



**HAL**  
open science

## Le syndrome du poisson rouge

Céline Antonin, Marion Cochard, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Céline Antonin, Marion Cochard, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, et al.. Le syndrome du poisson rouge : Perspectives 2011-2012 pour l'économie mondiale. Revue de l'OFCE, 2011, 117, pp.9 - 42. 10.3917/reof.117.0009 . hal-03473797

**HAL Id: hal-03473797**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03473797>**

Submitted on 10 Dec 2021

**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 syndrome du poisson rouge \*

## Perspectives 2011-2012 pour l'économie mondiale

OFCE, Centre de recherche  
en économie de Sciences Po  
Département analyse  
et prévision

*Au second semestre 2010, l'économie mondiale a confirmé le redressement engagé à la mi-2009. Il convient néanmoins de relativiser la portée de ce redressement car les économies développées sont loin d'avoir apuré les conséquences de la récession. Tous les grands pays industriels affichent encore des niveaux de PIB par habitant inférieurs au point haut du premier trimestre 2008 ; le chômage, s'il a interrompu sa progression, reste à des niveaux rarement observés dans le passé. Ce diagnostic d'une dérive des économies vers la déflation est brouillé par la hausse des prix des matières premières qui ranime le débat sur l'opportunité d'un resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps se profile un redressement des finances publiques mises à mal par les politiques de soutien et le jeu des stabilisateurs automatiques durant la crise.*

*En conduisant des politiques restrictives trop précocement et simultanément, les gouvernements, sous la pression des marchés, prennent le risque de brider une reprise fragile et, finalement, de retarder la réduction des déficits. Le retour aux politiques keynésiennes de soutien de la demande aura été éphémère.*

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2011. Il a été rédigé par Céline Antonin, Marion Cochard, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Mathieu Plane et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Eric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danielle Schweisguth. Il intègre les prévisions disponibles au 7 avril 2011.

La plus formidable panique bancaire et financière de l'histoire moderne à peine traversée, elle est déjà oubliée. Face à une récession sans équivalent depuis la Seconde Guerre mondiale, qui a frappé les pays développés et menacé nos économies de la rupture complète, les États ont engagé des politiques économiques de prêts massifs au secteur bancaire et à l'activité. Un schéma de prêts en urgence, par le biais de garanties publiques de plusieurs milliers de milliards de dollars, une baisse brutale des taux d'intérêt et des politiques monétaires non conventionnelles ont été décidés en urgence pour soutenir à bout de bras un secteur financier global qui implosait, incapable d'assurer ses propres engagements. Les États ont ainsi garanti, soutenu et sauvé de la faillite la délicate chaîne de dépendances qui caractérise notre monde financiarisé.

Lorsqu'il s'est avéré que les conséquences de l'effondrement potentiel du secteur financier iraient au-delà d'une simple crise de liquidité et que c'était à la fois le financement de l'économie et la valorisation des actifs productifs qui étaient compromis, il est apparu clairement que les économies développées entreraient dans une récession exceptionnelle. À nouveau, la contribution des États, c'est-à-dire l'engagement de la collectivité solidaire, a été forte : soutien à l'activité par des plans de relance de quelques points de PIB, financement de l'économie en substitution des banques, hausse des déficits publics par le jeu des stabilisateurs automatiques, transformation des dettes privées – dont la gestion n'était plus possible par les contrats privés – en dette publique.

Aujourd'hui, le secteur financier émerge de la crise. Les banques accumulent à nouveau des profits, profitant de conditions de refinancement garanties et particulièrement avantageuses pour financer du bout des doigts des économies qui sont encore fragiles. La chute de l'économie non financière s'est achevée et a laissé place à un modeste rebond, alimenté par le retour à la normale de l'offre de financements à l'économie privée malgré le peu de dynamisme de la demande. Ainsi l'activité reprend-elle, bien que le chômage soit élevé et que les stigmates hérités du plus fort de la crise marquent encore les bilans des entreprises. Mais, dans le même temps, et parce que cela a été délibéré, les déficits publics se sont creusés et les dettes ont gonflé.

Effrayés par ces déficits ou ces dettes, convaincus que certains pays ne sont plus solvables, beaucoup prônent la rigueur : normalisation de la politique monétaire et consolidation de la politique budgétaire sont les euphémismes utilisés pour caractériser la stratégie consensuelle de politique économique. Comme un poisson rouge dans son aquarium que l'absence de mémoire longue empêche de comprendre qu'il tourne en rond, on a oublié que la situation budgétaire actuelle résulte d'un choix délibéré qui avait été fait pour empêcher que l'économie mondiale ne s'enfonçe dans le chaos. Terrifié par les dettes publiques, on semble oublier qu'elles ne sont en fait que des dettes privées qui n'étant plus soutenables en tant que dettes privées ont dû être socialisées.

Mais, alors que tout indique que les conséquences de la crise ne sont pas absorbées, que le chômage est massivement involontaire, que des dettes privées menacent encore de se révéler, ici ou là, insoutenables, et qu'il faudra encore les transformer en dettes publiques, on s'engage, particulièrement en Europe, dans un resserrement budgétaire sans précédent sous la pression de marchés que l'on a, il y a quelques trimestres seulement, sauvés du désastre. Or, pour la même raison qui a fait que les stabilisateurs et les plans de relance ont contribué à enrayer la spirale récessive, le jeu inverse des mêmes stabilisateurs et les politiques budgétaires restrictives vont peser sur l'activité.

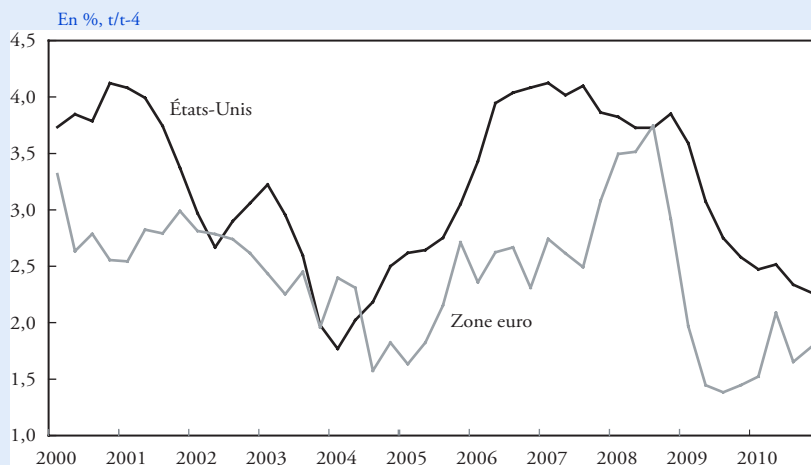
Si, par un *tewari*<sup>1</sup>, on fait abstraction de la dynamique économique qui s'est déroulée depuis le début de l'année 2008 et que l'on ne regarde que le point d'arrivée du quatrième trimestre de l'année 2010, les pays développés apparaissent comme étant toujours frappés par la plus forte récession depuis la Seconde Guerre mondiale (graphique 2, tableau 2). En France et en Allemagne, l'activité a baissé de 1,5 % ; aux États-Unis elle n'a pas augmenté, en Italie ou au Royaume-Uni elle a baissé de plus de 4 points. À côté de ces chiffres, l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000 ou la récession de 1993 sont de simples incidents conjoncturels. Pourtant, bien qu'enlisés dans une récession profonde, la plupart des pays se sont engagés dans une phase de consolidation budgétaire, conduisant à une orientation budgétaire cumulée depuis 2008 neutre à l'horizon 2012 en France, encore expansive aux États-Unis, au Japon ou en Allemagne, et franchement restrictive en Italie, en Espagne ou au Royaume-Uni. La (re)conversion aux politiques keynésiennes de soutien de la demande agrégée aura donc été de courte durée.

Or, bien que la politique monétaire reste expansionniste, on peut toujours diagnostiquer une situation de type trappe à liquidité : les taux d'intérêt ne sont pas suffisamment bas pour compenser la faible rentabilité des investissements, mise à mal par les pertes accumulées, au moment où les anticipations d'activité sont marquées par les surcapacités et où celles d'inflation flirtent avec la déflation. L'inversion de l'orientation budgétaire s'ajoutera à l'incapacité de la politique monétaire à stimuler les activités productives. Le chômage ne baissera pas et l'activité ne reprendra pas suffisamment pour éponger les conséquences de deux années de chute brutale de la production. Le lent et insidieux processus déflationniste continuera d'enfermer l'économie des pays développés dans une dynamique perverse : la recherche de l'équilibre budgétaire par la restriction ne fait que rendre cet équilibre budgétaire plus difficile à atteindre. La restriction appelle plus de restriction et l'appréciation réelle des dettes pèse sur l'activité. La crainte de la faillite des États fragiles alimente la croyance en la nécessité de la purge budgétaire.

---

1. Terme du jeu de Go qui désigne un raisonnement consistant à se demander ce que nous penserions de la situation actuelle si nous l'avions atteinte par un autre chemin.

Graphique 1 : Évolution des salaires nominaux aux États-Unis et en zone euro



Source : comptabilités nationales.

Certes, les pays émergents semblent avoir traversé la crise d'une façon enviable. La croissance s'y est infléchie mais a repris son cours rapidement. Le mécanisme de rattrapage est une force qui résiste à bien des secousses. Partant d'un niveau de développement égal au cinquième de celui des pays développés, ayant accès à une technologie et à des financements permettant d'atteindre en quelques décennies ce même niveau de développement, la croissance des pays émergents ne peut s'essouffler que pour des raisons internes plus impérieuses qu'une récession, aussi intense soit elle, dans les pays développés. Partant, la pression sur les matières premières ne peut s'interrompre, poussant les prix des produits pétroliers à la hausse.

Ce dernier facteur brouille la situation des pays développés. L'inflation semble résister à la perte d'activité et on en profite, ici ou là, pour justifier un resserrement de la politique monétaire. Pourtant, ce ne sont pas de vraies pressions inflationnistes qui se manifestent ainsi. On constate au contraire que les salaires dans les pays développés ralentissent, soumis à la pression du chômage (graphique 1). La hausse des prix des matières premières n'induit donc pas un processus inflationniste cumulatif mais réduit le revenu réel dans les pays consommateurs. Dans les pays producteurs, l'augmentation de la rente sera dépensée en partie, compensant par là ce que l'économie mondiale aura perdu par le moindre pouvoir d'achat des pays consommateurs. Mais si cela débouche sur un resserrement de la politique monétaire, paradoxalement, le surcroît d'inflation va engendrer un risque déflationniste plus fort.

## Trois ans perdus

Après une année 2009 qui s'est avérée, pour l'économie mondiale, comme la pire depuis la Grande Crise des années 1930, avec une récession généralisée à presque toutes les zones, l'année 2010 a été celle du redémarrage de l'activité. Toutes les économies affichent une croissance positive, sauf les quelques pays de la zone euro en proie à de grandes difficultés budgétaires, l'Espagne, la Grèce et l'Irlande (tableau 1).

Cette reprise compte bien entendu au nombre des bonnes nouvelles en ce qu'elle témoigne de l'enrayement de la spirale récessive qui s'était enclenchée en 2008. Elle a permis une stabilisation du chômage et une diminution des déficits publics plus ample qu'anticipé. Mais il convient aussi d'en relativiser la portée car elle est loin d'avoir éliminé les conséquences négatives de la récession.

À l'exception des États-Unis, tous les grands pays industriels affichent des niveaux de production inférieurs au point haut du premier trimestre 2008 (tableau 2). Les pays les plus touchés sont l'Italie, le Japon, l'Espagne et le Royaume-Uni, avec des pertes comprises entre 5,2 % et 4,6 %. Dans le groupe des pays les moins touchés par la récession, comme la France, ou ayant le plus récupéré sur leur point bas, comme l'Allemagne et les États-Unis, les pertes de production sont, à la fin de 2010, environ trois fois plus faibles que dans les pays les plus en retard, quand elles ne sont pas annulées comme aux États-Unis.

En termes de PIB par tête, indicateur qui rapporte la richesse créée par un pays à sa population pour apprécier le niveau de vie de ses habitants, aucun pays n'a effacé les effets de la récession (graphique 2, tableau 2). La hiérarchie des pays est peu modifiée : on trouve en queue de peloton l'Italie, le Japon, le Royaume-Uni et l'Espagne, avec pour ces deux derniers pays, compte tenu du dynamisme de leur population, un creusement conséquent des effets de la récession par rapport à la simple évolution du PIB. Les pays les moins affectés sont encore la France, l'Allemagne, du fait de la faiblesse de la croissance de sa population, et les États-Unis qui, en PIB par tête, retrouvent un écart négatif avec la situation d'avant récession.

La faiblesse de la reprise au regard de l'ampleur de la récession laisse subsister, à la fin 2010, un écart considérable des PIB à leurs potentiels respectifs si l'on prend pour référence la tendance qui s'était instaurée avant la récession (graphiques 2). Mais même à supposer que ce sentier de croissance, illusoire car bâti sur des effets de richesse engendrés par les bulles immobilières et financières de la décennie 2000, ait disparu pour faire place à une trajectoire moins pentue, les écarts de production restent négatifs (encadré 1).

**Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

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

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

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Tableau 2 : Quelques indicateurs économiques de base

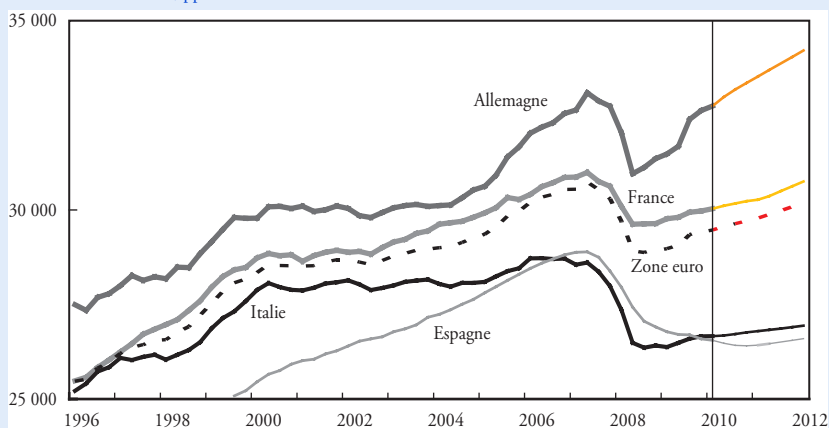
2008q1/2010q4	France	Allemagne	Italie	Japon	États-Unis	Royaume-Uni	Espagne
PIB/habitant (en %)	-3,1	-1,1	-6,8	-4,1	-2,4	-6,1	-8,1
PIB (en %)	-1,6	-1,4	-5,2	-4,2	+0,2	-4,6	-4,3
Chômage (en points)	+2,0	-1,0 (-0,8*)	+2,1	+1,1	+4,7	+2,7	+11,3

\* Pour l'Allemagne, le chiffre entre parenthèses réintègre les effectifs en chômage partiel dans le chômage au *pro rata* du nombre d'heures travaillées.

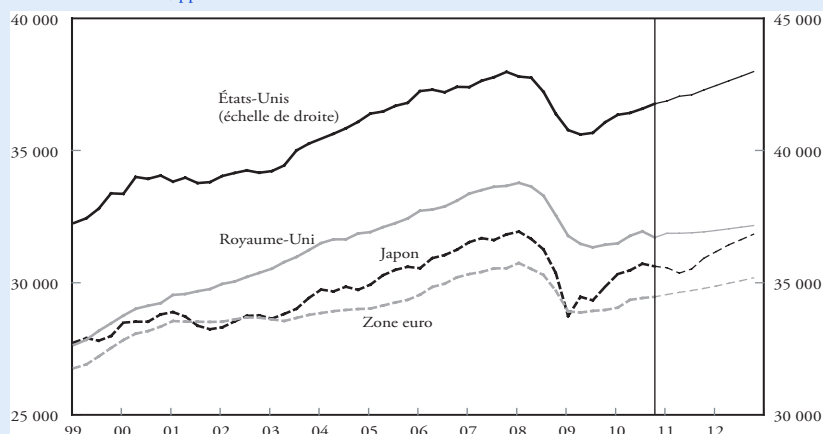
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphiques 2a et b : PIB par tête en parité de pouvoir d'achat

Dollars 2005, ppa



Dollars 2005, ppa



Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.



### Encadré 1 : Quel est l'écart de production ?

La chute de l'activité dans les pays développés est-elle permanente ou temporaire ? La crise a-t-elle remis en cause la trajectoire de croissance potentielle des économies ou est-elle un écart transitoire à une trajectoire définie par les ressources et les technologies disponibles ?

Dans le premier cas, l'activité sera toujours plus basse que ce qu'elle aurait pu être dans le scénario hypothétique « sans crise ». Outre une perte de richesse, la révision brutale de l'anticipation d'activité que nécessite la crise remet en cause l'équilibre des finances publiques. Moins d'activité signifie mécaniquement moins de recettes alors que les dépenses, hors stabilisateurs automatiques, évoluent pour une part indépendamment de l'activité (sous l'effet de la démographie par exemple). Si l'impact de la crise est permanent, les taux de prélèvement et les règles de dépenses publiques conduisent à un déficit structurel tant qu'aucun ajustement budgétaire n'est réalisé. Numériquement, entre ce que l'on mesure à la fin de l'année 2010 et la trajectoire antérieure qu'auraient pu suivre les économies à partir du début de l'année 2008, l'écart de production est de 5 points de PIB en moyenne pour les pays développés (avec de fortes disparités, allant de plus de 10 points pour l'Espagne à 1,5 point pour l'Allemagne). En supposant que cet écart soit définitif et que la trajectoire à partir de maintenant soit parallèle à celle hypothétique « sans crise », l'écart de production implique un ajustement drastique des finances publiques de l'ordre de 5 points de PIB.

Dans le second cas, en revanche, l'écart entre le niveau actuel et le niveau hypothétique peut se combler. La crise n'aurait pas eu d'impact sur le niveau potentiel, puisque les technologies, le stock de capital ou les ressources en main-d'œuvre ne sont pas perdues. Dans ce cas, il n'est pas nécessaire de procéder à un ajustement structurel des finances publiques. L'activité va augmenter à un rythme plus important que celui de la trajectoire potentielle. Le rattrapage peut s'effectuer « spontanément », par réallocation des ressources productives ; ou il peut être déclenché ou accéléré par une stimulation budgétaire ou monétaire. Une consolidation budgétaire trop précoce ou un durcissement monétaire enclenché trop tôt peuvent retarder le rattrapage sans pour autant remettre en cause sa possibilité.

Quelques trimestres après le déclenchement de la crise, le doute est permis sur l'occurrence du second cas de figure. L'activité peine à retrouver la trajectoire antérieure sans que l'on sache si c'est parce que le processus de crise poursuit son œuvre ou parce que les mesures de restrictions budgétaires brident une croissance qui aurait été plus forte en leur absence ou parce que les économies ont atteint leur nouvelle trajectoire potentielle d'après-crise. À l'appui de cette dernière analyse est souvent évoquée l'hypothèse *new normal* : après un gonflement de l'activité lié à l'existence d'une bulle globale, le retour à la raison du système de prix (auparavant faussé par la bulle, puisqu'une bulle ce sont des prix sans fondement) implique un niveau d'activité plus bas. Selon cette hypothèse, il ne faut pas attendre un rebond prononcé de la croissance, puisque c'est le niveau soutenable d'activité que nous avons atteint après la crise (écart au potentiel nul) et non un niveau dégradé (écart au potentiel négatif).

On peut cependant aborder la même question sous un angle différent : le chômage a connu une hausse spectaculaire et brutale au cours de la crise. Cette hausse du chômage ne peut pas être considérée comme une hausse du chômage d'équilibre (ou volontaire) : au cours de la crise, il n'y a pas de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Tout au plus, si on accepte l'hypothèse de la « bulle », une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital et en main-d'œuvre (par exemple trop de « cerveaux » trop rémunérés dans la finance) aurait découlé du système faussé des prix. Cette mauvaise allocation implique une reconversion qui peut prendre du temps et peut entraîner une hausse temporaire du chômage d'équilibre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité (du travail, du capital, des facteurs dans leur ensemble). Mais en tout état de cause, y compris dans l'hypothèse « bulle », rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre. Ainsi la situation

actuelle est bien une situation de production dégradée par rapport à celle que l'on pourrait avoir, sans inflation, avec la pleine utilisation de la main-d'œuvre disponible (*i.e.* quand le chômage a atteint son niveau d'équilibre).

Le pire n'est certainement pas la bonne mesure de l'ajustement budgétaire nécessaire. Face à l'incertitude (quel est le niveau d'activité potentiel après la crise? Quel sera le déficit structurel après la crise?), et compte tenu de l'impact de tout ajustement budgétaire sur l'activité (réduire les déficits réduit l'activité, avec un multiplicateur de l'ordre de 1 à court terme), il est important de ne pas engager de politique trop restrictive pour ne pas tomber dans le piège de la réalisation d'une anticipation erronée du potentiel de croissance effectif. La relative bonne surprise en matière de déficit et de croissance au cours de l'année 2010 dans plusieurs pays développés montre que les diagnostics très sombres en matière de potentiel ou de déficit structurel portés en début d'année 2010 étaient prématurés et infondés.

Le maintien d'écart de production négatifs laisse subsister, dans la plupart des pays, un important niveau de chômage que la reprise a tout juste permis de stabiliser (tableau 2). Et l'on ne saurait voir dans cette stabilisation une amélioration significative des marchés du travail quand le chômage est supérieur d'au minimum deux points à son niveau du premier trimestre 2008 en France, en Italie, au Royaume-Uni, aux États-Unis (4,7 points) et en Espagne (11,3 points). Les seuls pays qui se distinguent dans ce piètre palmarès sont l'Allemagne et le Japon qui, en recourant massivement au chômage partiel, ont maintenu dans l'emploi des salariés qui sans cela auraient été chômeurs, ce qui dégonfle les statistiques de sans-emploi. En réintégrant les effectifs en chômage partiel dans le chômage officiel, le taux de chômage en Allemagne, par exemple, n'aurait pas diminué de 1 point par rapport à son niveau du premier trimestre 2008, mais de 0,8. Si, malgré tout, la situation y apparaît moins dégradée que dans les autres pays, c'est en raison de la baisse de la population active que l'Allemagne a enregistrée depuis trois ans. Le corollaire du maintien du chômage à des sommets rarement égalés dans le passé, est celui de la montée du chômage de longue durée qui déstructure le fonctionnement des marchés du travail en marginalisant une part de plus en plus importante de la population active, multiplie les arrivées en fin de droits à l'indemnisation et, au final, pèse sur le revenu des ménages (encadré 2).

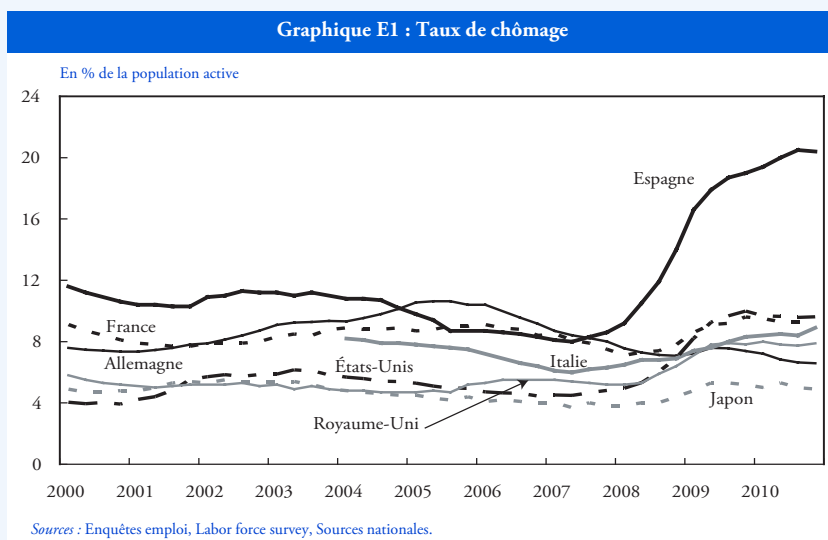
### Encadré 2 : Le chômage de longue durée s'étend

À partir de la mi-2008, tous les pays développés, à l'exception notable de l'Allemagne, ont connu des hausses du chômage importantes et rapides (graphique E1). Nombre d'entre eux ont renoué avec les sommets atteints dans les années 1990, et le taux de chômage a rapidement rejoint 10 % aux États-Unis et 20 % en Espagne. Pour brutales qu'elles soient, ces dégradations des marchés du travail ont pourtant été modérées dans la plupart des pays, malgré l'ampleur de la crise\*. C'est tout particulièrement le cas en Allemagne, seul pays dont le

\* Voir Cochard M., G. Cornilleau et E. Heyer (2011), « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistiques*, à paraître.

marché du travail a passé la crise quasiment sans dommages, grâce à une importante baisse du temps de travail, aux efforts consentis par les entreprises sur leurs marges et à une tendance structurelle à la baisse de la population active.

Depuis 2010, les créations d'emplois ont repris dans la plupart des pays et l'évolution du chômage a connu une inflexion : la hausse s'est ralentie en Espagne, et les taux de chômage se sont stabilisés dans les autres pays. Pour autant, il est prématuré de parler d'amélioration de la situation du marché du travail ce qui continuera à peser sur la dynamique des pays à l'horizon de notre prévision.

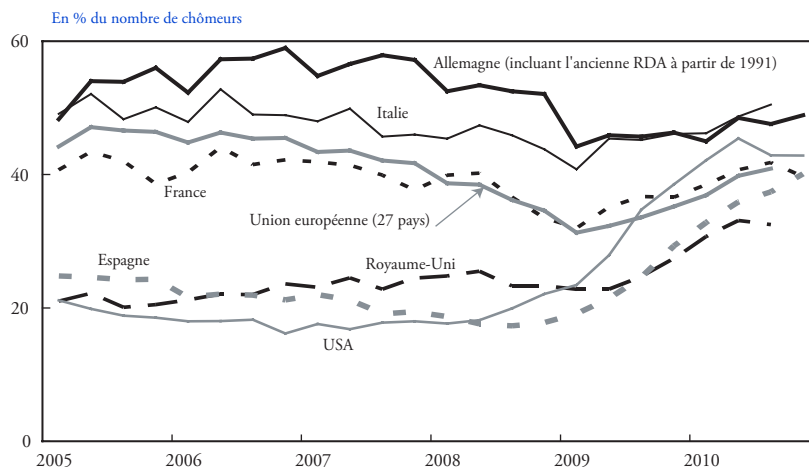


D'une part, les créations d'emplois demeurent faibles et la fin de l'effet de flexion qui a poussé les chômeurs découragés dans l'inactivité pendant la crise conduira à leur retour dans la population active. Le taux de chômage restera donc élevé dans les pays développés. D'autre part, tous les pays qui connaissent un chômage élevé depuis maintenant trois ans se trouvent désormais confrontés à une hausse du chômage de longue durée qui pèsera sur les ressources des ménages.

Deux types de pays apparaissent (graphique E2). D'abord les pays dont le taux de chômage était bas en début de crise et où le chômage de longue durée a quasiment doublé (Espagne, Royaume-Uni, États-Unis). Ensuite les pays où le chômage (et donc le nombre de chômeurs de longue durée) était déjà élevé avant la crise et qui ont connu une baisse de la part des chômeurs de longue durée en début de crise, quand la vague de nouveaux chômeurs a mécaniquement abaissé l'ancienneté au chômage. Depuis 2009, en revanche, le chômage de longue durée augmente dans tous les pays. Dans la plupart d'entre eux, les conditions d'indemnisation ont été relâchées et la durée allongée au plus fort de la crise, mais les difficultés budgétaires rencontrées dans la plupart des pays devraient conduire à la suppression des mesures temporaires de soutien aux chômeurs. À titre d'exemple, l'État américain a instauré une allocation fédérale exceptionnelle d'une durée de 99 semaines pour pallier le tarissement progressif des allocations limitées à 26 semaines dans la plupart des États.

Peu à peu, les chômeurs perdent leurs droits à l'indemnisation chômage, comme l'illustre le tableau pour les pays européens. Il est donc illusoire de croire à une amélioration de la situation financière des ménages sur la base de l'inflexion du chômage. Si les chômeurs ont pu bénéficier de revenus de remplacement importants en début de crise sous l'effet des stabilisateurs automatiques, c'est aujourd'hui que leur situation se détériore réellement.

## Graphique E2 : Part du chômage de longue durée\*



\* La notion de chômage de longue durée en Europe, où celui-ci concerne les chômeurs d'ancienneté de plus d'un an, est différente de celle en vigueur aux États-Unis où les données trimestrielles du Bureau of Labor Statistics ne comprennent qu'une catégorie de chômeurs d'ancienneté de plus de vingt-sept semaines. Les ordres de grandeur ne sont donc pas directement comparables et cela explique le bond précoce du chômage de longue durée aux États-Unis.

Sources : Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

## Évolution de la situation des chômeurs entre 2007 et 2009

En pourcentage de la population active

Évolution entre 2007 et 2009	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
Chômage	-0,9	9,8	1,1	1,7	2,3
Chômage de longue durée	-1,3	5,6	0,0	0,6	3,1
Chômage non indemnisé	-0,2	4,9	0,4	1,5	0,2*

\* Dans le cas du Royaume-Uni, les chiffres du chômage non indemnisé ne sont pas disponibles pour l'année 2009, et nos calculs sont réduits à la comparaison 2007-2008.

Source : Eurostat.

Les économies subissent donc toujours le contrecoup du choc de la récession. Sous certains aspects les plus visibles – arrêt de la contraction de l'activité puis redémarrage, interruption de la hausse du chômage –, la situation paraît plus favorable qu'il y a deux ans. Elle est cependant loin d'être normalisée et des mécanismes plus insidieux se sont mis en place. Le niveau élevé du chômage pèse sur les négociations salariales, ce qui, combiné au sous-emploi des capacités de production, entraîne les économies vers la déflation qui reste masquée depuis quelques mois par la hausse du prix des produits énergétiques et alimentaires. Expurgée de ces composantes volatiles, l'inflation mesurée à partir de l'indice des prix sous-jacent a été divisée par deux depuis l'entrée dans la crise.

La marge de rebond des économies vers leur potentiel est importante. Ce rebond s'est déjà amorcé depuis la mi-2009, et a permis d'engranger en 2010 une réduction des déficits supérieure à ce qui était attendu en début d'année. En dépit de cette relative bonne nouvelle, les politiques budgétaires restrictives vont se généraliser en 2011 et en 2012, brisant le potentiel de rebond et retardant dès lors la résorption de la composante conjoncturelle des déficits, d'autant plus que les multiplicateurs sont élevés en situation d'écart de production négatif, comme actuellement.

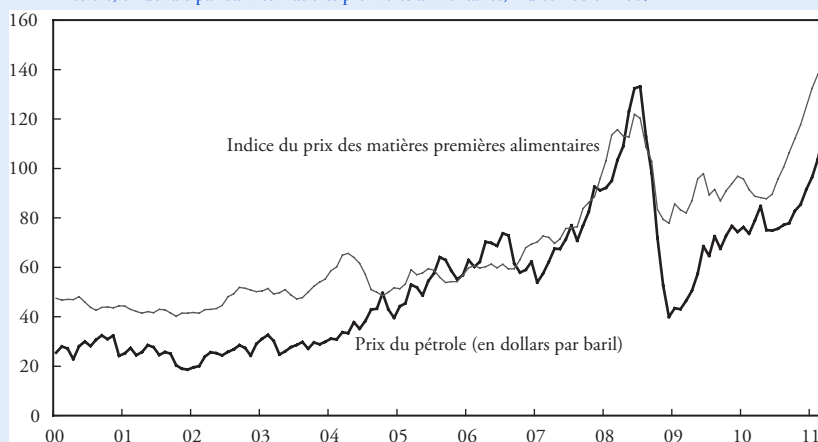
## Matières premières sous pression

L'ère du pétrole bon marché est révolue : après l'accalmie de 2009, le prix du pétrole a recommencé à augmenter fortement à l'été 2010 (graphique 3). À 114 dollars le baril en moyenne en mars 2011, il est certes sous le pic de 2008 (à 133 dollars), mais la hausse est spectaculaire depuis les 75 dollars observés en juin 2010 (+52 %). En particulier, la demande a été dynamique (+3,4 % en 2010), portée aux trois quarts par les pays émergents, l'offre augmentant dans une moindre mesure (2,7 %). La dépréciation du dollar par rapport à l'euro fin 2010 a également soutenu les cours : les pays exportateurs de pétrole subissant une perte de pouvoir d'achat de leurs recettes pétrolières en dollars tentent de la récupérer en élevant les prix. Sur ces éléments se sont greffées des tensions dans de nombreux pays du Maghreb et du Moyen-Orient, susceptibles d'affecter la production, tensions qui ont induit de la spéculation. En effet, les pays touchés par des troubles représentent près d'un tiers de la production mondiale de pétrole. Notre prévision repose sur l'hypothèse d'un approvisionnement en pétrole peu perturbé par l'instabilité, les pays de l'OPEP ayant des capacités de production excédentaires pouvant compenser des baisses de production temporaires dans certains pays. Mais, même en supposant l'apaisement de ces tensions au cours de l'année 2011, le prix du pétrole baisserait peu malgré le ralentissement de la demande de pétrole en 2011 et 2012 et la baisse de l'intensité pétrolière liée au niveau élevé des prix. Il resterait proche de 100 dollars à l'horizon de notre prévision, en raison de la dépréciation du dollar par rapport à l'euro et de la remontée des taux d'utilisation des capacités de production des pays de l'OPEP qui vont mettre peu à peu fin aux capacités excédentaires nées de la crise (voir dans ce dossier la fiche « Pétrole : poussée des prix sur fond de révolution »).

Dans le même temps, les prix des matières premières alimentaires ont aussi fortement augmenté : l'indice de Hambourg, basé sur les prix de ces matières premières en dollars, affiche une hausse de 50 % en moins d'un an. Le pic de 2008 a été dépassé, faisant craindre une crise alimentaire dans les pays émergents comme en 2008. Plusieurs événements climatiques défavorables ont pesé sur l'offre en 2010 et au début de l'année 2011 (incendies et sécheresse en Russie en août 2010, inondations en Australie et au Brésil en janvier 2011), ce qui devrait se traduire par le maintien de prix élevés. Mais deux facteurs limitent le risque de famines : d'abord le prix du riz, aliment de base important, reste contenu ; ensuite, les récoltes ont été bonnes en Afrique et dans la plupart des pays d'Asie.

**Graphique 3 : Prix du pétrole et des matières premières alimentaires**

Pétrole, en dollars par baril et matières premières alimentaires, indice 100 en 2007



Source : Datastream.

L'augmentation du prix des matières premières, énergétiques ou alimentaires, se traduit par un transfert de revenu entre pays exportateurs nets et pays importateurs nets. Et ce sont les pays émergents non exportateurs qui en pâtissent le plus, avec un regain d'inflation sans commune mesure avec celui observé dans les pays développés. Les consommateurs et industriels des pays producteurs subissent aussi cette hausse des prix, même si elle est compensée en partie par la hausse de leurs revenus. L'alimentation en particulier représente entre 30 et 50 % de la consommation des ménages dans la plupart des pays en développement, contre environ 15 % aux États-Unis et dans la zone euro. Les ménages dépensent donc une grande partie de leurs revenus dans l'alimentaire et ont peu de marges pour diminuer d'autres postes et absorber les hausses de prix. D'autant plus que l'énergie représente de 5 à 20 % de la consommation et que son prix augmente aussi. Certes, dans un certain nombre de pays émergents, les pouvoirs publics interviennent *via* l'encadrement des prix ou des subventions pour atténuer l'impact des hausses de prix des produits alimentaires. De plus, les salaires sont souvent explicitement ou implicitement indexés sur l'inflation, ce qui limite les pertes de pouvoir d'achat mais favorise l'enclenchement d'une spirale inflationniste. La reprise étant vigoureuse dans les pays émergents (les PECO mis à part, beaucoup de pays émergents ont déjà dépassé leur pic d'activité de 2008), avec dans certains cas des hausses rapides du crédit et du prix des actifs, le risque de mise en place d'une boucle prix-salaires va se traduire par un resserrement des politiques monétaires qui va entraîner un ralentissement de la croissance.

Les hausses de taux d'intérêt décidées pour limiter la surchauffe ont tendance à entraîner des entrées massives de capitaux étrangers, attirés par la croissance et une rémunération plus attractive que dans les pays développés (où les taux d'intérêt

directeurs restent historiquement faibles). Selon les données du FMI, les flux nets de capitaux vers les pays émergents ont représenté près de 4 % de leur PIB en 2009 (contre environ 1 % en 2008), se rapprochant des 6 % d'avant-crise. Ces entrées de capitaux ont potentiellement plusieurs effets négatifs : d'abord, en fournissant de la liquidité aux agents domestiques ils contrecarrent en partie les effets du resserrement monétaire visant à lutter contre l'inflation ; ensuite, ils entraînent une appréciation du taux de change, qui certes accompagne le durcissement de la politique monétaire, mais qui risque de dégrader fortement la compétitivité des produits ; enfin, ils sont en partie volatiles et donc susceptibles de déstabiliser ces pays en cas de retrait brutal (à la suite d'un retournement des anticipations de croissance par exemple). De ce fait, les autorités ont généralement pris des mesures pour limiter les entrées de capitaux ou pour contrôler quantitativement le crédit (*via* une hausse des réserves obligatoires).

La hausse du prix des matières premières intervient alors que les pays développés émergent juste de la crise, avec des tendances sous-jacentes désinflationnistes, voire déflationnistes : les augmentations de salaires ralentissent dans un contexte de niveau élevé du taux de chômage et d'écarts de production négatifs. Seules les hausses de taxes indirectes dans plusieurs pays européens poussent temporairement l'inflation sous-jacente à la hausse (*cf. infra*). Dans la zone euro, les hausses de prix de l'énergie et de l'alimentation ont contribué pour respectivement 1,4 et 0,3 point à l'inflation en février 2011 (qui a atteint 2,4 % sur un an). L'impact de l'alimentaire apparaît donc négligeable, contrairement à l'impact du choc sur le prix du pétrole. La composante énergie de l'IPC a en effet augmenté de 13 % sur un an (la hausse du prix du pétrole ayant été de 40 % dans le même temps). D'après les estimations réalisées pour la France, une hausse du prix du pétrole de 15 dollars entraîne une baisse du PIB de 0,2 point la première année et de 0,3 point l'année suivante (à taux de change euro-dollar constant). L'impact est moins fort la première année que la deuxième année, la baisse du taux d'épargne compensant dans un premier temps l'impact de la hausse des prix à la consommation sur le pouvoir d'achat. La baisse de la demande adressée de ses partenaires commerciaux (eux aussi touchés par le choc) amplifie l'impact. Ainsi, en 2011 et 2012, l'effet direct de la hausse du prix du pétrole sur l'activité serait de -0,3 et -0,4 point de PIB respectivement ; en tenant compte de l'effet de la demande adressée, il serait de respectivement -0,4 et -0,7 point. Quant à l'impact de l'alimentaire, il est bien moindre que dans les pays émergents, en raison de sa part moins forte dans l'IPC, comme on l'a vu précédemment, mais aussi d'une augmentation moins forte de la composante alimentaire dans les pays développés (2 % dans la zone euro en février 2011) que dans les pays émergents (3,5 % au Mexique, 9,6 % au Brésil, 14,8 % en Indonésie par exemple).

En 2010, les pays importateurs nets de pétrole ont dépensé 190 milliards de dollars de plus qu'en 2009 (soit 0,33 % du PIB mondial), montant qui a augmenté d'autant les recettes d'exportations des pays producteurs. Il y a donc un choc de redistribution de richesse à court terme. Ces pétrodollars vont soit être épargnés et

investis (dans les pays développés notamment) soit être dépensés au niveau national ou à l'étranger (*via* une hausse des importations). Les estimations d'élasticité des importations des pays producteurs aux recettes pétrolières varient de 0,4 à 0,6 selon les études. Une élasticité de 0,5 à un horizon de trois ans est retenue ici, basée sur une étude de la Banque d'Espagne (voir dans ce dossier : « Pays émergents : à la croisée des chemins »). Dans ce cas-là, 95 milliards de dollars en 2010 d'importations supplémentaires seraient dépensés sur trois ans (principalement par les pays de l'OPEP et la Russie), 25 milliards en direction de l'UE27, 8 milliards aux États-Unis et 20 milliards dans les BRIC, pour un impact à moyen terme sur la croissance mondiale de 0,16 point.

Bien que l'impact à moyen terme de la hausse du prix du pétrole sur l'activité des pays développés soit atténué *via* le commerce extérieur, il n'en reste pas moins que le choc actuel ampute à court terme le pouvoir d'achat des agents et vient brouiller le diagnostic porté sur l'inflation.

### Inefficacité de la politique monétaire

La hausse du prix du pétrole crée un véritable dilemme pour les banques centrales. Avec des perspectives de croissance faible et d'inflation sous-jacente modérée, le resserrement de la politique monétaire initié dans la zone euro en avril 2011 n'aurait pas eu lieu sans la hausse du prix du pétrole. Il en est de même au Royaume-Uni. Seule la Réserve fédérale n'augmenterait ses taux qu'en 2012 afin de normaliser sa politique monétaire. Cette dernière deviendrait donc partout moins expansionniste, après des années de soutien.

Durant la crise, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires très expansionnistes en abaissant fortement les taux d'intérêt et en décidant la mise en œuvre de mesures non conventionnelles pour tenter d'enrayer la contraction du crédit. La sortie de récession, puis la confirmation du retour à la croissance, n'ont pas pour autant poussé les banques centrales à baisser la garde. Les taux sont ainsi restés à des niveaux planchers tout au long de 2009 et 2010. Ces politiques monétaires, si elles ont probablement évité le pire, c'est-à-dire l'enclenchement d'un processus récessif durable, n'ont eu jusqu'à présent qu'un effet limité sur la reprise de l'activité. La croissance n'a en effet pas permis de fermer les *output gap* et le taux de chômage s'est maintenu à un niveau historiquement élevé.

La crise financière a en effet profondément affecté l'attitude des agents économiques vis-à-vis du risque. Passés d'un extrême à l'autre, les agents financeurs se sont repliés vers la sécurité, surpondérant les facteurs négatifs du risque après les avoir sous-pondérés tout au long de la décennie 2000, ce qui avait conduit aux excès de mauvais endettement à l'origine de la crise. Partant, malgré la faiblesse des taux d'intérêt, les agents privilégient toujours la liquidité et les actifs sans risque. Ce faisant, les États qui n'apparaissent pas en difficulté et qui conservent la confiance des marchés ne rencontrent aucun problème pour se financer, même à des taux très bas. L'épargne finance donc les déficits publics plutôt que l'activité privée alors que



le financement de l'activité privée permettrait de résorber au moins la partie conjoncturelle des déficits, appelant alors des impulsions négatives moindres que celles qui se mettent en place.

Cette situation de blocage du crédit privé en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt témoigne de la mise en place d'une situation de trappe à liquidité, c'est-à-dire d'inefficacité de la politique monétaire expansionniste. Krugman *et al.*<sup>2</sup> la définissent comme une situation où le taux d'intérêt réel qui serait nécessaire pour retourner au plein emploi est négatif, ce qui exige des anticipations d'inflation positives à moyen terme. Or tel n'est pas le cas actuellement quand l'inflation sous-jacente dans les économies développées a été divisée par deux depuis le début de la crise (graphiques 4) et reste toujours marquée par le ralentissement des salaires et la hausse du chômage.

Les anticipations de ralentissement, voire de baisse des prix poussent les agents à différer leurs décisions, gros achats et investissement dans l'immobilier pour les ménages, investissement pour les entreprises. Ces comportements de gel de dépenses se traduisent par la thésaurisation de l'épargne, sous forme liquide ou peu risquée, des agents dégageant une capacité de financement et par un désendettement des agents structurellement débiteurs, comme les entreprises.

La faiblesse des financements ne vient pas tant de l'offre de crédit, qui paraît s'être normalisée, que de la demande. Du côté des taux, les écarts public/privé ont retrouvé un niveau proche de celui observé avant la crise. La prime de risque exigée par les investisseurs pour financer les activités privées est revenue dans la norme d'avant-crise. Les banques ont aussi répercuté en partie la baisse des taux directeurs des banques centrales sur les taux à la clientèle. Enfin, au cours des enquêtes menées par les banques centrales sur le crédit, les banques sont de plus en plus nombreuses à déclarer que les conditions de crédit ne sont plus restrictives<sup>3</sup>.

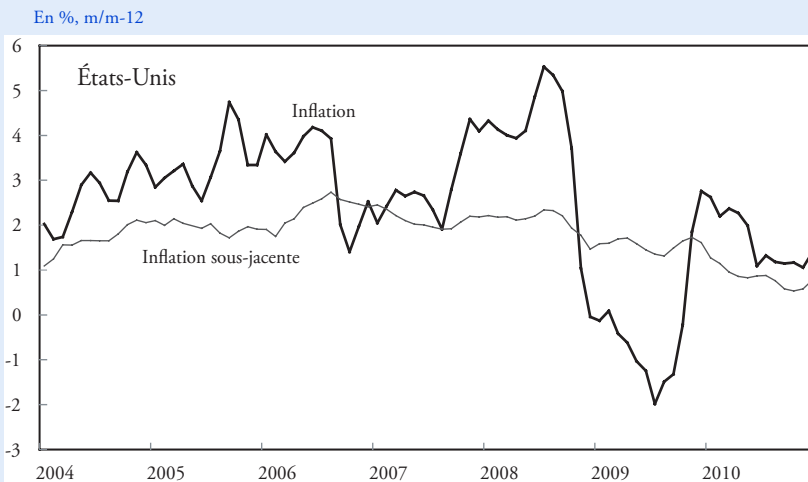
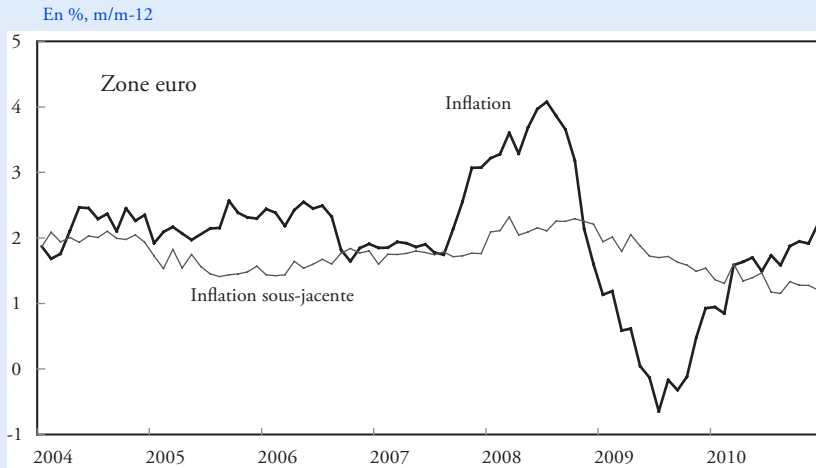
La demande de financement semble encore répondre avec difficulté à l'assouplissement des conditions d'offre. Du côté des entreprises, les flux de crédit ou les émissions de titres restent modérés (graphiques 5), tandis que du côté des ménages la production de crédit a repris, probablement sous l'effet de facteurs propres à certains pays, comme la fin de la prime à la casse en France qui a provoqué une vague d'achats de dernière minute en fin d'année 2010, ou d'un marché immobilier bien plus dynamique qu'ailleurs.

---

2. Krugman P. R., K. M. Dominquez et K. Rogoff, « It's Baaack : Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137.

3. Voir dans ce dossier : C. Blot et C. Riffart, « Politiques monétaires : à hue et à dia ».

## Graphiques 4a et b : Inflation et inflation sous-jacente\* en zone euro et aux États-Unis

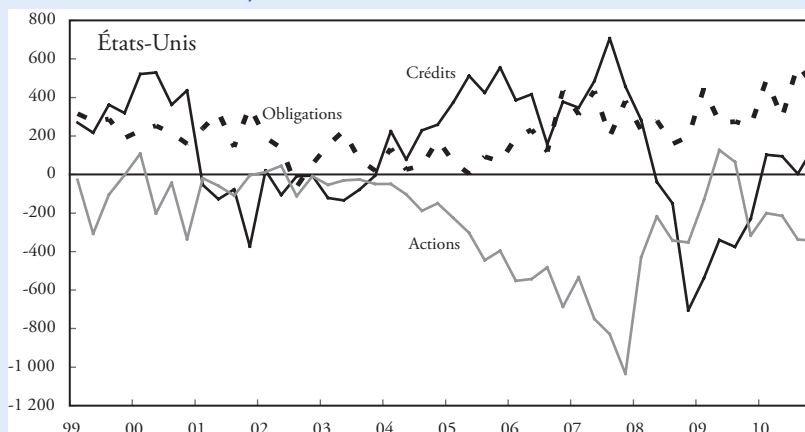


\* L'inflation sous-jacente considérée ici a fait l'objet de deux corrections par rapport aux données officielles. En premier lieu, elle intègre la tendance haussière de l'indice des prix de l'énergie pour prendre en compte la dérive de l'inflation qu'implique l'élévation tendancielle du pétrole. En second lieu, elle élimine l'effet des hausses de TVA qui se sont produites dans certains pays. Il s'agit donc d'une estimation de l'inflation basée sur les prix hors taxes.

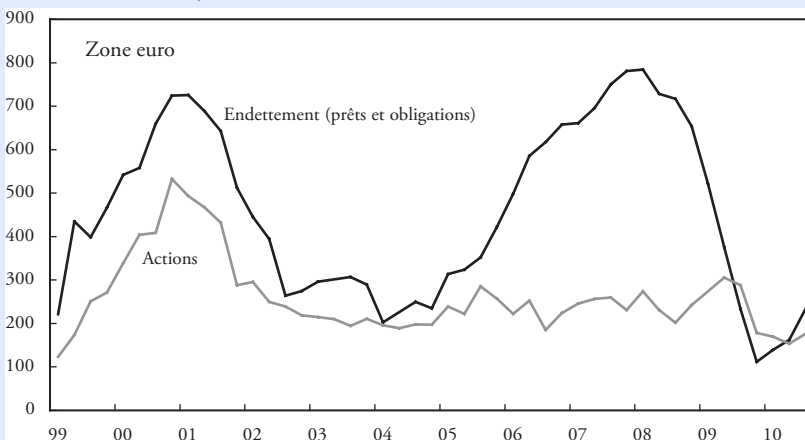
Sources : Eurostat, BLS, calculs OFCE.

### Graphiques 5a et b : Nouveaux engagements nets des SNF aux États-Unis et en zone euro

En milliards de dollars, rythme annualisé



En milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres



Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale (Flow of Funds).

## Restrictions budgétaires

Les politiques économiques mises en place au cœur de la récession ont, à la différence des années 1930, été très volontaristes et ont permis de mettre un terme à la dangereuse spirale récessive déclenchée par la crise financière. Tous les leviers de la politique économique ont été mobilisés avec les plans de soutien massifs au secteur financier, les politiques monétaires expansionnistes, les mesures non conventionnelles d'intervention sur le marché interbancaire, le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance budgétaire mis en place à la fin de 2008

et au début de 2009. Même les pays émergents ont participé à l'effort de relance, quand ils en avaient les moyens.

Ces engagements publics ont eu pour contrepartie un creusement marqué des déficits des États avec pour corollaire, la montée de l'endettement. Entre 2007 et 2010, le déficit budgétaire de la zone euro s'est creusé de 5,3 points de PIB, pour atteindre 5,9 % en 2010, et la dette publique brute a bondi de 18 points sur la même période, pour s'élever à 84 % du PIB. La situation est pire encore au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon, avec des déficits respectifs de 10,3, 10,6 et 7,8 % du PIB.

**Tableau 3 : Impulsions budgétaires et évolution spontanée des soldes publics**

En points de PIB

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

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

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Les impulsions budgétaires fortement positives en 2008-2009 traduisent l'orientation expansionniste des politiques budgétaires décidée pour contrer la récession (tableau 3). Les pays les plus offensifs en la matière ont été les pays anglo-saxons, États-Unis et Royaume-Uni, mais aussi le Japon qui est entré en déflation dans les années 1990 et l'Espagne durement affectée par la crise de l'immobilier. Les autres grands pays de la zone euro, la France et l'Allemagne, sont en revanche restés en retrait de l'effort collectif en mobilisant, plus tardivement, leurs ressources budgétaires, davantage sous la contrainte de l'urgence que comme outil de régulation des fluctuations conjoncturelles. L'impulsion budgétaire de l'Allemagne en 2009 reste la plus faible parmi les pays ayant mis en place des plans de relance mais, à la différence des autres, elle est restée positive en 2010, de sorte que l'effort allemand cumulé sur la période 2008-2010 apparaît moins timide.

En Italie, cas singulier dans le groupe des pays développés, l'impulsion budgétaire est restée négative, ce qui n'a toutefois pas empêché le déficit de se creuser sous l'effet de stabilisateurs automatiques nettement plus appuyés qu'en France et en Allemagne. L'évolution spontanée des déficits, c'est-à-dire liée à l'effet de la conjoncture sur les recettes et les dépenses, a d'ailleurs été paradoxale durant la récession, puisque ce sont les pays anglo-saxons, où les systèmes de protection sociale sont moins développés qu'en Europe et où la fiscalité est la plus faible et la moins progressive, qui enregistrent les dégradations les plus marquées.

Aux mécanismes traditionnels de dégradation des finances publiques s'est ajouté dans certains pays où la bulle immobilière a été la plus virulente le coût du sauvetage financier des banques. Les créances immobilières non recouvrables inscrites dans le bilan des banques ont été épongées en dernier recours par les États, ce qui a accru d'autant la dette publique (encadré 3).

### **Encadré 3 : D'un excès d'endettement privé et individuel à un excès d'endettement public et collectif**

Les années 2000 se sont caractérisées par une distribution massive de crédits au secteur privé, notamment pour l'immobilier, dans plusieurs pays développés. Ainsi en Espagne, le taux d'endettement des ménages est passé de 50 % du PIB début 2003 à 84 % du PIB fin 2010. En Irlande, sur la même période, il est passé de 32 % du PIB à 68 %. D'autres pays ont connu des évolutions similaires (le Royaume-Uni, les États-Unis avec leurs désormais tristement célèbres crédits « subprime »). Une boucle prix-endettement s'est mise en place. D'un côté, la hausse des prix immobiliers a dynamisé l'endettement ; de l'autre, en accordant plus facilement des crédits, les banques ont soutenu la demande et donc la hausse des prix.

La crise financière internationale a amplifié le retournement dans le secteur de la construction qui était inéluctable après des années de bulle, ce qui s'est traduit par une contraction importante du PIB et une forte hausse du taux de chômage (10 points en Irlande, 12 points en Espagne). Dans le même temps, les prix immobiliers ont chuté : -36 % en Irlande depuis le pic de fin 2006, -13 % en Espagne depuis le début de 2008. Les banques ont vu leurs bilans dégradés par les créances douteuses, beaucoup de ménages, frappés par la montée du chômage, ne parvenant plus à rembourser leurs emprunts. Les créances douteuses ont ainsi représenté 10,1 % du PIB espagnol fin 2010 (dont 1,5 point concernant les crédits au

logement des ménages et 5,5 point concernant les entreprises liées à l'immobilier). En Irlande, les créances douteuses concernant le logement des ménages représentaient, fin 2010, 5,6 % du PIB, le total des créances douteuses étant sans doute beaucoup plus important. Par comparaison, en France, où la hausse de la dette des ménages avait été moindre (+16 points entre 2003 et 2010, de 34 à 50 % du PIB), le total des créances douteuses, hors prise en compte de la valeur des hypothèques correspondantes, atteignait 3,3 % du PIB début 2010. La montée des créances douteuses devrait se poursuivre dans les pays où la récession se prolonge et même dans les pays où la reprise est en cours, en raison du décalage habituel entre l'évolution de ce ratio et celle de l'activité économique (maintien d'un taux de chômage élevé, délai avant de pouvoir statuer sur le caractère douteux ou non d'une créance).

Une fois l'insolvabilité d'un ménage avérée, la banque peut saisir le bien sur lequel est gagé le crédit et faire procéder à sa vente. La banque ne subit aucune perte si le produit de cette vente est égal au montant du crédit qui reste à rembourser. Tel n'est plus le cas si, du fait du retournement du marché immobilier, le prix tiré de la vente ne couvre pas le capital restant dû. La banque enregistre alors une perte nette. Les pertes s'accumulent alors dans le système bancaire au fur et à mesure que les saisies et les ventes forcées alimentent l'offre sur le marché et accélèrent la chute des prix, quand dans le même temps la demande se tarit sous l'effet du rationnement du crédit.

L'expérience de la dernière crise financière a montré que les États ne pouvaient pas laisser leurs banques faire faillite. Le choc de confiance provoqué par la chute de Lehman Brothers a obligé les autorités publiques à recapitaliser les banques en difficulté. Cette mobilisation des financements publics, comme en Irlande, a augmenté la dette publique (et dans ce cas également le déficit). Ces opérations d'assistance au système bancaire sont finalement équivalentes à un transfert des pertes des ménages, initialement vers les banques, puis finalement vers les États. Si ces derniers réduisent ensuite leur dette par des hausses d'impôts ou des baisses de dépenses publiques, le coût du sauvetage financier est donc en partie supporté par l'ensemble des ménages, alors qu'à l'origine seuls certains d'entre eux étaient en défaut. On en arrive donc à une situation où les excès de l'endettement individuel ont été transformés en un excès d'endettement public supporté par la collectivité.

L'année 2010 marque l'amorce d'un recul des politiques budgétaires expansionnistes dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne, où l'impulsion est renforcée par rapport à celle de 2008-2009 et des États-Unis où elle s'amenuise mais sans devenir négative. En Espagne, l'impulsion est franchement négative dès 2010 le déficit, à 9,2 % du PIB, ayant rejoint un niveau qui range le pays dans la catégorie des pays en difficulté comme la Grèce (9,6 %) ou le Portugal (7,3 %).

Les restrictions budgétaires s'annoncent plus prononcées en 2011 et en 2012, avec la volonté affichée par les gouvernements de ramener les déficits dans les normes considérées comme acceptables avant la crise. La rigueur sera la plus marquée au Royaume-Uni, avec une impulsion négative cumulée sur les deux années de 4,4 points de PIB, mais si l'on prend en compte les trois années 2010 à 2012, l'Espagne fait presque jeu égal avec le Royaume-Uni, avec une impulsion négative cumulée de 5,2 points de PIB, contre 6,2 points outre-Manche. Au total, dans ces deux pays l'impulsion aura été négative sur l'ensemble de la période 2008-2012, tout comme en Italie. Sur la même période, la France afficherait une

impulsion quasi neutre, à la différence de l'Allemagne – pays jugé pourtant peu enclin aux libéralités budgétaires – où elle resterait positive. La palme de l'expansionnisme budgétaire reviendrait aux États-Unis avec des retraits modérés en 2011 et en 2012 qui maintiendraient une impulsion franchement positive sur l'ensemble de la période 2008-2012. Le Japon dépasserait les États-Unis, mais l'impulsion budgétaire fortement positive en 2012 y sera dictée par la nécessité de remédier aux conséquences du tremblement de terre et du tsunami.

En 2011 et 2012, la réduction des déficits s'imposera donc comme la priorité des pays européens. Hormis quelques petits pays en proie à de grandes difficultés, l'Europe n'est pas dans la pire situation. Les États-Unis et le Japon, qui affichent des déficits respectifs de 10,6 % et 7,8 % en 2010, sont dans une situation plus dégradée que celle de la zone euro où en moyenne les déficits atteignent 5,9 % du PIB. Mais les politiques restrictives mises en place en Europe doivent beaucoup au rôle joué par la Commission européenne qui a engagé, à peine la récession endiguée, des procédures pour déficit excessif à l'encontre de beaucoup de pays de l'Union, soit dans la première moitié de 2009, soit à la fin de la même année (tableau 4). Ces procédures ont conduit les États visés à mener les restrictions budgétaires plus tôt, dès 2010, et dans une plus large mesure que les pays non européens.

La crise de la dette dans les pays les plus fragiles de la zone euro, Grèce, Irlande et maintenant Portugal, a aussi relevé le niveau d'alerte sur les dangers d'une dérive des finances publiques. Outre que ces pays sont désormais contraints de présenter des plans de rigueur drastiques, ceux mis en place dans les autres pays ont été dictés par les craintes, réelles ou supposées des marchés, d'une insoutenabilité à terme de la dette (encadré 4). En l'absence d'autres formes de financement, rassurer les investisseurs et les agences de notation devient une nécessité pour garantir des conditions de financement des déficits qui n'aggravent pas le déséquilibre initial des budgets.

**Tableau 4 : Procédures pour déficit excessif dans l'Union européenne**

	Rapport de la commission	Décision sur l'existence d'un déficit excessif	Date limite de retour dans la norme
Allemagne	7 octobre 2009	2 décembre 2009	2013
Italie	7 octobre 2009	2 décembre 2009	2012
Pays-Bas	7 octobre 2009	2 décembre 2009	2013
Portugal	7 octobre 2009	2 décembre 2009	2013
France	18 février 2009	27 avril 2009	2013
Irlande	18 février 2009	27 avril 2009	2015
Grèce	18 février 2009	27 avril 2009	2014
Espagne	18 février 2009	27 avril 2009	2013
Royaume-Uni	11 juin 2008	8 juillet 2008	2014/2015

Source : Commission européenne.

Le point de départ de l'ajustement est toutefois moins dégradé qu'anticipé par les gouvernements au début de l'année 2010. Un an plus tard, les chiffres publiés ont révélé de bonnes surprises, les déficits affichés étant moins élevés que ceux qui étaient prévus par les gouvernements (tableau 5). La révision est spectaculaire pour l'Allemagne, avec une réalisation de plus de 2 points inférieure à la prévision. La croissance allemande a en effet surpris par sa vigueur en 2010, ce qui a dopé les recettes fiscales – amplifiées en outre par l'augmentation de l'élasticité des recettes à l'activité – et provoqué une contraction spontanée du déficit plus importante qu'attendu. La France se distingue également par un déficit plus faible qu'escompté de 0,8 point de PIB, 7 % contre 8,2 % attendus en début d'année 2010, alors que la croissance est un peu plus forte. Ceci témoigne, s'il en était besoin, de la sensibilité de la composante conjoncturelle des déficits à l'évolution de l'écart de production. Le potentiel de rattrapage étant important, mener des politiques trop restrictives, comme ce sera le cas en 2011 et en 2012, au moment où il s'amorce, c'est s'exposer à de fortes désillusions quant à l'efficacité de la mise en œuvre de la rigueur budgétaire. Le freinage de l'activité qu'elle entraîne vient minorer *ex post* le gain espéré en terme de réduction des déficits. Cet effet est en outre renforcé par la simultanéité des plans de restriction qui, en affaiblissant l'activité chez les partenaires menant la même politique, déprime la demande adressée de chacun et *in fine* leurs exportations. En économie ouverte, les multiplicateurs budgétaires sont élevés et, pour les mêmes raisons qui font qu'ils amplifient l'effet des relances sur le PIB, ils réduisent du point de vue budgétaire l'efficacité des politiques de réduction des déficits.

**Tableau 5 : Comparaison entre les déficits prévus par les gouvernements et les déficits réalisés en 2010**

	Déficit prévu début 2010	Déficit publié début 2011	Croissance pour 2010 prévue début 2010	Croissance pour 2010 publiée début 2011
Allemagne	5,5 %	3,3 %	1,4 %	3,5 %
Italie	5,0 %	4,6 %	1,1 %	1,2 %
France	8,2 %	7,0 %	1,4 %	1,5 %
Espagne	9,8 %	9,2 %	-0,3 %	-0,1 %

Source : Comptabilités nationales.



#### Encadré 4 : La dette publique d'un pays peut-elle dépasser la limite des 90 % du PIB sans conséquences macroéconomiques majeures ?

En ces temps de hausse brutale des dettes publiques dans tous les pays développés, de crise de financement des dettes souveraines dans certains États de la zone euro et de risque de dégradation de la qualité de la dette publique des pays les mieux notés, deux économistes américains, C. M. Reinhart et K. S. Rogoff<sup>1</sup> ont publié un ouvrage et un article sur la relation entre niveau de dette publique et croissance à long terme et aussi sur la limite maximale de dette publique au-delà de laquelle un État ferait faillite.

Pour alimenter ces études, les deux auteurs ont construit une base de données, couvrant huit siècles et soixante-dix pays, allant du défaut de paiement de l'Angleterre au XIV<sup>e</sup> siècle jusqu'à la crise récente des *subprime* aux États-Unis. De leur analyse historique, au cours de laquelle ils identifient 70 défauts de paiements sur la dette publique interne et 250 défauts de paiements sur la dette extérieure, ils déduisent un seuil de ratio de dette publique de 90 % du PIB à ne pas dépasser, au risque de voir le pays faire défaut et la croissance de long terme durablement affaiblie.

Cette publication a eu un fort retentissement dans les milieux économiques mais aussi institutionnels et politiques, poussant de nombreux décideurs à justifier la mise en place de politiques budgétaires très restrictives pour éviter, coûte que coûte, le seuil fatidique des 90 % du PIB. Si ce résultat était robuste, il serait en effet urgent d'éviter la catastrophe financière car de nombreux pays approchent ce ratio ou même le dépassent.

Mais ce résultat est contestable. Premièrement, chaque pays présente un certain nombre de spécificités propres : historique de l'endettement public passé et crédibilité à le contrôler, endettement en monnaie domestique ou étrangère, niveau de la dette privée (notamment bancaire), excès ou déficit d'épargne, position extérieure, croissance potentielle, ... Certains pays peuvent supporter une dette publique nettement supérieure à ce seuil sans être menacés de défaut. C'est le cas par exemple du Japon qui affiche une dette publique proche de 200 % du PIB, de l'Italie (120 % du PIB) ou de la Belgique (100 % du PIB). À l'inverse, un pays comme le Portugal, qui a une dette publique proche de celle de la France et inférieure à 90 % du PIB, serait certainement en défaut de paiement si un mécanisme de refinancement des pays de la zone euro n'avait pas été activé. D'autres pays, notamment les pays émergents, endettés en monnaie étrangère, peuvent être amenés à un défaut de paiement face à une crise de change de leur monnaie, avec un seuil de dette publique bien inférieur à 90 % du PIB.

Deuxièmement, la question de la solvabilité d'un État ne peut pas se limiter à la seule dette publique brute. Certains États ont en face de leur dette un certain montant d'actifs, notamment financiers. Pour évaluer leur solvabilité, on ne peut pas faire l'impasse sur leur situation patrimoniale globale. Mais au-delà, c'est la question de la situation patrimoniale de la nation qui est la plus pertinente ; elle regroupe également les dettes et actifs privés dont les montants sont à la fois nettement plus conséquents que ceux de l'État mais aussi plus exposés au risque de défaut.

Troisièmement, comme l'expliquent Yeva Nersisyan et L. Randall Wray<sup>2</sup>, les taux de croissance moyens du PIB sont plus élevés quand les ratios de dette publique se situent à un niveau intermédiaire (60 %-90 %) que quand ils sont faibles (30 %-60 %). Si la dette ralentit

1. Reinhart C. and Rogoff K., 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University Press.

Reinhart, C. and Rogoff K., 2009, « Growth in a Time of Debt », *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 31 décembre.

2. Yeva Nersisyan et L. Randall Wray, 2011, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, n° 116, janvier.

la croissance, celle-ci devrait donc décliner continûment avec la hausse du ratio de dette, ce qui est contredit par les faits.

Enfin, comme le rappellent Yeva Nersisyan et L. Randall Wray, corrélation n'est pas causalité. En effet, pendant une récession, le solde public se dégrade avec la chute des recettes fiscales et le ratio de dette publique augmente. Il y a donc une corrélation négative évidente entre le taux de croissance moyen et le niveau de dette. La crise financière actuelle a eu pour conséquence une récession économique majeure en Europe, aux États-Unis et au Japon, et par conséquent une hausse vertigineuse des dettes publiques. Prétendre à l'inverse que durant la crise, c'est la hausse de la dette publique qui a entraîné la chute du PIB n'est pas un argument économiquement recevable.

Si tous les pays doivent s'attacher à éviter une dérive durable de leurs dettes publiques, notamment pour éviter l'effet « boule de neige », le seuil fatidique de 90 % du PIB est un mythe sans justification théorique sérieuse et dont la portée empirique est très limitée.

## Les multiplicateurs sont là et bien là

Dans notre analyse d'octobre 2010, nous citons le chapitre III du *World Economic Outlook*, où le FMI, à partir d'une analyse historique, montrait que les multiplicateurs étaient positifs. Dans de rares cas, des phases de consolidation budgétaire pouvaient être associées à des accélérations de la croissance, mais le cas central reste celui où la restriction budgétaire a pour conséquence un ralentissement de l'activité. La méthode du FMI permet de mesurer un multiplicateur, défini comme le ratio entre la variation de l'activité et celle des dépenses publiques. Lorsque la politique monétaire accompagne la restriction budgétaire (par une baisse des taux), alors le multiplicateur est de l'ordre de 0,5 ; l'impact sur l'activité d'un euro de dépense publique en moins (ou d'un euro de prélèvement obligatoire en plus) se traduit par une réduction d'un demi euro de l'activité. Mais, lorsque la politique monétaire ne peut pas jouer, le multiplicateur est supérieur à 1. Par ailleurs, la simultanéité des politiques budgétaires dans plusieurs pays partenaires est susceptible de renforcer encore les multiplicateurs.

Le tableau 6 illustre les conséquences numériques pour la zone euro des impulsions budgétaires annoncées pour 2011 et 2012 (respectivement -1,1 et -0,5). Plusieurs cas de multiplicateurs (noté  $k$ ) sont étudiés. Le cas multiplicateur  $k=0,5$  correspond à la situation normale, lorsque l'écart de production est faible (positif ou négatif) et que les forces de rappel, dont la politique monétaire, annulent en partie les conséquences de l'impulsion budgétaire. Dans ce cas, l'impact d'une restriction budgétaire est atténué en termes d'activité ou de chômage et elle contribue à réduire le déficit public avec une assez grande efficacité. La réduction induite de l'activité pèse peu sur les recettes fiscales. Toujours dans cette hypothèse d'une situation macroéconomique de départ pas trop dégradée, à l'échelle de la zone euro, la restriction budgétaire annoncée ramènerait le déficit budgétaire global de la zone à près de 3,2 % du PIB en n'empêchant pas la réduction du chômage de 0,4 point en deux années. L'impact sur l'inflation sous-jacente serait ainsi négligeable et le ratio dette sur PIB resterait d'ici à 2012 en deçà de 93 % du PIB.

**Tableau 6 : Scénarios de multiplicateurs**

	2010	2011	2012
<b>Déficit public/PIB</b>			
k=0,5	5,8	4,1	3,2
k=1,6	5,8	4,4	3,8
<b>Dettes publiques/PIB</b>			
k=0,5	84,3	88,9	92,9
k=1,6	84,3	89,2	93,7
<b>Taux de Chômage</b>			
k=0,5	10,0	9,8	9,6
k=1,6	10,0	10,2	10,4
<b>Inflation sous-jacente</b>			
k=0,5	1,0	1,0	1,0
k=1,6	1,0	0,9	0,9

k=0,5 : Effet de la politique monétaire (-0,3 : une baisse de 1 pt des taux longs améliore l'*output gap* de 0,3 point l'année suivante) / Effet de la politique budgétaire : multiplicateur = 0,5 (1 pt de restriction budgétaire entraîne une dégradation de 0,5 point de l'*output gap* après deux années : 0,3 point en t et 0,2 point en t+1).

k=1,6 : Effet de la politique monétaire (-0,1 : une baisse de 1 pt des taux longs améliore l'*output gap* de 0,1 point l'année suivante) / Effet de la politique budgétaire : multiplicateur = 1,6 (1 pt de restriction budgétaire entraîne une dégradation de 1,6 point de l'*output gap* après deux années : 0,8 point en t et 0,8 point en t+1).

Sources : maquette de simulation OFCE.

Dans le cas où le multiplicateur est égal à 1,6 – cas où la politique monétaire serait devenue inefficace et où l'écart entre la production courante et la production potentielle serait très grand et où la rigueur budgétaire serait appliquée simultanément dans tous les pays d'Europe –, le résultat de la simulation est assez différent. Le déficit public se réduit de 2 points contre 2,6 points dans le cas k=0,5. La raison en est que l'impact sur l'activité et le chômage étant plus important (le chômage augmente de 0,4 point au lieu de baisser de 0,4 point), la restriction budgétaire entraîne une plus grande perte de recettes fiscales. Dans le scénario k=1,6, le ratio dette publique sur PIB se dégrade plus que dans le scénario k=0,5. Ceci est lié à la moindre réduction du déficit et au plus grand impact de la restriction budgétaire sur l'activité.

La réaction de l'économie à une politique de rigueur budgétaire est ainsi très dépendante de la position dans le cycle et de l'efficacité de la politique monétaire. En décidant une politique budgétaire restrictive, ce qui pourrait être justifié dans une situation favorable en termes de multiplicateur, à un moment où la politique monétaire ne joue pas son rôle, on prend le risque d'une forte réduction de la croissance et d'une hausse du chômage. Ceci accroîtra les pressions déflationnistes (l'inflation sous-jacente baisse dans le scénario k=1,6), ce qui retardera d'autant le moment où la politique monétaire pourra prendre le relais de la politique budgétaire.

## La zone euro peut-elle éclater ?

La période actuelle est, on l'a vu, caractérisée par l'existence d'un écart de production négatif important dans les pays européens et des multiplicateurs budgétaires supérieurs à 1. La restriction budgétaire, menée tant pour satisfaire aux exigences de la Commission européenne qu'à celles des marchés financiers, va ralentir la croissance dans les pays épargnés par la faillite et empêcher la sortie de récession des pays enlisés dans des difficultés qu'ils ne peuvent surmonter par eux-mêmes, l'impact récessif étant amplifié par la simultanéité des politiques restrictives. Sans croissance, les pays visés par les attaques des marchés vont devoir faire de plus en plus de restriction budgétaire pour améliorer leurs finances publiques, ce qui va rendre la situation insoutenable.

Par ailleurs, les imbrications entre risque souverain et risque bancaire compliquent encore la tâche des autorités. D'une part, la défaillance des banques oblige les États à les recapitaliser, accentuant le problème de soutenabilité des dettes publiques. D'autre part, la dégradation des notes des dettes souveraines et la hausse des taux longs (*i.e.* la baisse des prix des titres publics) pèsent sur le bilan des banques et donc sur leur comportement, ce qui amplifie la crise financière<sup>4</sup>. D'abord, la dégradation des notes des dettes souveraines diminue les ratios de solvabilité des banques, les actifs détenus étant pondérés par leur notation. Ensuite, la hausse des taux longs publics sur le marché secondaire équivaut à une baisse du prix des titres publics. Ces derniers étant comptabilisés au prix de marché, ceci dégrade le bilan des institutions financières. Au final, elles sont incitées à vendre ces titres pour sécuriser leur portefeuille d'actifs, ce qui amplifie les tensions sur le marché des dettes souveraines.

Si l'on compare l'évolution des taux longs publics dans les pays développés, on constate que dans la zone euro dans son ensemble ils sont proches de ceux observés au Royaume-Uni ou aux États-Unis. En revanche, au sein de la zone euro, les écarts de taux longs publics à 10 ans sont très importants, allant de 3,2 % pour l'Allemagne en mars 2011 à 11,9 % pour la Grèce. La défiance vis-à-vis de ces pays résulte de la faiblesse des perspectives de croissance qui rend délicate l'amélioration de finances publiques très dégradées. On a peut être surestimé les perspectives de croissance de la Grèce, de l'Irlande et de l'Espagne avant la crise. Mais on surestime probablement la perte de croissance potentielle que la crise financière implique pour ces pays aujourd'hui. Les taux longs sont maintenant tels que l'écart critique devient très élevé, dans un contexte où la croissance est faible et où l'on a intériorisé la contrainte budgétaire qui pèse sur la croissance (encadré 5).

4. Pour mémoire, selon la Banque des règlements internationaux (BRI), au troisième trimestre 2010, les banques déclarantes BRI possédaient 72 milliards de dollars de dette publique grecque, 25 milliards de dette publique irlandaise, 49 milliards de dette publique portugaise et 123 milliards de dette publique espagnole.

### Encadré 5 : Les écarts critiques et la soutenabilité de la dette publique

Pour évaluer la soutenabilité de la dette publique à moyen terme, l'écart critique ( $i-g$ ) est un indicateur essentiel<sup>1</sup>. S'il est positif, il faut alors que le budget dégage un excédent primaire pour stabiliser le ratio dette/PIB. Sinon le ratio explose par un « effet boule de neige ». Quand l'écart critique est négatif, le ratio peut être stabilisé même avec un solde primaire faiblement déficitaire, ce qui fait peser moins de contraintes sur la politique budgétaire. Un pays peut donc présenter un ratio dette publique/ PIB élevé si sa croissance nominale est forte et qu'il se finance à des taux bas. Si l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance augmente, la dette s'emballa et devient insoutenable.

Plusieurs éléments défavorables pèsent aujourd'hui sur la dette publique par rapport à la période précédant la crise : d'abord, la dette est bien plus élevée qu'en 2007, du fait principalement de la détérioration des soldes publics pendant la crise (tableau 1). Les hausses ont été de l'ordre de 40 points entre 2007 et 2011<sup>2</sup>. Ensuite, la croissance potentielle a été revue à la baisse. Enfin, après une période de baisse, les taux longs publics à 10 ans augmentent depuis 2009 aux États-Unis et depuis 2010 dans la zone euro et au Royaume-Uni, ce qui devrait peu à peu se répercuter sur le taux d'intérêt apparent de la dette au fur et à mesure qu'elle sera renouvelée.

Tableau E1 : Finances publiques et croissance potentielle

En % du PIB	Dette publique <sup>1</sup>		Solde public		Croissance potentielle nominale <sup>2</sup> (en %)	
	2011	Variation 2007-2011	2007	2011	2007	2011
Zone euro	86	20	-0,6	-4,2	4,3	2,1
Grèce	150	45	-6,4	-7,6	5,6	2,4
Irlande	107	82	0,0	-10,6	5,3	1,0
Portugal	89	26	-2,8	-4,6	3,8	1,8
Espagne	70	34	1,9	-7,4	6,8	0,4
Italie	120	16	-1,5	-4,0	3,5	1,6
France	87	23	-2,7	-5,8	4,3	2,4
Allemagne	76	11	0,3	-2,0	3,4	2,4
Japon	222	34	-2,4	-8,1	0,0	0,1
États-Unis	98	36	-2,8	-9,5	5,3	3,0
Royaume-Uni	83	39	-2,7	-8,3	4,9	3,2

1. Prévisions de la Commission européenne (novembre 2010) ;

2. Estimations de l'OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2010).

Sources : Données nationales, OCDE, Commission européenne, prévision OFCE avril 2011.

1. La dette publique ( $D$ ) est la somme de la dette passée, de la charge d'intérêt et du déficit public primaire ( $DP$ ) :  $D_t = D_{t-1} + i * D_{t-1} + DP_t$ , avec  $i$  le taux d'intérêt apparent sur la dette. En posant  $d(t)$  le ratio dette/PIB ( $D_t / Y_t$ ) et  $dp(t)$  le ratio  $DP_t / Y_t$ , on obtient  $d(t) = d(t-1) * (1+i-g) + dp(t)$ , avec  $g$  le taux de croissance du PIB.

Pour que la dette soit stable, c'est-à-dire que  $d = d(t) = d(t-1)$ , on doit finalement avoir :  $d * (i-g) = -dp$

2. La dégradation de 82 points de l'Irlande englobe les recapitalisations bancaires qui ont représenté 22 points de PIB.

On peut mesurer la soutenabilité de la dette publique, en évaluant un écart critique de « moyen terme » calculé comme la différence entre les taux longs publics à 10 ans sur le marché secondaire et la croissance du PIB nominal potentiel. Il tient donc compte de la charge de la dette si cette dernière était renouvelée entièrement à chaque période au taux du marché (et non au taux apparent qui est bien plus inerte) et de la croissance potentielle. D'après le tableau 2, l'écart critique était négatif en 2007 en Grèce, en Irlande, en Espagne et aux États-Unis, permettant une amélioration rapide des ratios de dette et/ou une plus grande liberté dans la conduite de la politique budgétaire<sup>3</sup>. L'augmentation de l'écart critique entre 2007 et 2011 a été importante du fait principalement du ralentissement de la croissance potentielle mais aussi, plus récemment, de la hausse des taux longs dans les pays touchés par la défiance des marchés financiers. Hors plan de sauvetage européen, l'écart aurait augmenté de 10,6 points en Grèce et de 8,9 points en Irlande. Cette évolution des écarts critiques illustre bien le caractère auto-réalisateur de la spéculation : la hausse des taux accroît l'écart critique, ce qui réduit la soutenabilité de la dette et valide *ex-post* la défiance des marchés. Dans la zone euro, l'augmentation moyenne n'a été que de 1,8 point, proche de celle des États-Unis (2 points). L'Allemagne et le Japon sont atypiques, l'écart critique diminuant sur la période.

Tableau E2 : Écarts critiques et soldes primaires

<i>En points de %</i>	2007	2011**	Variation entre 2007 et 2011	Solde primaire nécessaire en 2011 pour stabiliser la dette ( <i>en points de PIB</i> )	Écart par rapport au solde primaire de 2011*** ( <i>en points de PIB</i> )
Zone euro	0,0	1,8	1,8	1,6	3,2
Grèce	-1,1	9,4 (2,8*)	10,6 (4*)	4,3*	5,5
Irlande	-1,1	7,8 (4,8*)	8,9 (5,9*)	5,2*	12,0
Portugal	0,6	5,1	4,5	4,5	5,8
Espagne	-2,5	4,9	7,4	3,4	7,5
Italie	0,9	3,1	2,2	3,8	3,3
France	0,0	1,1	1,1	0,9	4,5
Allemagne	0,8	0,7	-0,1	0,5	0,9
Japon	1,7	1,1	-0,6	2,5	6,1
États-Unis	-0,5	1,5	2	1,5	7,6
Royaume-Uni	0,1	0,5	0,4	0,4	5,9

\* Les taux d'intérêt utilisés sont ceux des prêts de l'Union Européenne.

\*\* Les taux longs utilisés pour le calcul de l'écart critique en 2011 sont une moyenne sur le premier trimestre.

\*\*\* Prévisions de la Commission européenne (novembre 2011).

Sources : OCDE, Commission européenne, données nationales, Datastream.

En 2011, on distingue deux types de pays : ceux pour lesquels l'écart critique est assez faible (moins de 2 points) : zone euro agrégée, France, Allemagne, Japon, États-Unis, Royaume-Uni, du fait de taux d'intérêt modérés et/ou d'une croissance potentielle relativement dynamique ; ceux pour lesquels cet écart est plus élevé : Grèce, Italie, Espagne, Irlande et Portugal.

Le calcul du solde primaire qui serait nécessaire pour stabiliser le ratio dette/PIB – aux conditions actuelles de croissance et de taux d'intérêt – donne une répartition des pays un peu différente, qui dépend du niveau du ratio atteint en 2011. Les États-Unis et le Japon, qui ont

3. Dans la plupart des pays, le taux long public sur le marché secondaire et le taux d'intérêt apparent sur la dette publique étaient proches en 2007. Ils se sont creusés seulement récemment du fait de la remontée des taux longs.

une dette relativement élevée, se rapprochent alors des pays déjà touchés par un écart critique élevé. L'effort à fournir pour stabiliser le ratio est dans tous les cas assez important (sauf en Allemagne) étant donné le solde primaire de 2011. Il est particulièrement important en Irlande (12 points de PIB) ainsi qu'en Espagne (7,5) et aux États-Unis (7,6). Suivent le Japon, la Grèce et le Portugal, proche de 6 points de PIB. L'effort est moindre en France, en Italie et dans la zone euro (entre 3 et 5 points), où le déficit est moins dégradé.

La crise n'est pas une crise de confiance affectant la zone euro dans son ensemble, mais quelques pays particuliers. Elle est rendue possible par les failles du fonctionnement de la zone euro. En effet, alors que les pays disposant de leur propre monnaie, et donc de leur propre banque centrale, peuvent financer leur dette publique par sa monétisation, ce n'est pas le cas dans la zone euro. La Banque centrale européenne ne peut pas acheter directement des titres aux États sur le marché primaire et il n'y a pas de solidarité entre les États concernant leurs finances publiques. La Banque centrale européenne (BCE) achète des titres publics sur le marché secondaire depuis mai 2010 (77 milliards d'euros à ce jour), comme le font les autres banques centrales, dans le but de faire baisser l'ensemble des taux longs, mais le montant en jeu reste faible.

Les pays développés combinent aujourd'hui une politique budgétaire restrictive et une politique monétaire inefficace du fait de la situation de trappe à liquidité dans laquelle ils se trouvent. Le risque d'une croissance durablement faible et d'une entrée en déflation s'en trouve accentué. Pour sortir de la trappe à liquidité il est nécessaire de réduire l'incertitude, entourant notamment un possible défaut souverain dans la zone euro.

Quels sont les scénarii possibles dans la zone euro ? Pour le moment, le Fond européen de stabilité financière (FESF) aide les pays *via* des prêts temporaires à des taux d'intérêt intégrant une prime de risque (encadré 6). Ce mécanisme, même s'il va devenir pérenne à partir de 2013, ne suffit pas à rassurer les marchés financiers. Ainsi, les taux publics irlandais et grecs sur le marché secondaire n'ont jamais été aussi élevés : respectivement 9 % et 11 % pour les obligations à 10 ans. La crainte qui justifie ces taux est celle d'une restructuration<sup>5</sup> de ces dettes publiques, avec le risque d'une perte sèche pour les créanciers (décote), une fois le prêt européen arrivé à échéance. Le problème de financement n'est donc résolu qu'à court terme. De plus, dès qu'un pays demande l'aide européenne, les marchés financiers se tournent quasi-immédiatement vers leur prochaine victime. La zone euro serait donc condamnée à enchaîner les plans d'aide au sein du FESF, les craintes des marchés financiers s'avérant auto-réalisatrices : la défiance se manifeste dans la hausse des taux longs qui renchérit le financement des États, les forçant à faire appel à une aide extérieure et à mener des politiques budgétaires toujours plus rigoureuses.

5. Il s'agit d'un ajustement des modalités de remboursement de la dette pour en atténuer la charge (allongement de la durée du prêt, baisse des taux d'intérêt, défaut sur une partie de la dette supportée par le créancier).

En cas de défaut, une dette, même réduite de moitié, deviendrait insoutenable au fur et à mesure qu'elle est renouvelée, si les taux d'intérêt restent aux niveaux actuels en Irlande, en Grèce ou au Portugal, étant donné les perspectives de croissance et d'inflation. Ces taux sont en effet de l'ordre de ceux observés au début des années 1990 quand l'inflation était encore forte dans ces pays. Des défauts en cascade s'enchaîneraient dans cette configuration, limitant l'accès futur de ces pays au marché obligataire pour se financer. De plus, un défaut impliquerait un choc négatif de richesse sur les détenteurs de la dette grecque si ce pays faisait faillite. Les banques de la plupart des pays européens seraient touchées, ce qui pourrait *in fine* se traduire par de nouveaux plans de sauvetage des banques dans ces pays. Selon les données de la BRI, au troisième trimestre 2010, les banques allemandes possédaient des titres publics grecs pour un montant de 20 milliards d'euros, les banques françaises pour 15 milliards. Le défaut d'un pays conduirait donc à la hausse des dettes publiques des autres pays, *via* des aides aux banques.

Dans le cas d'un éclatement de la zone euro, une restructuration de la dette publique du pays sortant pourrait aussi être menée, impliquant comme précédemment des pertes pour les créanciers. Mais étant donné la dévaluation probable de la devise nationale, les investisseurs exigeraient des taux d'intérêts élevés pour compenser le risque de change.

Ces éléments rendraient un défaut extrêmement coûteux pour l'ensemble de la zone euro, avec un risque systémique qui n'est pas négligeable, ce qui rend ce scénario peu probable. Au final, si l'on veut éviter un effet domino où, du fait du comportement moutonnier des marchés financiers, les pays de la zone euro devraient demander les uns après les autres une aide pour se financer et où les taux d'intérêts publics restent élevés, une garantie des dettes de tous les pays s'avère indispensable.

### Encadré 6 : Le Fonds européen de stabilité financière (FESF)

C'est le 9 mai 2010, au plus fort de la crise grecque, que les seize pays membres de la zone euro ont décidé de mettre en place le Fonds européen de Stabilité financière (FESF), avec pour objectif de préserver la stabilité financière de l'UEM en fournissant une assistance aux pays de la zone euro en difficulté. Le FESF est une structure de financement temporaire, appelée à être dissoute en juin 2013, et qui sera remplacée par le Mécanisme européen de stabilité (MES), conformément à la décision prise au sommet européen des 24-25 mars 2011.

#### Fonctionnement du FESF

Le FESF peut émettre des obligations, ou d'autres titres de créance, avec le soutien de l'agence allemande de gestion de la dette, afin de lever des fonds pour pouvoir accorder des prêts aux pays de la zone euro en difficulté. Les émissions obligataires sont garanties par les États membres de la zone euro à hauteur de leur participation dans le capital de la BCE, pour un montant total de 440 milliards d'euros (tableau). En outre, les titres de créance émis par le FESF sont éligibles comme collatéral dans les opérations de refinancement de la BCE.



### Le FESF, pilier d'un mécanisme de sauvetage en trois volets

Le mécanisme de sauvetage mis en place au moment de la crise grecque s'articule autour de trois volets :

- Le FESF, pilier du mécanisme, devait permettre de lever 440 milliards d'euros. En réalité, cette somme n'est pas intégralement débloquée car pour maintenir une notation AAA, le montant des prêts accordés par le FESF ne doit pas dépasser la somme des garanties apportées par les six États notés AAA (Allemagne, Autriche, Finlande, France, Luxembourg et Pays-Bas, soit près de 60 % du total). Les prêts accordés par le FESF ne sont donc pas plafonnés à 440 milliards d'euros, mais à 255 milliards d'euros<sup>1</sup>.
- À ce montant s'ajoute une facilité de prêt du mécanisme européen de stabilité financière (MESF), dont le financement est assuré par la Commission européenne et garanti par le budget de l'Union européenne, pour un montant de 60 milliards d'euros<sup>2</sup> ;

#### Décomposition du plan de sauvetage

	Participation au capital de la BCE ( <i>en %</i> )	Garanties ( <i>milliards d'euros</i> )	Disponibilités ( <i>milliards d'euros</i> )
Allemagne	18,9	119,4	119,4
Autriche	1,9	12,2	12,2
Belgique	2,4	15,3	
Chypre	0,1	0,9	
Espagne	8,3	52,4	
Finlande	1,3	7,9	7,9
France	14,2	89,7	89,7
Grèce	2,0	12,4	
Irlande	1,1	7,0	
Italie	12,5	78,8	
Luxembourg	0,2	1,1	1,1
Malte	0,1	0,4	
Pays-Bas	4,0	25,1	25,1
Portugal	1,8	11,0	
Slovaquie	0,7	4,4	
Slovénie	0,3	2,1	
FESF	69,8	440,0	255,4
MESF		60	60
FMI		250	158-250
<b>Total</b>		<b>750</b>	<b>473-565</b>

Sources : BCE (janvier 2011), FESF.

- Enfin, le FMI s'est engagé à prêter un montant équivalent à la moitié des fonds mis initialement à disposition par l'Europe (MESF + FESF), soit 250 milliards d'euros  $((440+60)/2)$ . Comme le FESF ne peut réellement débloquer que 255 milliards d'euros (au lieu des 440 milliards d'euros annoncés), une interrogation persiste : soit le FMI s'en tiendra

1. Lors du sommet européen des 24-25 mars, il a été décidé de reporter au mois de juin la décision concernant l'augmentation de la capacité de prêts de 255 à 440 milliards d'euros.

2. Cette facilité de prêt concerne les vingt-sept États de l'Union européenne, et non uniquement les membres de la zone euro.

à son annonce initiale et prêtera 250 milliards d'euros (*hypothèse haute*), soit il s'en tiendra à la moitié de la somme mise à disposition par l'Europe (soit  $(255+60)/2 = 158$  milliards d'euros). Selon l'option choisie, le montant total FESF+MESF+FMI représenterait donc un total de 473 milliards d'euros au minimum et 565 milliards d'euros au maximum.

### **Une enveloppe insuffisante ?**

Seule l'Irlande a pour l'instant bénéficié du plan de sauvetage pour un montant de 85 milliards d'euros, le sauvetage de la Grèce ayant été décidé avant la création du mécanisme. Compte tenu des prévisions de besoins de financement et de déficit public en 2011-2013, les ressources mobilisables seraient suffisantes pour aider le Portugal (pour un montant estimé à 70 milliards d'euros par Citigroup en janvier 2011), mais insuffisantes en cas d'extension de la crise à de nouveaux États, puisque les besoins de financement en 2011-2013 sont évalués par Citigroup à 470 milliards d'euros pour l'Espagne, 192 milliards d'euros pour la Belgique et 818 milliards d'euros pour l'Italie.

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

	Trimestres												Années			
	2010				2011				2012				2010	2011	2012	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>																
1 euro =...dollars	1,38	1,27	1,29	1,36	1,36	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,33	1,39	1,40
1 \$ =...yens	91	92	86	83	82	80	84	84	86	88	90	92	88	84	89	
1 £ =...euros	1,13	1,17	1,20	1,16	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,17	1,18	1,18	
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></i>																
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	0,3	0,3	0,6	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,1	0,1	0,1	
Zone euro	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,25	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,0	1,3	1,6	
Royaume-Uni	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,5	0,7	1,0	
<i>Taux d'intérêt à long terme<sup>1</sup></i>																
États-Unis	3,7	3,4	2,7	2,9	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,2	3,7	3,8	
Japon	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,2	1,4	1,5	
Zone euro	4,1	3,8	3,5	3,7	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8	4,1	4,0	
Royaume-Uni	4,0	3,7	3,2	3,2	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	3,7	4,0	
Prix du pétrole, Brent, en \$ <sup>1</sup>	76	78	77	87	105	110	100	95	95	95	100	100	79	103	98	
Prix du pétrole, Brent, en € <sup>1</sup>	55	61	60	64	77	79	71	68	68	68	71	71	60	74	70	
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	6,3	7,3	4,0	7,6	8,4	7,0	7,0	6,0	6,5	7,0	7,0	7,5	38,7	31,3	33,0	

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 2011.