il s'est maintenu à un niveau important, nettement au-dessus du chômage d'équilibre. La baisse du chômage aux États-Unis ne met pas ce pays à l'écart des autres pays développés parce qu'elle correspond à des retraits d'activité et pas à une résorption de la non-activité.

Tableau 4. Évolution du taux chômage 2007-2012

En % de la population active

	Chômage	Chômage	
		de longue durée	non indemnisé
EUZ	3,9	2,0	2,9
DEU	-3,2	-2,4	-1,2
ESP	16,9	9,5	9,7
FRA	1,9	0,8	0,8
ITA	4,7	2,8	4,2
GBR	2,7	1,5	1,1
AUT	-0,1	-0,1	0,4
PRT	8,0	4,0	5,6
GRC	16,1	10,3	13,1
IRL	10,3	7,9	
NLD	2,1	0,5	
FIN	0,9	0,1	0,2
USA	3,4	1,9	

Sources : Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Tout comme les PIB par tête ou les écarts de production, le chômage arrive aujourd'hui sur un plateau. Or, la persistance du chômage au-dessus de son niveau d'équilibre maintient les conditions d'une dégradation du marché du travail. Ainsi, le temps passé au-dessus du chômage d'équilibre gonfle-t-il les cohortes de chômeurs non-indemnisés ou de longue durée. Le niveau élevé du chômage pèse sur la cohésion sociale et menace les équilibres sociaux bâtis sur l'intégration sociale. Les chômeurs sont renvoyés vers les solidarités familiales ou vers les filets de protection sociale, eux-mêmes soumis à la consolidation budgétaire. Les jeunes entrant sur le marché du travail retardent leur accès à l'emploi et porteront sans doute assez longtemps les stigmates de ce chômage initial sur leurs salaires ou leurs carrières.

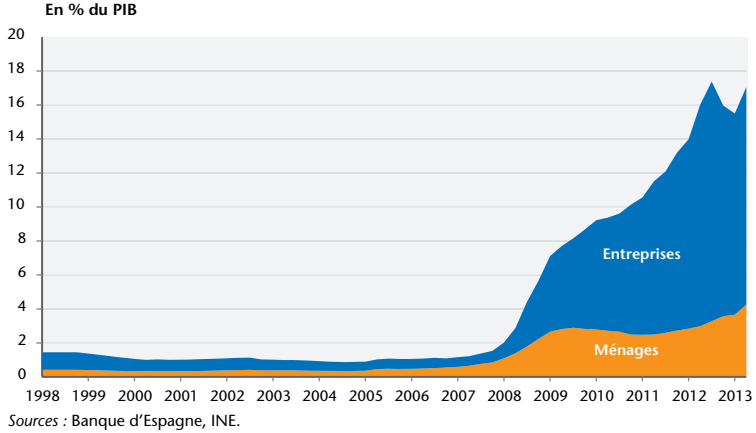
Mais le chômage a une incidence plus large. La peur de perdre son emploi, de voir son entreprise fermée ou délocalisée se diffuse à ceux qui ont un emploi dont les salaires finissent par être affectés et qui sont contraints d'accepter des conditions dégradées. C'est ainsi que l'Europe du Sud (l'Espagne, le Portugal, la Grèce, cf. infra) s'engage dans la déflation salariale (encadré 2) et, par le jeu de la concurrence, y entraînera les pays voisins.

Encadré 2. Déflation salariale et endettement : le cas espagnol

La hausse spectaculaire du taux de chômage en Espagne a enclenché un mouvement de déflation salariale. Les baisses de salaires sont le résultat de la dégradation du pouvoir de négociation des salariés en situation de chômage élevé, et sont renforcées par un ensemble de mesures et de réformes d'accompagnement des salaires : baisse de 5 % puis gel des salaires des fonctionnaires, suppression de leur prime de noël, déréglementation du marché du travail… Si les mesures dites « structurelles » du marché du travail peuvent avoir un impact positif à long terme, c'est-à-dire dans un contexte de plein emploi, elles ne font pour l'heure que renforcer la pression à la baisse des salaires.

Ces baisses de salaire entraînent un phénomène de déflation par la dette « à la Fisher » : la baisse des revenus dégrade la solvabilité des agents endettés, qui ne peuvent plus faire face à des créances dont le poids dans leur revenu explose. En pesant sur la solvabilité des agents, cette déflation salariale vient renforcer le risque bancaire. Un autre facteur risque est la remontée des taux hypothécaires, en cas de durcissement de la politique monétaire ou de hausse de la prime de risque sur les obligations souveraines. Les ménages espagnols étant endettés à taux variable, cette remontée aurait un effet immédiat sur leur solvabilité.

Graphique 4. Créances douteuses du secteur bancaire espagnol



Sources : Banque d'Espagne, INE.

Le graphique 4 montre l'ampleur du problème en Espagne, où les créances douteuses représentent désormais plus de 17 % du PIB. Si la récente restructuration du secteur bancaire a permis une baisse significative du montant de ces créances douteuses en 2012, grâce à un transfert des crédits à risques vers une structure de défaisance, leur progression a repris en 2013. Cette hausse concerne aussi bien les entreprises que les ménages, dont les stocks de créances douteuses ont crû de 1,5 point de PIB au cours de la dernière année.

Une consolidation fiscale sans précédent

Cette absence de reprise ne peut qu'inquiéter mais ne doit pas surprendre. On est souvent tenté d'en déduire que les économies sont maintenant sur une nouvelle trajectoire potentielle. C'est du moins l'hypothèse qui sous-tend la théorie du « *new normal* ». Le dégonflement des bulles multiples qui ont provoqué la crise de 2008/09 révèlerait aujourd'hui la « vraie » trajectoire des économies. Plus lente, elle signifierait qu'il faut maintenant ajuster nos économies à cette nouvelle réalité. Moins d'activité impliquerait moins de dépenses publiques, moins de retraites, moins de salaires dans le secteur privé comme dans le secteur public.

Cette analyse omet cependant un fait majeur de ces dernières années. Un programme généralisé et massif de consolidation budgétaire a été conduit dans les pays développés. De 2008 à 2013 ou 2014, le cumul des impulsions permet de faire le bilan de la stimulation des économies pendant la récession de 2008/09 puis de la consolidation qui a suivi (tableau 5).

Dans quelques pays, le bilan de la consolidation budgétaire est positif (Japon, États-Unis, Belgique) ou neutre (Allemagne, Finlande, Pays-Bas). Ce bilan est nettement négatif dans le reste des pays et approche le chiffre impressionnant de 16 % du PIB pour la Grèce entre 2008 et 2014. Ainsi, de nombreux pays de la zone euro ont au total réalisé un ajustement budgétaire très significatif, y compris en intégrant les plans initiaux de relance. C'est là un fait remarquable puisque jamais de tels ajustements n'avaient été réalisés par le passé et que beaucoup d'observateurs formulaient l'hypothèse qu'ils étaient impossibles en Europe.

Le graphique 5 présente la corrélation entre ces impulsions budgétaires d'un côté et l'écart de production en 2013 de l'autre.

Cette corrélation positive n'est pas suffisante pour conclure à une relation de cause à effet. Pour autant, le débat sur les multiplicateurs budgétaires, fondé sur des analyses empiriques basées sur des modélisations structurelles ou l'examen systématique des épisodes historiques, valide la causalité allant des impulsions budgétaires vers les écarts de production. Ce qu'impliquent le tableau 5 et le graphique 5 est qu'une part de l'écart de production en 2013 résulte de la consolidation budgétaire. Il n'y a pas de « *new normal* » qui vaille, mais la conséquence d'une consolidation budgétaire sans précédent.

Tableau 5. Impulsions budgétaires 2008-2014

En points de PIB

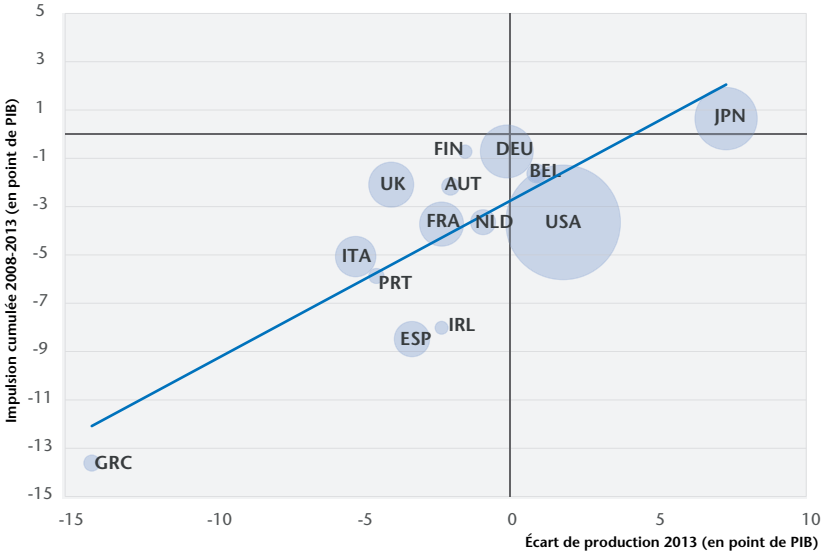
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-14
DEU	0,1	0,6	1,3	-1,1	-1,2	0,2	0,1	0,0
AUT	-0,2	0,3	0,5	-1,4	-0,3	-0,9	-0,4	-2,4
BEL	0,6	1,9	-0,1	0,1	-0,6	-1,0	-0,5	0,4
ESP	2,4	2,0	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-1,0	-4,3
FIN	-0,8	0,4	1,3	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-1,8
FRA	-0,1	2,7	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-0,7	-3,0
GRC	3,0	3,2	-7,6	-5,5	-3,9	-3,3	-1,7	-15,8
IRL	4,9	2,2	-4,2	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7	-4,0
ITA	-0,5	0,9	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-0,6	-5,8
NLD	-0,4	4,0	-1,1	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0	-1,9
PRT	-0,1	5,0	-0,3	-3,7	-3,9	-1,5	-1,5	-6,0
EA (11)	0,3	1,7	-0,3	-1,2	-1,8	-0,9	-0,4	-2,6
USA	3,0	3,8	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-0,7	1,1
GBR	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5	-1,0	-1,0	-5,0
JPN	-0,9	4,8	0,5	0,5	0,5	1,9	-1,3	6,0

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

Pour autant, l'écart de production ne s'explique pas uniquement par la consolidation budgétaire. L'Espagne, par exemple, connaît un sort plus favorable que ce que suggère l'impact de l'impulsion budgétaire avec un multiplicateur unitaire (en négligeant les effets induits des impulsions budgétaires sur les partenaires de l'Espagne et donc sur ses exportations). Cela suggère soit un multiplicateur inférieur à 1, ce qui est peu vraisemblable au vu du sous-emploi, soit plus probablement une sous-estimation de l'écart de production, liée à la révision progressive du potentiel

d'activité de l'Espagne, liée à l'assimilation erronée de l'impact de la crise et de la consolidation budgétaire à une perte définitive de potentiel d'activité.

Graphique 5. Écarts de production et impulsions budgétaires cumulées



Sources : comptabilités nationales, OCDE, calculs OFCE.

L'effort de consolidation budgétaire a été massif. La raison pour laquelle les pays développés se sont engagés dans cet effort est liée à la pression des marchés financiers relayée par les autorités européennes. La crainte de difficultés de financement de la dette publique (qui est renouvelée dans des proportions importantes chaque année, la maturité des dettes des pays développés étant de l'ordre de 10 ans), voire de perte de l'accès au financement, s'est matérialisée par la hausse des taux souverains et n'a pas laissé beaucoup de possibilités aux États. Pour regagner du crédit, il fallait prouver sa capacité à réduire rapidement et brutalement son déficit, quel qu'en soit le prix. La consolidation qui en a résulté n'a été faite que de façon préventive. Les exemples grec, mais aussi portugais, espagnol ou italien illustreraient le risque à ne pas avoir des finances publiques ordonnées. Pour certains, dont les économistes de la Commission européenne, c'est en fait la consolidation massive engagée dans les pays membres qui a permis de mettre fin à la crise de la zone euro. Il existe pourtant une explication alterna-

tive et lourde de sens quant à l'opportunité de la consolidation budgétaire : le rôle pris par la Banque centrale européenne et les engagements solidaires implicites des pays de la zone euro ont été plus convaincants que les politiques économiques qui ont prolongé et aggravé la récession.

La fracturation de la zone euro

La hausse du chômage et la déflation salariale qu'elle induit illustrent le fait que la stabilisation de la zone euro n'est qu'apparente. Des processus récessifs sont toujours à l'œuvre et détermineront les prochaines manifestations de la crise.

Par ailleurs, une véritable fracture s'est installée entre les pays du nord et du sud de la zone euro. Si l'on divise la zone euro en deux parties d'importance égale[3], on constate que cette divergence accrue concerne quasiment tous les aspects macroéconomiques, à l'exception de la balance courante. Les augmentations d'endettement public et de chômage ont été particulièrement élevées dans les pays du sud de l'Europe, le PIB par tête y est très inférieur à celui d'avant-crise et l'inflation sous-jacente y est plus faible, faisant craindre un risque de déflation. Il faut toutefois préciser que la France, classée dans les pays du Sud dans notre décomposition, apparaît dans une situation intermédiaire entre le Nord et le Sud, puisque le PIB par tête s'est peu réduit, que l'augmentation de la dette publique est moindre que dans les autres pays du Sud et que le taux d'intérêt public est resté bas, comme en Allemagne (voir la partie France et la partie zone euro pour plus de précisions).

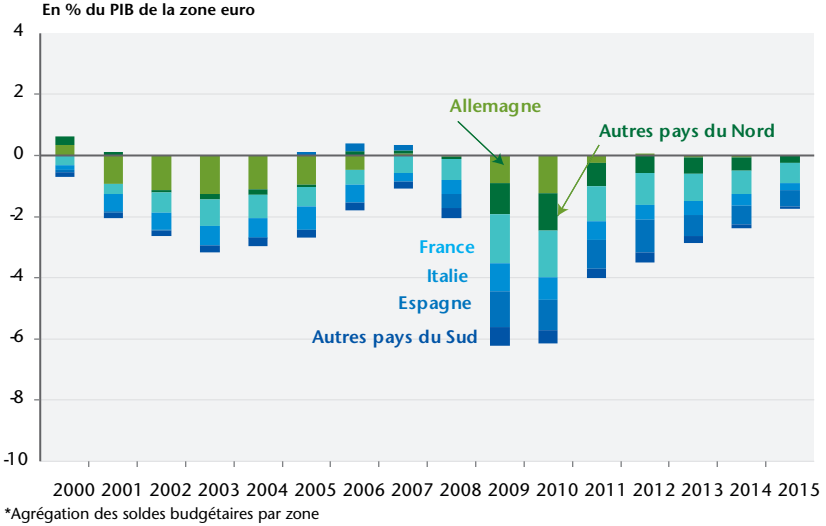
Concernant la situation des finances publiques, l'écart qui s'est creusé est impressionnant (graphiques 6 à 8). Alors que tous les pays de la zone euro avaient un solde public proche de l'équilibre en 2007 (0,2 % du PIB de la zone euro pour les pays du Nord, -0,7 % pour les pays du Sud), les pays du sud de la zone euro ont beaucoup plus souffert de la crise. L'ampleur de la restriction menée dans ces pays (entre 60 et 90 % de l'effort de la zone euro en 2011-2013) a été peu efficace, du fait de multiplicateurs budgé-

3. Les pays du Nord comprennent : l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche, la Finlande et l'Irlande. Les pays du Sud comprennent : la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce.

taires élevés (1,5 en Grèce, 1,1 au Portugal et en Espagne selon nos estimations) : la récession a été pire qu'anticipé et le solde conjoncturel s'y est fortement dégradé. De ce fait, l'écart entre les soldes publics des pays du Nord et du Sud était en 2012 de plus de deux points de PIB, malgré un effort plus important dans ces derniers. L'écart se réduirait néanmoins d'ici 2015, l'effort budgétaire continuant d'être plus fort au Sud qu'au Nord et la composante cyclique étant moins dégradée.

La dette publique a augmenté partout dans la zone euro pendant la crise, du fait de la chute des soldes publics et du PIB mais aussi de l'injection de capitaux dans le secteur bancaire ou de la prise en charge d'actifs toxiques. Selon Eurostat, le soutien des gouvernements au secteur financier depuis 2007 a représenté 5,5 % du PIB de la zone euro, expliquant environ 1/5^{e} de la hausse de la dette publique entre 2007 et 2012. Cette hausse a été particulièrement marquée dans les pays du sud de la zone euro : la crise y a été très sévère, conduisant à des déficits publics de l'ordre de 10 points de PIB dans certains pays et les banques ont beaucoup souffert de l'augmentation des actifs douteux induite par la crise. Selon nos prévisions, le ratio dette publique/PIB se stabiliserait en 2015 dans les pays du Sud et entamerait sa baisse en 2014 dans les pays du Nord, ce qui amplifierait encore la divergence entre ces deux zones.

Graphique 6. Solde public de la zone euro*



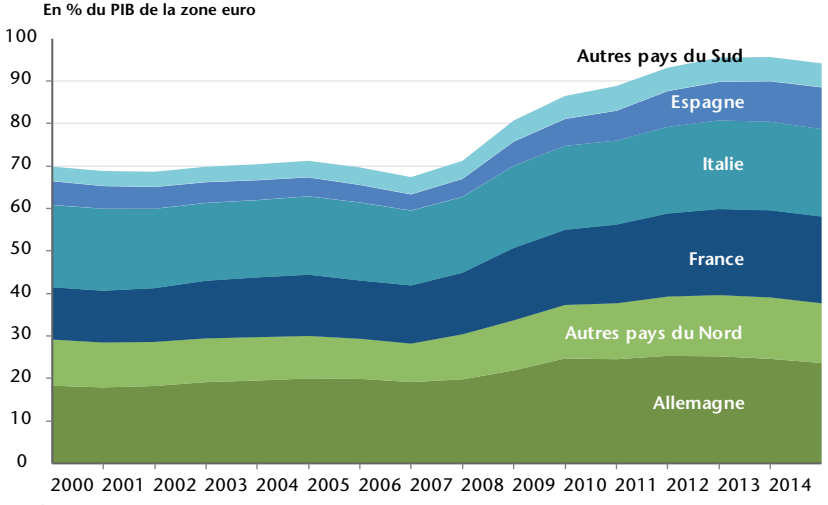
*Agrégation des soldes budgétaires par zone
Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

Graphique 7. Impulsion budgétaire de la zone euro*



*Agrégation des impulsions budgétaires par zone
Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

Graphique 8. Dette publique de la zone euro*

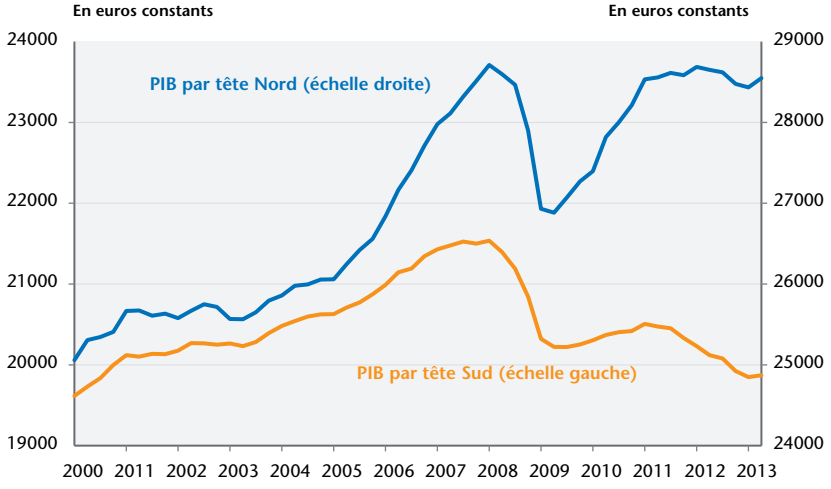


*Agrégation des dettes par zone
Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2013.

Les pays du Sud cumulent une forte dégradation de leurs finances publiques et des niveaux de PIB par tête en chute libre, tous les agents privés ayant pâti de la restriction budgétaire. La crise va laisser des traces profondes en termes de revenus, de chômage et de pauvreté dans ces pays. Une fracture sociale

s'installe ainsi dans la zone euro entre ces pays d'une part et les pays du Nord où le PIB par tête est revenu à son niveau d'avant-crise (voire l'a dépassé dans le cas de l'Allemagne) et où le chômage a baissé. À la mi-2003, le PIB par tête des pays du sud de la zone euro était globalement inférieur de près de 8 % au niveau de 2007, la baisse atteignant même 20 % en Grèce (graphique 9).

Graphique 9. PIB par tête dans la zone euro

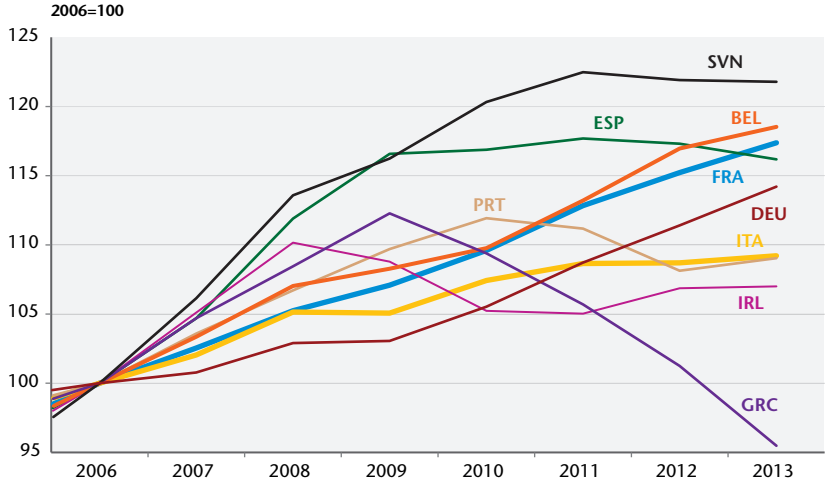


Source : Eurostat.

La crise a touché différentes catégories de ménages : ceux qui perdent leur emploi et viennent grossir le bataillon des bénéficiaires d'une indemnité chômage avant de basculer vers les minima sociaux, les salariés qui perdent leurs primes (dans le secteur public ou privé) et les nouveaux salariés embauchés à des salaires plus bas que précédemment. Tous ces éléments participent à la mise en place d'un mouvement de déflation salariale dans plusieurs pays (graphique 10). En termes réels, il est évidemment amplifié et conduit les ménages à essuyer d'importantes pertes de pouvoir d'achat, et ceci à tous les niveaux de la distribution des salaires, puisque le salaire minimum nominal a subi le contrecoup de la crise dans les pays les plus en difficulté (stagnation depuis 2009 en Irlande et depuis 2012 en Espagne et au Portugal, baisse en Grèce de 22 % au second semestre 2012). Au final, parmi les pays disposant d'un salaire minimum, seules la France et la Belgique ont

maintenu leur pouvoir d'achat. Ailleurs, le salaire minimum réel a baissé entre 2 et 5 % selon les pays, hors la Grèce.

Graphique 10. Salaires nominaux par tête dans la zone euro



Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2013.

L'augmentation du nombre de chômeurs a été dramatique : il a doublé dans les pays du Sud en cinq ans, alors qu'il a légèrement baissé dans les pays du Nord (graphique 11). La hausse rapide et ample du chômage s'est peu à peu traduite par une explosion de la part des chômeurs de longue durée[4] dans les pays du Sud (tableau 6) et surtout de la part des chômeurs non indemnisés (+5,1 % de la population active depuis 2007). Les données disponibles aujourd'hui ne concluent pas encore à une nette augmentation du risque de pauvreté dans ces pays car les séries ne vont que jusqu'en 2010. Mais au vu de la hausse du nombre de chômeurs non indemnisés, le risque de pauvreté a dû récemment croître et ce mouvement devrait encore s'amplifier, les perspectives sur le marché du travail étant moroses dans la zone euro, avec une baisse prévue de seulement 0,9 point d'ici 2015 du taux de chômage en Italie, de 2,6 points en Espagne et une poursuite de la hausse en France. Ces pays conserveraient donc un chômage de masse.

4. Il s'agit des personnes au chômage depuis au moins 12 mois.

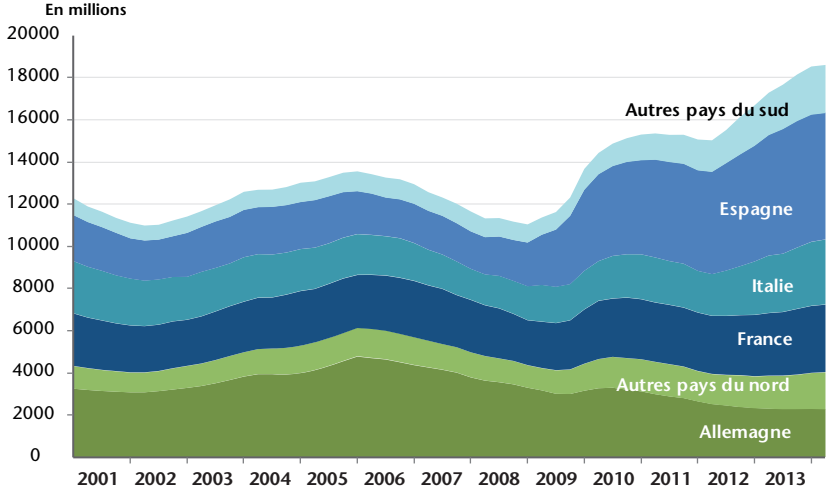
Tableau 6. Évolution du taux de chômage entre 2007 et 2012 dans la zone euro

En % de la population active

	Zone euro	Pays du nord de la zone euro	Pays du sud de la zone euro
Taux de chômage	3,9	-1,4	7,8
Taux de chômage de longue durée	2,0	-1,3	4,4
Taux de chômage non indemnisé	2,9	-0,9	5,1

Source : Eurostat.

Graphique 11. Nombre de chômeurs dans la zone euro



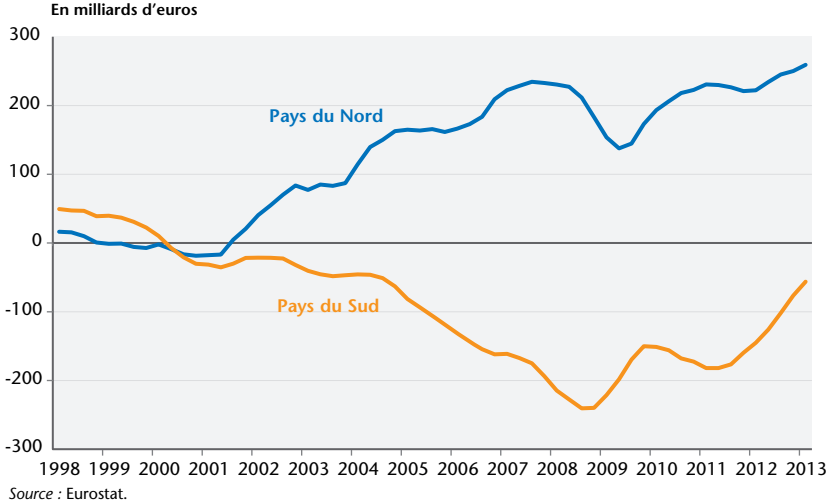
Source : Eurostat.

Le seul point positif en matière de déséquilibres tient à la réduction des écarts de solde courant (graphique 12), et encore est-elle due en partie à la contraction des importations, reflet d'une demande intérieure en pleine déconfiture. Ainsi, entre mi-2008 et mi-2013, les importations ont reculé de 2,2 % en moyenne en rythme annuel dans les pays du Sud, tandis qu'elles continuaient de croître dans les pays du Nord (+1,5 %). Les exportations ont toutefois bénéficié de la déflation salariale décrite plus haut et même si leur croissance depuis 5 ans est restée modeste (0,6 % en moyenne), ceci a été suffisant pour que l'Espagne, le Portugal et la Grèce voient leurs parts de marché s'améliorer et pour que l'Italie les stabilise.

Une telle fracture sociale et financière entre pays du Nord et du Sud risque d'accroître encore la difficulté à instaurer une réelle soli-

darité entre les pays de la zone euro, dont la mutualisation des dettes publiques. Certes pour éviter l'explosion de la zone euro, des concessions ont été faites par les pays les plus « vertueux », l'Allemagne en tête, mais au prix d'une austérité toujours très forte pour les pays du Sud. Le revenu des ménages y a subi plus qu'ailleurs la baisse des dépenses sociales (santé...) et l'explosion des impôts. De plus, des pertes de capital humain durables sont probables et la baisse des dépenses d'éducation ou encore d'investissement public risque d'hypothéquer la croissance potentielle de ces pays pour les prochaines années, et donc le rattrapage de leur PIB par tête.

Graphique 12. Soldes courants dans la zone euro



Source : Eurostat.

Potentiels de discorde

La publication d'une croissance positive au deuxième trimestre 2013 a mis fin à une série de six trimestres consécutifs de recul du PIB dans la zone euro. Le retournement des enquêtes de conjoncture et des indicateurs avancés depuis la fin 2012 préfigurait cette amélioration qui s'est finalement matérialisée au deuxième trimestre, après un ultime repli du PIB au premier. Les signaux émis par les indicateurs restent favorables et donnent corps à l'hypothèse d'une sortie de récession de la zone euro.

Les tenants de l'orthodoxie budgétaire y verront enfin la confirmation de la justesse de leur stratégie dont les premiers fruits

seraient apparus avec ce résultat. La conduite de la rigueur à marche forcée depuis 2010 ne serait ainsi « qu'un mauvais moment à passer », certes douloureux mais nécessaire pour parvenir à la résolution de la crise des dettes.

Le problème auquel devaient faire face les gouvernements était en apparence simple, sa solution mise en avant aussi. Le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance mis en place pour contrer la récession de 2008-2009 ont fortement creusé les déficits publics. Cette situation, dictée par les événements, était acceptable à court terme mais ne l'est pas à plus longue échéance. Elle appelait logiquement une action symétrique une fois la croissance revenue pour résorber les déficits. Des finances publiques déséquilibrées menacent en effet la solvabilité des États et poussent les taux souverains à la hausse, ce qui, par un mécanisme cumulatif, renforce les risques d'insolvabilité. Les déboires des pays du sud de la zone euro, l'Espagne, l'Italie et surtout la Grèce et le Portugal, ont clairement illustré les risques que faisaient peser des déficits excessifs sur chaque pays mais aussi sur l'ensemble de la zone euro. Sous le *diktat* des marchés et les injonctions de la Commission européenne, la préservation de la note souveraine et la réduction des déficits sont devenus l'objectif premier de la politique économique. Selon ses défenseurs, une telle stratégie pouvait être menée à bien sans dommage, car les multiplicateurs budgétaires étant faibles, la purge ne devait pas être trop coûteuse en activité et en chômage et devait conduire à une réduction rapide des déficits à la hauteur de ce qui était annoncé.

L'histoire ne s'est malheureusement pas écrite de la sorte. En premier lieu, les multiplicateurs étaient élevés parce que la rigueur a été conduite en bas de cycle et parce qu'elle a été généralisée. La consolidation budgétaire a été menée alors que le chômage hérité de la récession de 2008-2009 était élevé. Davantage de ménages étaient ainsi contraints par leur revenu courant. Et ceux qui ne l'étaient pas ont fait face aux difficultés d'accès à l'emprunt, les banques manifestant une préférence marquée pour la détention d'actifs sans risques – les titres allemands par exemple – plutôt que pour le crédit privé. Les marges de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle pour amortir le choc budgétaire récessif sont devenues inexistantes quand le taux directeur a atteint un niveau plancher, 0,75 depuis juillet 2012 en zone euro.

La simultanéité des ajustements budgétaires en Europe a aussi concouru à renforcer les effets multiplicateurs. Car les restrictions nationales se transmettent aux partenaires par le biais du commerce extérieur : 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 canevas des relations commerciales croisées entre pays font que le multiplicateur budgétaire agrégé de l'ensemble de la zone euro est beaucoup plus élevé que la simple moyenne des multiplicateurs nationaux.

En second lieu, la stratégie qui a été engagée pour résoudre le problème de départ, celui de déficits excessifs en zone euro, mérite d'être discutée. Elle dépendait du diagnostic macroéconomique établi au sortir de la récession de 2008-2009 et par voie de conséquence de la mesure de l'écart entre l'activité et son potentiel. Car l'ampleur de l'écart de production hérité de la récession conditionnait l'amplitude du rebond spontané de l'économie qui elle-même déterminait la fraction du déficit public à même de pouvoir se résorber spontanément par la reprise de la croissance.

Le déficit public primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêts, peut en effet être divisé en deux composantes, une composante dite « conjoncturelle » et une composante dite « structurelle ». La composante conjoncturelle du déficit est générée par les déviations cycliques du PIB autour de son potentiel : en phase de ralentissement du PIB par rapport à sa croissance potentielle, et donc de creusement de l'écart de production, les recettes fiscales ralentissent et les dépenses publiques, notamment sociales, accélèrent. Il en résulte un creusement naturel du déficit en période de ralentissement et, symétriquement, une diminution du déficit, voire l'apparition d'un excédent, en période d'accélération de l'activité. Ce principe est largement documenté dans la littérature sous le vocable de « stabilisateurs automatiques ». L'autre composante du déficit est déduite de la précédente comme complémentaire du déficit total : c'est la composante délibérée, celle qui résulte de l'action de la politique économique. Délibérée, cette composante ne peut être éliminée qu'en mettant en œuvre une politique symétrique à celle qui l'a fait naître, c'est-à-dire en conduisant une politique de rigueur à la hauteur de la stimulation antérieure. Elle a naturellement pour effet de freiner l'expansion, contrebalançant la

politique expansionniste menée durant la phase précédente qui avait eu pour conséquence de soutenir l'activité. La politique budgétaire est ainsi un instrument de lissage du cycle économique.

La partie spontanée du déficit apparu à la suite de la récession de 2008/09 était appelée à se résorber automatiquement une fois la croissance revenue. Seule l'élimination de sa composante délibérée justifiait une politique restrictive. L'ampleur de l'effort à engager pour y parvenir renvoyait alors à la mesure de l'amplitude de l'écart de production qui conditionnait la taille du déficit conjoncturel et par déduction, celle du déficit délibéré.

La mesure du potentiel de production, dont découle le calcul de l'écart de production, est évidemment centrale si l'on veut calibrer au plus juste la restriction budgétaire nécessaire à l'élimination de la fraction du déficit qui ne peut l'être spontanément par la croissance. Mais les décideurs se heurtent ici à une difficulté majeure, celle du caractère non observable du potentiel qui doit par conséquent être estimé. Or, les estimations sont loin de faire l'unanimité entre les économistes. De surcroît, au sein d'une même institution, les révisions périodiques peuvent être importantes, ce qui modifie le diagnostic porté et les mesures à mettre en place si cette institution a en charge la conduite de la politique budgétaire comme c'est le cas de la Commission européenne (CE).

L'examen des révisions de la croissance potentielle effectué par la CE montre l'incertitude de cette estimation (encadré 3). Elle paraît en outre dépendre de la croissance courante, ce qui est pour le moins paradoxal pour l'estimation d'une fonction d'offre qui dépend de paramètres de long terme de l'économie comme la croissance de la population active, de la productivité et du stock de capital. Que la trajectoire de ces paramètres d'offre s'infléchisse un peu au gré des à-coups conjoncturels est compréhensible, notamment au travers de l'investissement qui véhicule le progrès technique et assure la croissance du capital ou des pertes éventuelles de capital humain générées par le chômage de longue durée. Mais que l'incorporation dans les estimations d'un phénomène conjoncturel, certes hors normes comme la récession de 2008/09, conduise à des révisions de la croissance potentielle de l'ordre de celle que l'on a constaté entre le printemps 2008 et le printemps 2009 pose question. D'autant que ces révisions ont aussi affecté les années antérieures à la récession qui n'étaient pas concernées par

la modification des conditions de l'accumulation susceptible de justifier effectivement un infléchissement du potentiel postérieur à la récession. Par la suite, le redémarrage de la croissance en 2010 a conduit à des révisions de la croissance potentielle à la hausse, y compris pour les années antérieures à la récession. Enfin, le retournement conjoncturel de 2011 a entraîné une nouvelle séquence de révisions, cette fois dans l'autre sens.

Encadré 3. Estimation du PIB potentiel de la zone euro par la Commission européenne

La récession de 2008/09 a conduit la Commission européenne à réviser assez nettement son estimation du potentiel de croissance des pays membres. Pour la zone euro dans son ensemble, le processus de révision a débuté à l'automne 2008, au moment où la crise financière a commencé à avoir un effet sur l'activité réelle : le tassement de la croissance annuelle du PIB au deuxième trimestre 2008 est associé à des révisions à la baisse de la croissance potentielle pour les années 2008 et 2009, de -0,3 et -0,4 point respectivement (tableau 7). Par la suite, la confirmation au quatrième trimestre 2008 de l'enfoncement de la zone euro dans la récession a amené de nouvelles révisions de l'estimation de la croissance potentielle au printemps 2009, -0,4 point pour les années 2007 et 2008 et -0,8 point pour les années 2009 et 2010. On constatera aussi des révisions relativement aux années plus anciennes, de -0,2 à -0,4 point pour les années 2004 à 2006. En revanche, les révisions ont quasiment disparu entre les estimations du printemps et de l'automne 2009, malgré le creusement du glissement annuel du PIB, signe que la modification du paysage conjoncturel avait déjà été intégrée dans les estimations.

Tableau 7. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2007 et 2009

En %

	Automne 2007	Printemps 2008	Automne 2008	Printemps 2009	Automne 2009
2004	2	1,9	1,8	1,6	1,7
2005	2	1,9	1,8	1,5	1,6
2006	2	2	1,9	1,5	1,5
2007	2,2	2,1	2	1,6	1,5
2008	2,2	2	1,7	1,3	1,3
2009	2,2	1,9	1,5	0,7	0,7
2010			1,5	0,7	0,8
Glissement annuel du PIB*	3,0	2,3	1,2	-2,1	-5,4

* Le glissement annuel du PIB reporté ici correspond aux derniers comptes nationaux connus au moment où est faite l'estimation, le quatrième trimestre de l'année précédente pour l'estimation de printemps de la Commission européenne, le deuxième trimestre de l'année en cours pour l'estimation d'automne. Ces glissements sont calculés avec le PIB non pas tel qu'il était connu à l'époque, mais avec la série actuellement disponible.

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Les révisions de la croissance potentielle ne se sont pas effectuées seulement à la baisse, mais également à la hausse quand la croissance a redémarré dans le courant de 2009 (tableau 8). Ainsi, entre le printemps 2010 et le printemps 2011, les révisions se sont-elles étalées de +0,1 à +0,3 point et ont concerné également les années lointaines.

Tableau 8. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2009 et 2011

En %

	Automne 2009	Printemps 2010	Automne 2010	Printemps 2011
2004	1,7	1,7	1,8	1,9
2005	1,6	1,6	1,7	1,7
2006	1,5	1,5	1,7	1,8
2007	1,5	1,5	1,7	1,8
2008	1,3	1,3	1,4	1,6
2009	0,7	0,8	0,9	0,9
2010	0,8	0,8	0,9	1
2011	1	1	1	1,1
2012			1	1,1
Glissement annuel du PIB	-5,4	-2,3	2,2	2,3

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Enfin, une nouvelle séquence de révisions en baisse est intervenue avec le retour de la récession en zone euro à partir de la deuxième moitié de 2011 (tableau 9). Les années antérieures à 2008 ont été peu modifiées, mais elles s'inscrivent dans un intervalle plus large pour les années 2009 à 2013, de -0,2 à -0,4 point, ce qui pour l'année 2013 revient à une division par deux du rythme de croissance potentielle.

Tableau 9. Révision de la croissance potentielle de la zone euro entre 2011 et 2013

En %

	Automne 2011	Printemps 2012	Automne 2012	Printemps 2013
2004	1,9	1,9	1,9	1,9
2005	1,8	1,8	1,7	1,8
2006	1,8	1,8	1,8	1,8
2007	1,8	1,8	1,7	1,7
2008	1,5	1,4	1,4	1,4
2009	0,8	0,7	0,6	0,6
2010	0,8	0,7	0,7	0,6
2011	0,9	0,8	0,8	0,7
2012	0,7	0,6	0,4	0,3
2013	0,8	0,7	0,5	0,4
2014			0,6	0,5
Glissement annuel du PIB	1,8	0,7	-0,5	-1,0

Sources : Commission européenne, Eurostat.

Il y a donc une corrélation nette entre la croissance potentielle estimée par la Commission européenne et la croissance courante, ce qui induit une forte variabilité de la croissance potentielle et donc des révisions importantes de l'écart de production qui remontent loin dans le passé. Ceci n'est pas neutre en termes de conduite de la politique économique puisque le solde structurel dépend de cette évaluation. Et c'est particulièrement le cas pour les pays les plus touchés par la crise, dont la croissance potentielle est aujourd'hui négative selon la Commission européenne et dont la révision depuis 2007 est supérieure de 0,2 point en moyenne par an à celle de la zone euro.

De ces allers et retours résulte une grande instabilité du calcul des écarts de production, réduits quand la croissance potentielle est révisée en baisse, augmentés quand elle est révisée à la hausse, toutes choses étant égales par ailleurs. Ainsi, à l'automne 2009, la révision à la baisse de la croissance potentielle sur l'ensemble de la décennie 2000 par rapport à l'estimation faite un an auparavant est à l'origine d'une minoration de l'écart de production de 2,7 points de PIB pour l'année 2009 et de 3,4 points pour l'année 2010.

De telles révisions ne sont pas neutres pour calibrer la politique de consolidation budgétaire. Car à déficit donné, la réduction de l'écart de production estimé accroît la part du déficit structurel perçu et appelle une rigueur accrue. C'est bien ce qui est advenu en 2010 quand les plans de relance ont fait place à les plans de restriction budgétaire drastiques. Généralisés à l'ensemble des pays membres, ils ont cassé net la reprise naissante en 2009 et en 2010 et ont précipité la zone euro dans une nouvelle récession.

La trop grande sensibilité de l'estimation de la croissance potentielle à la croissance courante, tant sur le futur que sur le passé, fait naître le risque de l'enclenchement d'une spirale dépressive par laquelle la politique restrictive déprime l'activité, ce qui conduit à des révisions en baisse de la croissance potentielle, à une minoration de l'écart de production et donc à une augmentation de la part du déficit structurel dans le déficit total et finalement à la nécessité d'accentuer la rigueur. Il semble bien que l'histoire se soit écrite ainsi dans la zone euro depuis 2010. Pour 2012 et pour 2013, les révisions en baisse de la croissance potentielle, en lien avec l'effet récessif de la consolidation budgétaire, ont conduit à minorer l'écart de production de -2,1 et -1,2 points respectivement depuis le printemps 2011.

La purge budgétaire a donc entraîné une deuxième récession qui a invalidé les objectifs de réduction des déficits fixés au départ car les stabilisateurs automatiques ont à nouveau creusé la composante conjoncturelle des déficits. La rigueur, mal calibrée, était contre productive et ne pouvait donc pas aboutir à l'objectif initial d'une réduction rapide des déficits. Les marchés et la Commission européenne ayant des objectifs nominaux de déficit, de nouvelles mesures de rigueur ont été instituées au fil du temps avec des effets sur les déficits qui sont loin d'avoir été à la hauteur des sacrifices consentis.

Petits arrangements institutionnels

Dans ces conditions, clamer que l'amélioration du climat conjoncturel illustre les premiers bénéfices de la stratégie précédente relève d'une incompréhension des mécanismes récessifs générés par la rigueur. D'ailleurs, la politique budgétaire est globalement restrictive sur la période 2008-2013 (tableau 5). On peut plutôt voir dans l'embellie de la conjoncture en zone euro la conséquence des arrangements institutionnels qui ont permis de contenir la crise des dettes souveraines et qui ont consisté d'une manière ou d'une autre à faire endosser le risque de détention de dette souveraine par des tiers.

L'exacerbation de la crise des dettes souveraines en zone euro au printemps 2010 a incité les États à poser les premiers jalons de la mutualisation des risques au sein de la zone, d'abord, avec les dispositifs du FESF (Fonds européen de stabilité financière) et du MES (Mécanisme européen de stabilité). Le FESF, créé en mai 2010 pour une période de 3 ans et devenu opérationnel en août 2010, est un fonds de stabilisation, sous la forme d'un fonds commun de créance. Il vise à assurer, avec la garantie des États membres, le financement des États en difficulté, qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés financiers à des taux soutenables. Le dispositif a été renforcé progressivement, pour le doter d'une garantie de prêt de 440 Mds d'euros, et la possibilité de lever 1 000 Mds d'euros par l'émission d'obligations et autres titres de créances. Ses moyens d'action, initialement limités à des prêts aux États en difficulté, ont été élargis, avec la possibilité d'acheter de la dette primaire, puis de racheter des obligations d'État sur le marché secondaire, et de

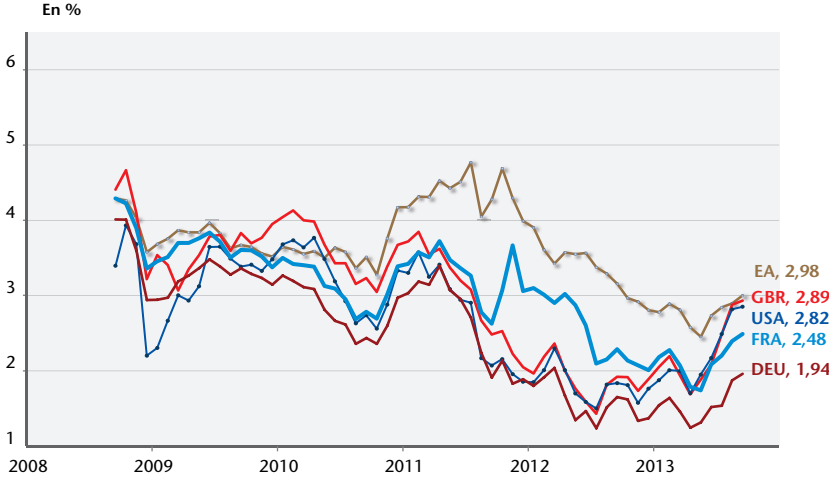
participer au sauvetage des banques. Le FESF est intervenu en Irlande, au Portugal et en Grèce pour 220 milliards d'euros, puis dans la recapitalisation des banques espagnoles à hauteur de 100 milliards d'euros. Le MES a pris le relais du FESF en septembre 2012, dans le but d'assurer la stabilité de la zone euro de manière permanente. Doté d'une capacité de financement de 700 milliards d'euros, il s'inscrit dans le Pacte budgétaire européen.

La plus grande implication de la BCE dans la gestion de la crise des dettes souveraines a aussi concouru à la retombée des tensions financières avec l'institution des dispositifs du SMP (*Securities market programme*), puis de l'OMT (*Outright Monetary Transactions*). À partir de mai 2010, la crainte d'un emballement de la crise grecque a conduit la BCE à intervenir sur les marchés secondaires afin d'enrayer la hausse des primes de risque. Entre mai 2010 et mars 2012, la BCE achète 220 milliards d'euros d'obligations grecques, irlandaises, portugaises, italiennes et espagnoles dans le cadre du SMP. La masse monétaire est contrôlée par la collecte de dépôts à terme. En septembre 2012, le SMP laisse place à l'OMT. Ce dispositif permet également l'achat sur le marché secondaire de titres publics de maturité de 1 à 3 ans. Afin de désamorcer le mouvement de défiance sur les marchés financiers, la BCE précise qu'elle ne fixe aucune limite à ses interventions et conditionne son intervention à l'acceptation d'un plan d'assainissement des finances publiques, dans le cadre du FESF (puis du MES). À ce jour, aucun pays de la zone euro n'a encore fait appel à l'OMT, en raison notamment – c'est le cas de l'Espagne – des fortes contraintes liées au dispositif.

Après une succession de tentatives infructueuses, le renforcement des contraintes budgétaires contenues dans le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG), conjugué aux possibilités ouvertes par l'OMT, est finalement parvenu à abaisser les anticipations des marchés sur le risque de défaut d'un pays de la zone euro. La diminution du risque *pricé* par les marchés a abouti à une réduction du *spread* de taux entre la zone euro et les pays anglo-saxons (graphique 13).

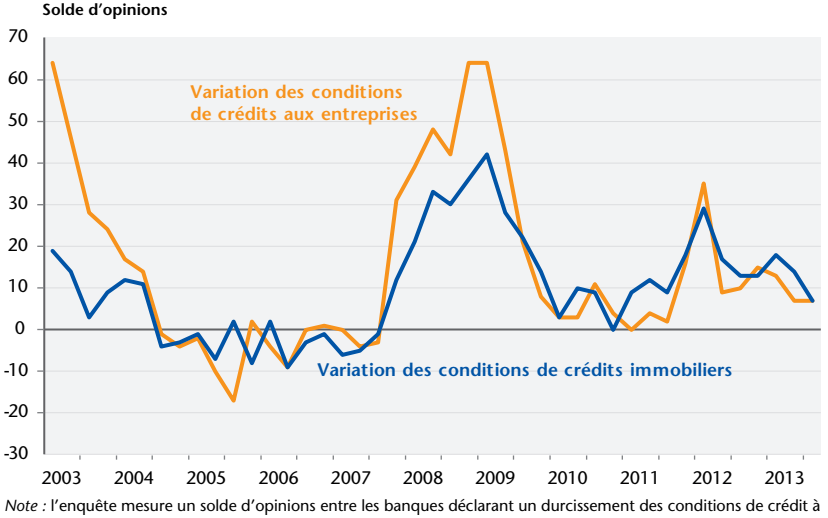
Les indices de desserrement des contraintes d'accès au crédit restent toutefois encore peu nombreux. La production de nouveaux crédits n'a pas encore redémarré dans la zone euro. Seules les conditions de crédit déclarées par les banques se sont détendues depuis quelques mois (graphique 14).

Graphique 13. Rendement des obligations d'État à 10 ans



Note : Le taux public pour la zone euro est la moyenne du taux de chaque pays membre, pondéré par sa dette en 2010. Les taux pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal sont les taux auxquels ils empruntent au MESF, au FESF et au FMI, fixés à 5% respectivement en juin 2010, novembre 2010 et mars 2011, puis à 3,5% en mars 2011.
Sources : Eurostat, banques centrales nationales, calculs OFCE.

Graphique 14. Variation des conditions de crédit dans la zone euro



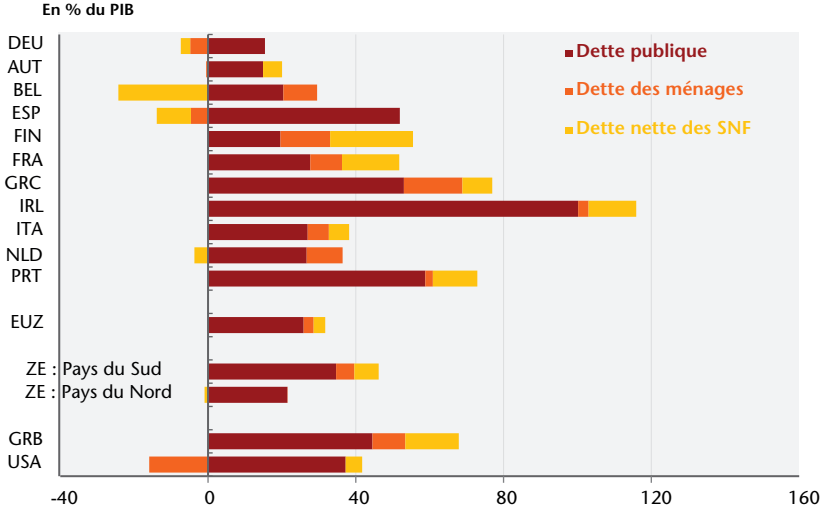
Note : l'enquête mesure un solde d'opinions entre les banques déclarant un durcissement des conditions de crédit à leur clientèle et celles déclarant un assouplissement.
Source : BCE (enquête Bank Lending Survey).

La zone euro ensablée

L'éclaircie observée récemment dans la zone euro n'est pas synonyme de reprise pour autant : en effet, l'écart de production se refermerait à peine, la croissance de la zone retrouvant tout juste son rythme potentiel (1 % selon notre hypothèse) en 2014, avant d'accélérer un peu en 2015 (1,6 %). Il serait donc abusif de considérer que la zone euro est sortie du marasme et que la moindre restriction budgétaire prévue va effacer rapidement ces nouveaux déséquilibres. Il faudra des années à la zone euro pour se remettre de cette cure d'austérité trop ample et trop précoce, alors qu'une stratégie d'ajustement budgétaire graduelle aurait été bien plus efficace en ne brisant pas la croissance quand elle a timidement redémarré en 2009 (Cochard et Schweisguth, 2013). Selon nos prévisions, la zone euro conserverait un chômage de masse (11,4 % en 2015) et la dette publique rapportée au PIB se stabiliserait seulement en 2014 dans l'ensemble de la zone euro avant de baisser légèrement en 2015, à 94,5 %, soit près de 30 points de PIB de plus qu'en 2007. Si certains déséquilibres se sont résorbés pendant la crise, comme les déficits courants qui se sont largement réduits, d'autres sont apparus en retour : l'explosion du chômage en Espagne, au Portugal et en Grèce, l'ascension de la dette publique qui atteint des niveaux record... De plus, si la dette privée s'est réduite dans certains pays (en Espagne ou en Allemagne), les pays du sud de la zone euro ont globalement connu, en même temps que l'explosion de la dette publique, une hausse de l'endettement privé, la baisse des revenus entraînée par les impulsions budgétaires négatives empêchant les agents de se désendetter, contrairement à ce qui s'est produit aux Etats-Unis (graphique 15 et 16).

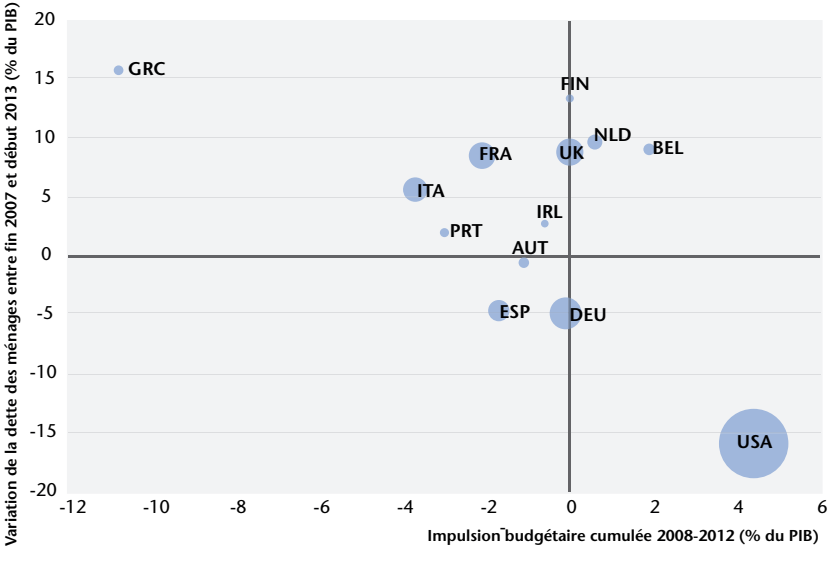
Alors que l'écart de production est très largement négatif dans la zone euro, ce qui aurait dû induire un rythme spontané de croissance bien supérieur au potentiel, la croissance sera atone dans la plupart des pays, en raison des politiques budgétaires restrictives. Après 3,3 points d'impulsion négative entre 2010 et 2012, la politique budgétaire amputerait encore la croissance de 1 point en 2013, de 0,5 point en 2014 et de 0,4 point en 2015, et pèserait majoritairement sur les ménages. L'activité bénéficierait heureusement de la modeste accélération de la demande adressée à la zone (+3,7 % en 2014, contre +0,7 % en 2012) et des gains de parts de marché de plusieurs pays (Espagne, Portugal et Grèce notamment)

Graphique 15. Variation de dette des agents entre fin 2007 et 2013



Sources : BCE, Eurostat, Flow of Funds.

Graphique 16. Corrélation entre impulsions budgétaires et variation de la dette des ménages



Sources : BCE, Eurostat, Flow of Funds.

sur les marchés extérieurs à la zone. La croissance de la demande adressée resterait cependant modeste si l'on compare l'augmentation attendue en 2014 à la croissance moyenne des années d'avant-crise, 7 % l'an. Cette timide reprise des exportations ne serait pas en mesure de permettre la mise en place d'un cercle vertueux de redémarrage généralisé de la croissance en 2014 : peu de créations d'emploi dans les pays où le cycle de productivité est très dégradé (en France ou en Italie) et la déflation salariale dans un contexte de chômage de masse pèsera sur le revenu des ménages (dans les pays du sud de la zone euro principalement). La consommation des ménages serait donc atone. En revanche, l'investissement pourrait bénéficier de ce regain de commerce et du démarrage d'un nouveau cycle de renouvellement-modernisation des équipements, d'autant plus si la normalisation des taux monétaires se répercute sur les taux des crédits aux entreprises. Ce scénario est cependant dépendant de la conjoncture internationale et les tensions actuelles font peser des risques non négligeables sur la croissance de la zone euro.

États-Unis : déblocage imminent…

Engagée depuis la fin de l'année 2009, la reprise s'est poursuivie aux Etats-Unis à un rythme modéré. Après 1,8 % en 2011 et 2,8 % en 2012, la croissance a ralenti fin 2012. Frappée par les mesures d'ajustement budgétaire décidées en début d'année à la suite des négociations autour du *fiscal cliff*, elle est passée en rythme annuel à 1,6 % au deuxième trimestre 2013. Ce choc vient interrompre une reprise encore fragile. De par son faible contenu en emploi, cette reprise s'est avérée insuffisante pour enclencher une véritable dynamique de la demande. Tant que cette situation durera, le marché du travail restera bloqué et la croissance américaine ne suffira pas à refermer un écart de production négatif, d'environ 3 % du PIB. D'autant que le changement de discours de la Réserve fédérale sur sa politique monétaire non conventionnelle s'est déjà traduit par la hausse des taux d'intérêt à long terme et que l'importance de la dette publique (16 738 milliards de dollars, soit 100,5 % du PIB à la fin du deuxième trimestre 2013) maintient la pression sur l'ajustement budgétaire. En 2013, l'impulsion budgétaire négative devrait rester significative (-1,5 point de PIB), du fait de :

— l'American Taxpayer Relief Act voté le 2 janvier : les hausses d'impôts supportées par les plus riches ont représenté 0,7 point du revenu avant impôts des ménages ;
— du relèvement de 2 points des cotisations sociales payées par les salariés : elles représentent désormais 15,7 % de la masse salariale ;
— et des coupes dans les dépenses publiques effectives au 1er mars : 85 milliards de coupes dont la moitié affecte le département de la Défense, et dont 42 milliards sont effectives avant la fin de l'année fiscale 2013.

La croissance ne dépasserait pas 1,5 % en 2013 et pourrait accélérer autour de 2,5 % en 2014 et en 2015.

Ce scénario ne prend pas en compte l'impact de la crise budgétaire qui s'est déclarée au 1er octobre, début de l'exercice fiscal 2014. Faute d'un accord au Congrès sur le budget 2014, les administrations fédérales ont dû fermer leurs portes et les dépenses, soumises à l'approbation des élus du Congrès, n'ont pu être engagées (voir Shutdown : l'Amérique sur la sellette). Simultanément, la dette du gouvernement fédéral ayant atteint son plafond autorisé, le Trésor honore ses engagements (renouvellement de la dette, paiement des charges d'intérêt et paiement des prestations sociales) sur la base de mesures exceptionnelles dont les ressources devaient s'épuiser le 17 octobre (voir Le déclin de l'empire américain). Dès lors, après plus de deux semaines de *shutdown*, les États-Unis auraient été en cessation de paiement si aucun accord n'avait été trouvé avant la fin octobre sur le relèvement du plafond de la dette.

Le 16 octobre, veille de la date fatidique du 17 octobre, les élus du Congrès américain sont enfin parvenus à un compromis budgétaire, qui autorise le financement des dépenses fédérales jusqu'au 15 janvier et qui permet le relèvement du plafond de la dette jusqu'au 7 février 2014. Les administrations fédérales vont réouvrir jusqu'au 15 janvier et les engagements financiers du Trésor pouvoir être honorés.

Les coupes brutales dans les dépenses de l'État, et la désorganisation qu'elles ont induites auprès du secteur privé du fait de la fermeture des administrations, devraient porter un coup à la croissance du quatrième trimestre. Néanmoins, les salaires des fonctionnaires du gouvernement fédéral seront versés et le retard

dans les dossiers non-traités, rattrapé avec le retour au travail des salariés.

Pas de croissance autonome dans les pays émergents

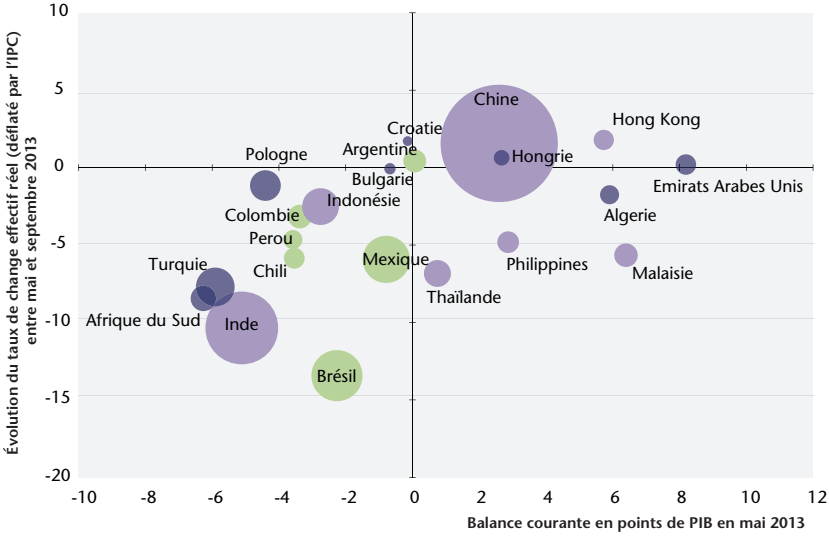
La conjoncture dans les pays émergents a subi un ralentissement plus important qu'anticipé, majoritairement dû à des facteurs cycliques. Alors que les pays développés sont en phase de stabilisation en zone euro et de reprise molle aux États-Unis, la croissance des pays émergents se tasse. D'une part les facteurs qui ont soutenu cette croissance après la crise de 2008 sont aujourd'hui beaucoup moins présents, et d'autre part les pays émergents ont subi de forts mouvements de change engendrés par l'annonce le 22 mai 2013 par la Réserve fédérale d'une éventuelle sortie du *Quantitative Easing*.

L'ensemble des pays émergents a mené des politiques monétaire et/ou budgétaire très accommodantes dès 2009 pour faire face au ralentissement brutal de l'économie mondiale, ce qui a vigoureusement soutenu leur croissance. Les capitaux ont alors afflué vers ces pays, favorisant l'expansion du crédit et l'assouplissement des conditions monétaires. Un certain nombre de pays se sont ainsi trouvés en situation de surchauffe, avec un emballement de l'inflation (Brésil, Inde, Russie) ou du prix des actifs (immobilier en Chine). Les pays exportateurs de matières premières ont aussi bénéficié du soutien généré par la hausse des prix du pétrole et des produits de base qui a accompagné la vigueur de la demande chinoise en 2009/2010.

Mais l'heure est aujourd'hui à la normalisation des conditions monétaires et au renforcement des fondamentaux, rendus nécessaires par les risques associés à une future remontée des taux directeurs américains. Les pays présentant une vulnérabilité accrue du point de vue des déficits extérieur et/ou budgétaire ont en effet été les plus touchés par les sorties de capitaux entre mai et septembre 2013 (Inde, Indonésie, Brésil). Ces trois pays ont été contraints de remonter leurs taux d'intérêt directeurs afin de faire face aux pressions inflationnistes et de soutenir leur monnaie. Le graphique 17 indique une corrélation significative entre le niveau du solde de la balance courante en mai 2013 et l'évolution du taux de change dans les mois qui ont suivi l'annonce d'un resserrement

de la politique monétaire américaine. Globalement, les pays d'Amérique latine ont été plus touchés que les pays asiatiques, car leurs fondamentaux sont moins solides et leurs réserves de change plus faibles. Les pays d'Europe centrale et orientale ont curieusement été épargnés par les retraits massifs de capitaux, alors que leurs devises avaient été parmi les plus touchées en 2009. Une explication pourrait être que ceux-ci n'avaient pas connu de retour massif des capitaux en 2010/2011, limitant ainsi leurs sorties.

Graphique 17. Balance courante et évolution du taux de change effectif réel



Source : BRI, calculs des auteurs.

Par ailleurs, le ralentissement de l'économie mondiale en 2011 et 2012 a pesé sur le cours des matières premières et de l'énergie et l'on s'oriente vers une stabilisation des prix, qui priverait les pays producteurs d'un important soutien à la consommation (Amérique latine, Russie, Indonésie, Thaïlande, Malaisie). En premier lieu, la croissance **russe** a pâti de la décrue des recettes pétrolières au premier semestre 2013. L'économie russe reste très dépendante des matières premières non-agricoles, qui représentent 70 % des exportations et la moitié des revenus de l'État. Avec une production industrielle qui stagne et un investissement qui recule, la Russie continue à souffrir de la « maladie hollandaise » et voit son indus-

trie « plomber » un peu plus chaque année son potentiel de croissance. La croissance russe repose principalement sur l'expansion de la consommation, en partie alimentée par les ressources pétrolières et gazières, qui ralentit depuis le début d'année. Dans ce contexte, les marges de manœuvre en matière de politique économique apparaissent mesurées, dans la mesure où la baisse des recettes pétrolières contraint les possibilités de relance budgétaire, et où la banque centrale voit sa politique monétaire entravée par la progression du crédit, des sorties importantes de capitaux privés et un risque de surchauffe. À l'horizon de notre prévision, et compte tenu de nos prévisions de prix des matières premières, la croissance devrait donc se maintenir sous la barre des 3 %.

Au **Brésil**, la croissance du PIB devrait être en moyenne annuelle à peine supérieure à 3 % en 2013 et 2014, insuffisante pour ramener le PIB vers sa trajectoire de long terme. Cependant, la reprise au deuxième trimestre 2013 marque le succès du *policy mix* de 2011 et 2012. La hausse des dépenses en infrastructures touristiques et de transport, pour préparer la Coupe du monde football de 2014 et les Jeux olympiques de 2016, ainsi que la distribution de prêts aux entreprises *via* la Banque nationale de développement économique et social ont eu raison de la stagnation économique qui s'installait en 2009. Mais si l'activité est repartie, elle s'est faite alors que les tensions inflationnistes étaient encore présentes sous l'effet d'un marché du travail tendu, notamment dans l'industrie. En juin dernier, l'inflation a atteint 6,7 %, soit au-dessus de la borne haute de la bande 2,5-6,5 % visée par la banque centrale. Or, il en va de la crédibilité des autorités monétaires qui jouent sur l'ancrage des anticipations de prix à moyen terme. Simultanément, le déficit courant, qui était resté autour de 2,1 % entre 2010 et mi 2012, s'est creusé à 3,2 % au deuxième trimestre 2013. Face au retrait des investisseurs étrangers du Brésil et à la chute du real contre le dollar pendant l'été dernier, la banque centrale est dès lors confrontée à un dilemme : soutenir une croissance déjà molle en limitant la hausse des taux d'intérêt, ou bien tout faire pour respecter la cible d'inflation. Garante de la stabilité des prix, elle a opté pour un mélange entre pragmatisme et d'orthodoxie : le taux directeur SELIC a été relevé de 7,25 % à 9 % depuis avril et des accords de *swaps* de devises ont été pris depuis fin mai entre

banques centrales pour éviter que le real ne s'effondre davantage et limiter l'inflation importée.

La **Chine** a mis fin à son plan de relance de 13 points de PIB, initié en 2009 et qui a généré une forte hausse de l'endettement des collectivités locales. La politique d'investissements massifs menée jusqu'à présent a eu pour conséquences des capacités excédentaires et des rendements du capital décroissants, ainsi qu'une dégradation rapide de l'environnement (pollution de l'air, des sols, des nappes phréatiques, etc.). Le gouvernement chinois, conscient de la non soutenabilité d'une telle trajectoire, a changé son fusil d'épaule et opté en juillet pour un mini plan de relance orienté vers des exemptions fiscales pour les PME exportatrices et une facilitation de l'accès au crédit. Loin des 10% de croissance qui prévalaient avant la crise, la Chine devrait enregistrer une hausse du PIB de 7,2% en 2014 et 2015.

L'économie **indienne** a sensiblement ralenti en 2012, avec une croissance de 3,2 % contre 8 à 9 % auparavant. Un manque de confiance des investisseurs (5 % des actifs détenus par les investisseurs ont été vendus), des tensions inflationnistes (+11 % en août 2013) et une faible demande des pays occidentaux expliquent la dégradation de l'activité de la troisième puissance économique. Parmi les pays émergents, l'Inde a été la plus affectée par les sorties de capitaux. L'Inde souffre en effet de deux déficits importants : un déficit budgétaire (9,5 % du PIB) et un déficit de la balance des paiements courants (3,8 % du PIB, soit bien au-delà du seuil de 2,5 % jugé tolérable par la banque centrale indienne). Depuis mai 2013, sa monnaie s'est dépréciée de plus de 17 % face au dollar. Les autorités monétaires ont décidé de réduire la liquidité au sein de l'économie, sans pour autant augmenter leur principal taux directeur, et instauré le 14 août 2013 un contrôle des changes. Ces mesures n'ont pas permis d'enrayer la baisse de la roupie, qui a atteint son plus bas historique en septembre, ni la correction de la bourse indienne. Mais elles ont été suffisantes pour contenir les sorties de réserves de change. Le déficit courant pourrait se creuser davantage du fait de la hausse de la facture pétrolière, dont le pays est un grand importateur. Enfin, à l'approche des élections prévues pour mai 2014, l'agenda de réformes économiques est au point mort. La croissance devrait repartir, mais à des rythmes plus modérés que par le passé (5,5% en 2014 et 5,9% en 2015).

Les perspectives ne sont donc pas florissantes pour les pays émergents, et l'on voit mal comment ceux-ci pourraient soutenir franchement la reprise naissante en zone euro. Certes la dépréciation des taux de change et le rebond de la demande mondiale sont des signes positifs pour le secteur exportateur, mais les pays émergents n'ont jusqu'à présent pas fait preuve d'une autonomie de la demande intérieure en situation de conjoncture mondiale dégradée. Or le soutien de la politique budgétaire sera bridé par la nécessité d'apurer leur situation d'endettement public (Argentine, Inde, Malaisie, Pologne, République Tchèque, Hongrie) tandis que les marges de manœuvre de la politique monétaire seront globalement limitées et leur effet diminué par les tensions sur les taux longs publics et la hausse des primes de risque sur la dette externe (encadré 4).

Encadré 4. Les risques d'un durcissement rapide de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes

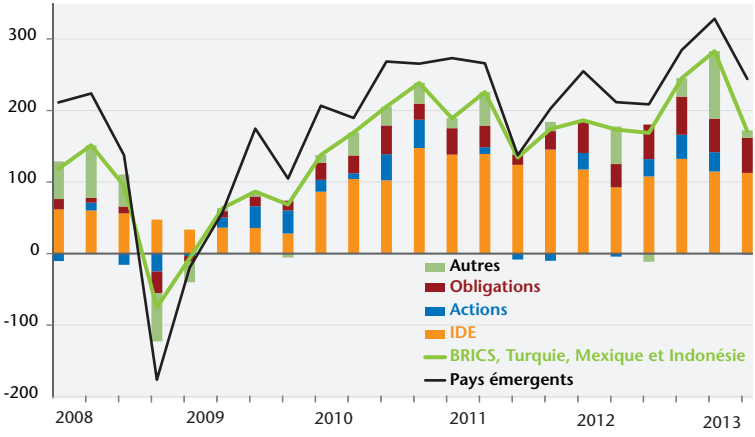
À partir de la mi-2011, la crise des dettes publiques en zone euro s'est traduite par un creusement des écarts entre le taux moyen en zone euro et les taux longs aux États-Unis (voir graphique 13). Cet écart s'est ensuite progressivement résorbé, traduisant un début de normalisation des taux d'intérêt dans un premier temps en zone euro, puis aux États-Unis à partir du mois de mai 2013 : à partir de cette date, le taux long américain augmente fortement. Il passe de 1,6 % début mai 2013 à près de 3 % début septembre, sous l'effet de l'annonce par la Réserve fédérale américaine d'un arrêt prochain de la politique d'assouplissement budgétaire. Cette hausse a ensuite été tempérée par la décision de la Réserve fédérale de ne pas diminuer ses achats d'actifs le 18 septembre 2013.

Ces mouvements de taux d'intérêt ont eu de fortes répercussions sur les marchés financiers des pays émergents et se sont traduits par des sorties massives de capitaux pour certains pays, et par un moindre afflux net de capitaux vers les pays émergents dans leur ensemble au 2e trimestre 2013 (graphique 18).

Les taux de change nominaux face au dollar se sont globalement dépréciés entre avril et septembre 2013 (graphique 19), l'ampleur de la dépréciation allant de 5 % pour la Colombie à plus de 15 % pour l'Inde et l'Indonésie. Les pays les plus touchés (Inde, Indonésie, Brésil, Afrique du Sud et Turquie) sont aussi les pays qui ont connu une dégradation plus marquée de leurs fondamentaux (balance commerciale, inflation, déficit public).

Graphique 18. Flux nets de capitaux vers les pays émergents

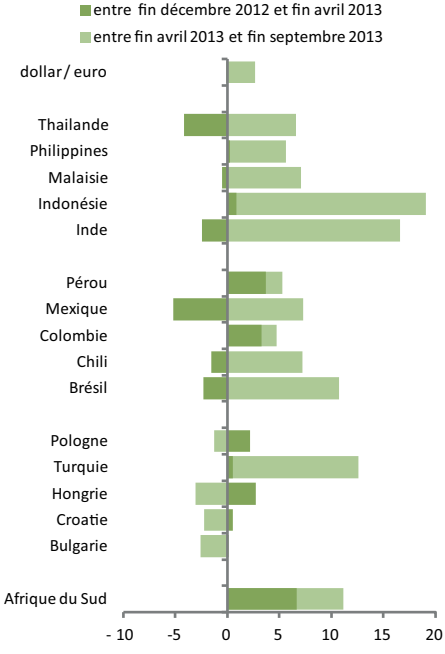
En milliards de dollars, flux trimestriels



Source : International Institute of Finance.

Graphique 19. Évolution des taux de change vis-à-vis du dollar

En %

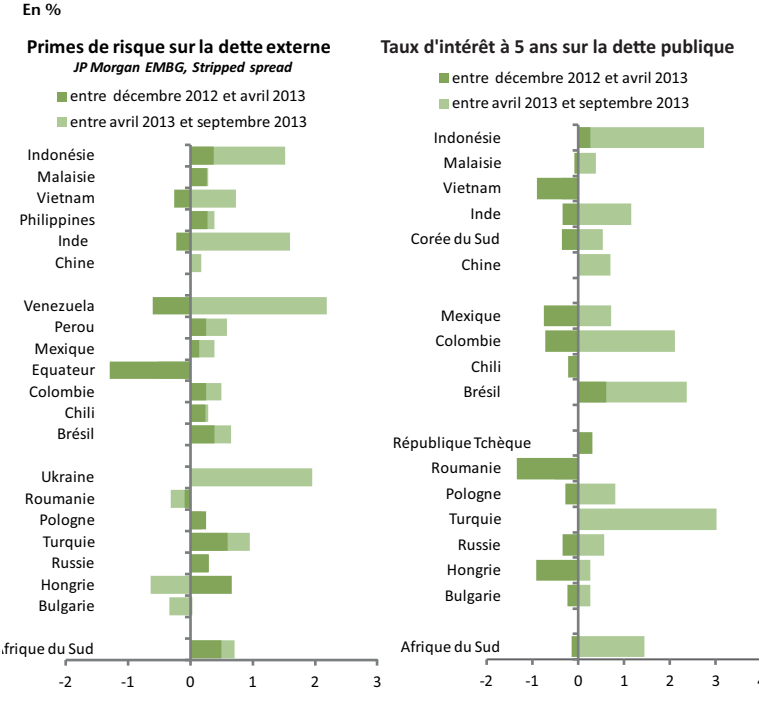


Note : pour les pays émergents, une évolution positive indique une dépréciation du taux de change par rapport au dollar. Par contre, une évolution positive du cours dollar/euro indique une appréciation de l'euro par rapport au dollar.
Source : Datastream.

Par contre les pays d'Europe centrale et orientale n'ont globalement pas été touchés. Leur taux de change s'est même légèrement apprécié par rapport au dollar, suivant ainsi l'appréciation de l'euro par rapport à l'ensemble des monnaies des pays émergents et au dollar. Les évolutions respectives des taux de change indiquent clairement des mouvements de capitaux des pays émergents vers la zone euro, et vers les États-Unis dans une moindre mesure.

Dès lors, les conditions de financement se sont durcies pour les économies émergentes. Les taux d'intérêt longs se sont tendus parallèlement à la hausse des taux longs américains (graphique 20), avec des hausses allant de 1 à 3 points de pourcentage pour l'Inde, l'Afrique du Sud, la Colombie, le Brésil, l'Indonésie et la Turquie. Les primes de risque sur la dette externe, qui s'ajoutent à la hausse des taux longs américains[5], ont aussi fortement augmenté (graphiques 20 et 21).

Graphique 20. Évolution des taux d'intérêt à 5 ans et des primes de risque

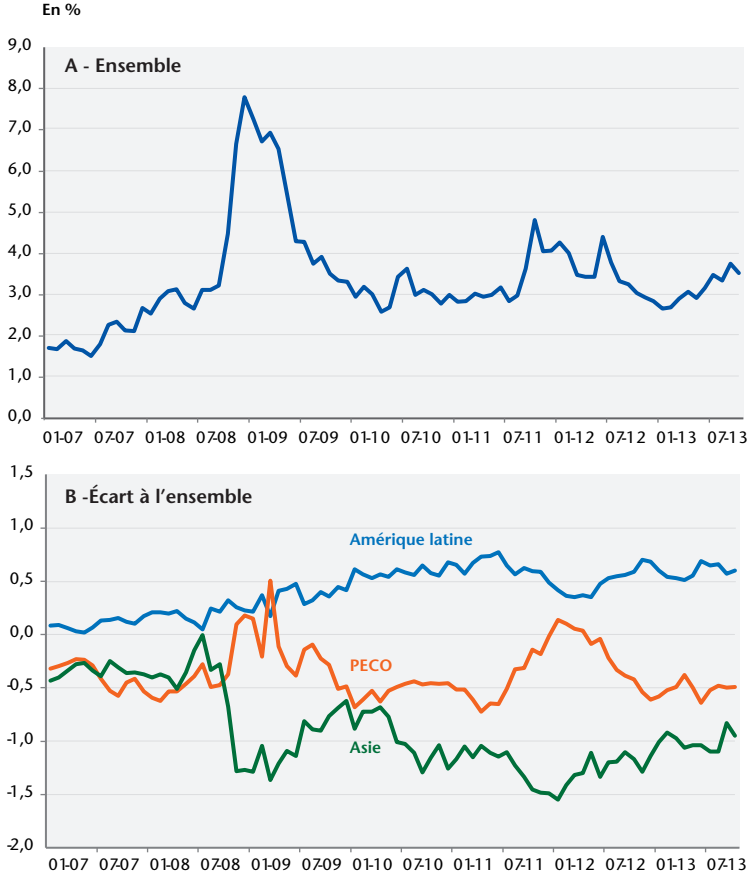


Source : Datastream.

5. La prime de risque est calculée en référence au taux d'intérêt sur les titres à long terme du Trésor américain.

Compte tenu de notre scénario de maintien d'une politique monétaire américaine accommodante à l'horizon de notre prévision, nous n'avons pas inscrit de prolongement de la dégradation des conditions de financement pour les pays émergents. Par contre, un durcissement plus rapide de la politique monétaire de la Réserve fédérale se traduirait par de nouvelles sorties de capitaux des émergents vers la zone euro et les États-Unis, entraînant des dépréciations des taux de change des émergents et un nouveau durcissement de leurs conditions de financement. La dépréciation des changes soutiendrait les exportations, mais l'inflation importée supplémentaire forcerait les banques centrales des pays émergents à durcir à nouveau leur politique monétaire, freinant ainsi la demande interne des pays émergents.

Graphique 21. Primes de risque sur la dette externe des pays émergents*

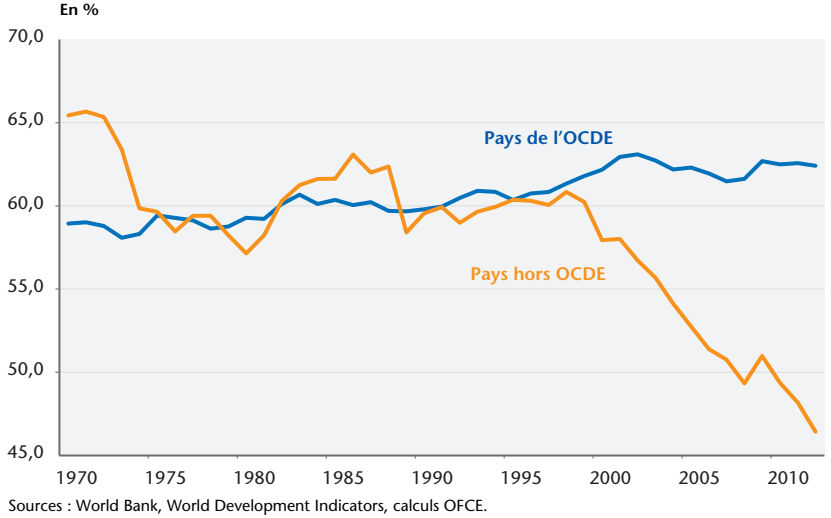


*JP Morgan EMBI Global – *stripped spreads*
Source : Datastream.

La transition vers un modèle de croissance plus autonome se fait de plus en plus pressante, alors que les perspectives à moyen terme de grands pays comme la Chine et la Russie seront bridées par des facteurs démographiques. En Chine, la population active va commencer à diminuer dès 2014 et l'excédent de main-d'œuvre disparaîtrait vers 2020. La productivité globale des facteurs ralentirait au fur et à mesure du rattrapage technologique chinois. En Russie, l'insuffisance des infrastructures physiques et un climat des affaires peu porteur pénalisent la croissance potentielle. Dans ces deux pays, seules des réformes fondamentales permettraient un rééquilibrage du modèle de croissance qui leur assurerait l'autonomie de la demande intérieure.

Le graphique 22 montre une très forte réduction de la part de la consommation privée dans le PIB des pays émergents depuis 2000, alors que celle-ci est en légère augmentation dans les pays de l'OCDE. La crise de 2009 n'a que temporairement interrompu la tendance, du fait d'un effondrement de la demande étrangère. Malgré la contribution significative des pays émergents à la croissance mondiale, ce graphique est révélateur des difficultés rencontrées par ces pays pour adopter un modèle économique proche de celui des pays développés et capable de prendre le relais de la croissance.

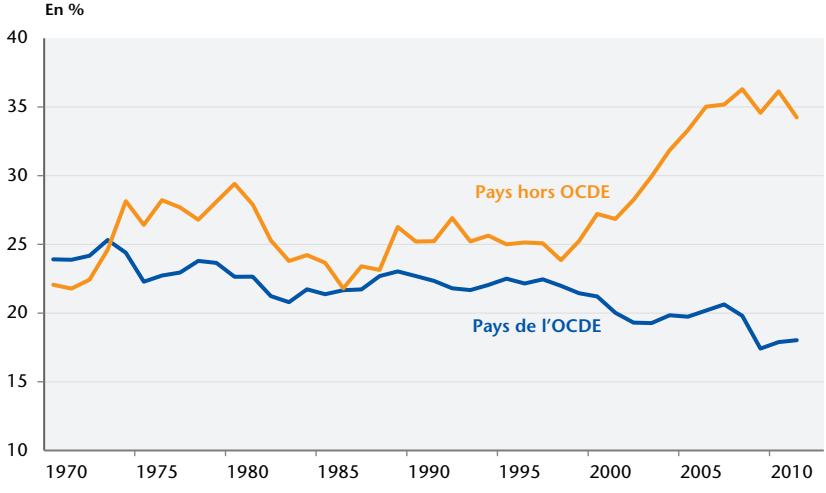
Graphique 22. Part de la consommation privée dans le PIB



Sources : World Bank, World Development Indicators, calculs OFCE.

En Asie en particulier, le niveau élevé du taux d'épargne est un frein récurrent à l'expansion de la consommation des ménages. Le taux d'épargne a augmenté de 10 points de PIB entre 1998 et 2008, accompagnant la montée en puissance des excédents courants et des réserves de change (graphique 23). A la suite des crises financières de la fin des années 1990, un grand nombre de pays émergents a cherché à assainir sa situation d'endettement extérieur afin de se prémunir contre de nouvelles crises. Le taux d'épargne s'est stabilisé depuis l'éclatement de la crise de 2008, mais rien n'indique un retour prochain vers les niveaux qui prévalaient dans les années 1990.

Graphique 23. Part de l'épargne domestique dans le PIB



Sources : World Bank, World Development Indicators, calculs OFCE.

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 €=...$	1,31	1,28	1,24	1,28	1,32	1,31	1,31	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,28	1,32	1,35
1 $=...Yen	78,8	80,1	78,7	79,9	97	99,8	99	100	100	100	100	100	79,4	99	100
1 £=...euros	1,20	1,23	1,26	1,25	1,18	1,18	1,17	1,19	1,2	1,2	1,2	1,2	1,23	1,18	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	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	0,6	0,5
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	2,0	1,8	1,6	1,7	2,1	2,2	2,7	2,7	2,9	3,2	3,5	3,5	1,8	2,4	3,3
JPN	1,0	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	0,9	0,6	1,0
EUZ	3,7	3,4	2,9	2,2	2,9	3,0	3,1	3,0	3,2	3,3	3,5	3,5	3,1	3,0	3,4
GBR	2,1	1,9	1,6	1,8	2,1	2,1	2,5	2,7	3,0	3,3	3,5	3,5	1,9	2,3	3,3
Prix du pétrole Brent, en $[1]	110	113	110	110	113	103	111	116	110	105	105	105	111	110	106
Prix du pétrole Brent, en €[1]	84	88	88	86	85	78	84	86	81	78	78	78	86	83	79
Matières premières industrielles[2]	2,5	-4,9	-6,9	2,7	5,6	-7,4	-0,4	2,0	2,2	3,3	4,2	4,0	-15,8	-2,8	7,4

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 octobre 2013.