

Les prévisions macroéconomiques des banques centrales sont-elles meilleures que celles des agents privés ?

par [Paul Hubert](#)

Les anticipations privées – d’inflation, de croissance ou de taux d’intérêt – sont un élément crucial de la plupart des modèles macroéconomiques récents, car elles déterminent les réalisations courantes et futures de ces mêmes variables. La prise en compte par les banquiers centraux et l’influence qu’ils peuvent exercer sur les anticipations privées, *via* les décisions de taux ou leur communication, a ainsi pris de plus en plus de poids dans l’élaboration des politiques monétaires. La mise en place par les banques centrales de politiques d’orientation prospective, dites de « forward guidance », renforce d’autant plus l’importance des prévisions macroéconomiques de la banque centrale comme outil de la politique monétaire pour affecter ces prévisions privées.

Un article récent paru dans la [Revue de l’OFCE \(n° 137 – 2014\)](#) évalue la performance de prévision de la Réserve fédérale des Etats-Unis par rapport à celle des agents privés. Cette revue empirique de la littérature existante confirme que la Fed bénéficie d’une performance de prévision supérieure aux agents privés en ce qui concerne l’inflation, mais pas sur la croissance du PIB. En outre, plus l’horizon de prévision est lointain, plus l’avantage de la Fed est prononcé. Cette supériorité semble cependant diminuer dans la période la plus récente, mais reste importante. Cet article met en lumière les sources potentielles de cette supériorité et suggère qu’elle

pourrait provenir d'une meilleure information sur les chocs affectant l'économie plutôt que d'un meilleur modèle de l'économie. La publication de ces prévisions macroéconomiques participe donc à la diffusion de l'information parmi les agents économiques et à l'efficacité de la politique monétaire en permettant aux agents privés d'en appréhender l'inclination et l'évolution future probable.

L'« effet ricardien » : à prendre avec précaution !

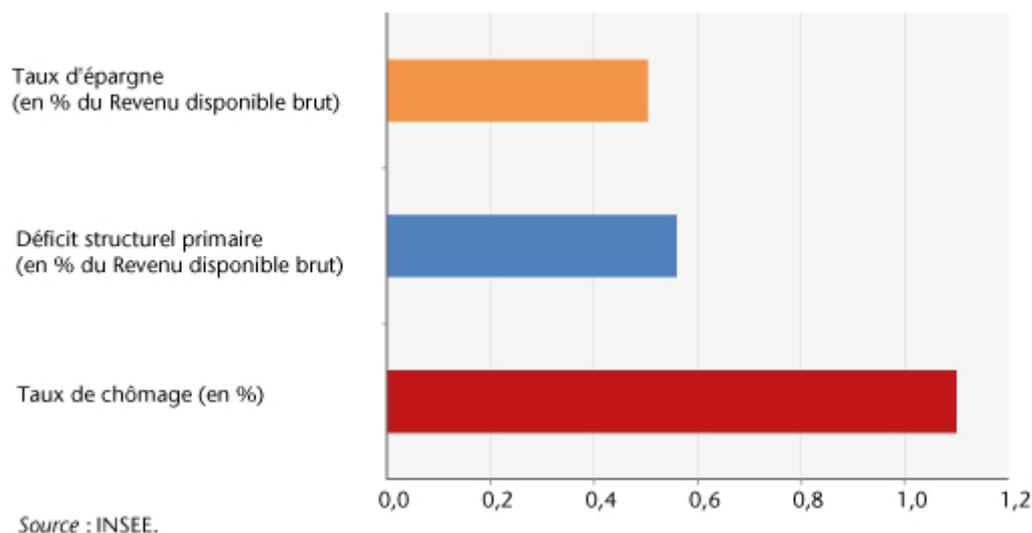
par David Ben Dahan et [Eric Heyer](#)

La dégradation des finances publiques influence-t-elle le comportement de consommation des ménages ? [Une étude récente de l'Insee](#) tente d'y répondre en estimant économétriquement les déterminants du taux d'épargne sur des données annuelles allant de 1971 à 2011. Les résultats mènent les auteurs de cette étude à attribuer les variations récentes du taux de consommation des ménages français à la politique budgétaire et à l'état des finances publiques. Ainsi leur modèle conclut-il à l'existence significative d'un « effet ricardien » : constatant la dégradation des finances publiques au cours de la crise, les ménages auraient anticipé une hausse future des impôts, les conduisant à épargner davantage au cours de la période récente. Notons que cet effet n'est que temporaire : les résultats économétriques de l'Insee indiquent que ce dernier aurait pesé sur la consommation des ménages à court terme mais s'estomperait rapidement et disparaîtrait à long terme. Les ménages seraient donc « ricardiens » ... mais à court

terme uniquement !

Cet oxymore peut être dû au fait que, sur la période étudiée par l'Insee, les déterminants standards de la consommation que sont l'inflation, les taux d'intérêt et le taux de chômage n'ont pas d'effet. Ainsi donc, pour l'Insee, les ménages français formeraient des anticipations rationnelles de court terme, mais ne constitueraient pas d'« épargne de précaution » contre les risques liés à la dégradation du marché du travail. Or, en période de récession, la dégradation des finances publiques allant de pair avec une hausse conséquente du chômage, l'« effet ricardien » et l'« épargne de précaution » entrent en concurrence, rendant leur distinction délicate (graphique 1).

Graphique 1: Évolution du taux d'épargne, du déficit public et du taux de chômage entre 2008 et 2011



Il est à noter à cet égard que la stabilité des paramètres estimés par l'Insee n'est pas assurée sur la période 1970-2011 : la non-significativité du taux de chômage est levée lorsque l'on débute la période d'estimation plus tard, à compter de 1975, et cette variable devient fortement significative à partir de 1978. C'est la raison pour laquelle nous avons reproduit l'analyse de l'Insee en débutant l'estimation en 1978. Les résultats issus de la modélisation du taux de consommation des ménages par un modèle à correction d'erreurs (MCE), selon trois spécifications différentes

synthétisées dans le tableau 1, peuvent être résumés de la manière suivante :

1. A l'instar des résultats de l'Insee, aucun « effet ricardien » ne ressort significativement à long terme sur la période 1978-2011. A court terme, cet effet sort très légèrement significatif (à 10 % dans l'équation 1) ;
2. Lorsque l'on intègre dans l'analyse le taux de chômage, ce dernier sort significativement à court et long terme (équations 2 et 3) ;
3. Lorsqu'ils sont mis en parallèle avec l'épargne de précaution, l' « effet ricardien » perd son pouvoir explicatif de court terme (équation 2).

Tableau 1. Résumé des résultats d'estimations des déterminants du taux de consommation des ménages

Période : 1978-2011

	Équation 1	Équation 2	Équation 3
Effet de long terme			
Force de rappel	-0,003*** (-5,18)	-0,004*** (-5,37)	-0,004*** (-6,66)
Épargne de précaution		Oui	Oui
Taux de chômage (en %)		-0,98*** (-3,32)	-0,78*** (-3,67)
Effet ricardien		Non	
Solde public structurel primaire (en % RdB)		0,16 (0,91)	
Dynamique de court terme			
Épargne de précaution		Oui	Oui
Taux de chômage (en %)		-0,04** (-2,04)	-0,05*** (-3,37)
Effet ricardien	Oui	Non	
Solde public structurel primaire (en % RdB)	0,12* (1,94)	-0,02** (-2,47)	
Diagnostic statistique			
R ²	0,98	0,98	0,99
SSR	0,0005	0,0004	0,0003
SSE	0,005	0,0045	0,0038
LM	0,018 (p>0,98)	0,32 (p>0,73)	0,55 (p>0,58)
Jarque-Berra	0,70 (p>0,70)	1,06 (p>0,59)	1,19 (p>0,55)
Arch	0,14 (p>0,71)	0,66 (p>0,42)	0,11 (p>0,73)

Notes de lecture :

Le taux de consommation des ménages est le rapport entre la consommation des ménages et leur revenu disponible brut (RdB).

***, **, * signifie que les coefficients sont significatifs à respectivement 1%, 5% et 10%.

Entre parenthèses figure le t de student.

La dynamique de court terme n'est pas reproduite intégralement dans le tableau. Seuls les « effets ricardiens » et d'« épargne de précaution » sont reproduits ici.

Les trois spécifications ont des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus de l'équation. Ces résidus sont homoscédastiques au regard du test de White et du test ARCH. La forme fonctionnelle de l'équation est validée par le test Reset. Enfin, selon le test de Jarque-Berra, les résidus de l'équation suivent une loi normale.

Nos estimations montrent que l'augmentation des déficits n'entraîne pas de baisse de la consommation et que la hausse du taux d'épargne observée entre 2008 et 2011 s'expliquerait par une « épargne de précaution » due à la forte dégradation du marché du travail.

Ce résultat conforte par ailleurs l'analyse menée dans d'autres travaux de l'OFCE sur l'importance des multiplicateurs budgétaires.

Banques centrales : le dernier rempart ?

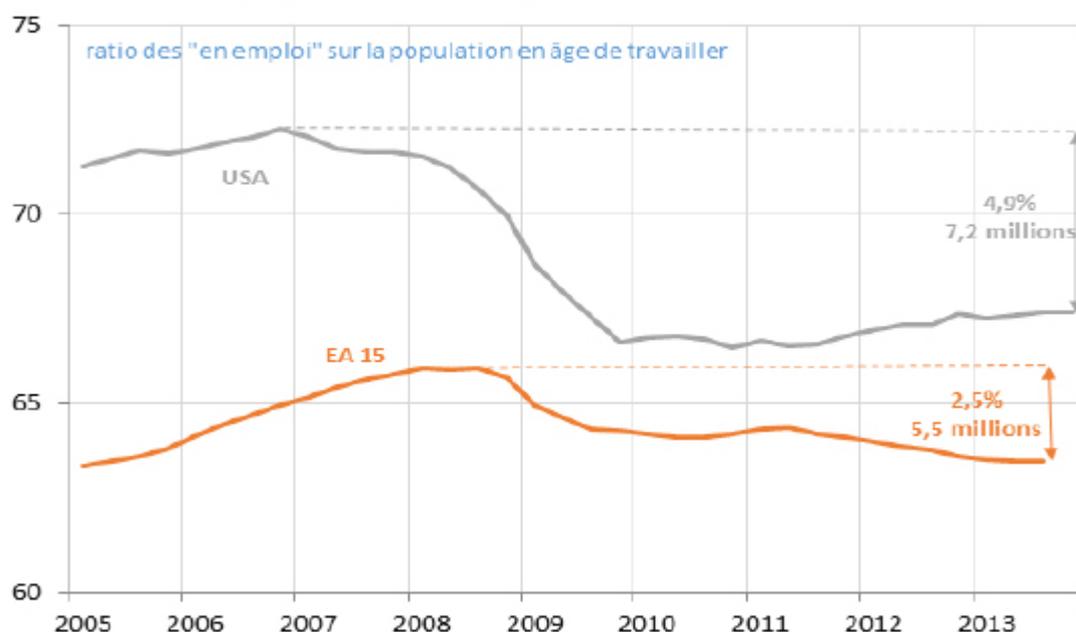
par [Xavier Timbeau](#), @XTimbeau

Ce texte résume [les perspectives 2014-2015 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#)

La croissance du PIB est à nouveau positive dans la plupart des pays développés ! Faut-il s'en réjouir et crier victoire parce que nous sommes sortis de la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale ? Les sacrifices consentis et les sueurs froides, tout ceci a-t-il finalement payé ?

Et bien non. La croissance est positive, mais insuffisante pour induire une baisse du chômage. Y compris aux Etats-Unis, où pourtant le chômage a baissé, le taux d'emploi ne se redresse pas (graphique 1). C'est qu'on peut sortir du chômage vers l'emploi mais aussi vers l'inactivité, c'est-à-dire le retrait du marché du travail. Et c'est ce découragement des chômeurs qui domine aux Etats-Unis.

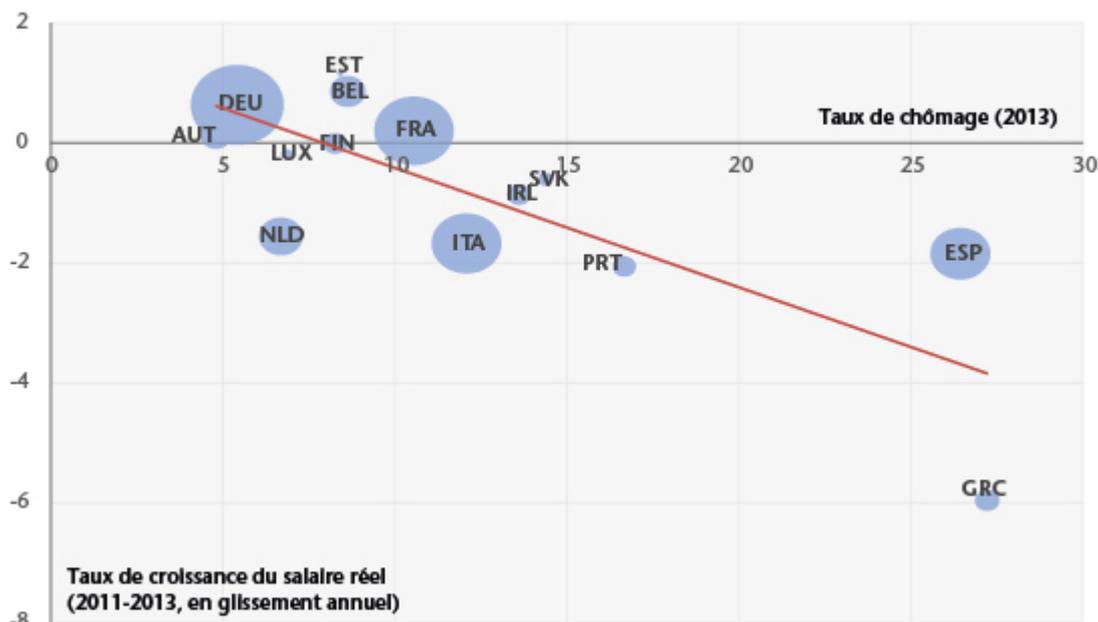
Graphique 1 : Taux d'emploi en zone euro et aux États-Unis



Source : OCDE.

Et si l'on attend encore un peu (au-delà de 2015) pour que cela s'arrange, on risque fort d'être déçu, [comme l'indiquent nos prévisions d'avril 2014](#). Car en effet, cette situation sur le marché du travail alimente les pressions déflationnistes. Le graphique 2 illustre cette pression lente et continue. Le débat sur le salaire minimum, réveillé en France récemment, s'inscrit dans cette logique. En situation de chômage élevé, le fonctionnement concurrentiel du marché du travail conduit à la réduction du salaire réel, c'est-à-dire du pouvoir d'achat.

Graphique 2 : Niveau du taux de chômage et taux de croissance du salaire réel



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Notons qu'il s'agit du salaire réel, car, la baisse des salaires nominaux, la pression de la concurrence sur le marché des biens ou les dévaluations fiscales provoquent des baisses de prix. C'est pourquoi les indices de prix indiquent une inflation en net ralentissement, mais sans que pour autant, quoiqu'en dise Mario Draghi (« *with low inflation, you can buy more stuff* »), le pouvoir d'achat s'accroisse (« les salaires ralentissent plus que les prix, Mario ! »). Ainsi, doucement, et tant que le chômage sera élevé, nous nous enfonçons dans une déflation dont la principale conséquence sera d'accroître le poids réel des dettes privées ou publiques. Or ce sont ces dettes privées, socialisées, et donc ensuite publiques, qui nous ont plongés dans cette crise. Avec la déflation, la spirale des dettes continuera et nous maintiendra dans la crise.

Pour en sortir, tous les regards se tournent vers les banques centrales. Puisqu'elles ont comme mandat la stabilité des prix, elles sont donc obligées de tout mettre en œuvre pour empêcher une telle déflation. Elles ont d'ailleurs montré une grande créativité ces derniers temps, en ajoutant à leur

arsenal des politiques monétaires non-conventionnelles ... dont on va chercher encore pendant des années à caractériser les modes opératoires et analyser les impacts. Au passage, on peut oublier les manuels de politique monétaire, devenus obsolètes et ringards comme un timbre-poste sur une lettre postale à côté d'un flux twitter.

Mais les banques centrales risquent de ne pas y parvenir : ce qui fait la déflation c'est le chômage. Ce qui a fait le chômage, c'est l'austérité immédiate, quand les multiplicateurs budgétaires sont élevés (et non pas étalée, comme nous l'avions proposé dans le [rapport iAGS 2013](#)). Compter sur la politique monétaire seule pour nous prémunir de la déflation est donc insuffisant. Pour vraiment sortir de la déflation, il nous faut réduire rapidement le chômage, en recourant aussi à la politique budgétaire. Les difficultés sont réelles, mais de nombreuses propositions sont sur la table (le [rapport iAGS 2014](#) en contient quelques unes).

C'est pourquoi, malgré des chiffres positifs, les perspectives de croissance pour l'année 2014 et 2015 pour les principaux pays développés sont toujours inquiétantes.

France : ajustements graduels (prévisions)

Ce texte résume les [prévisions 2014-2015 pour l'économie française](#)

par [Éric Heyer](#), Marion Cochard, [Bruno Ducoudré](#) et Hervé Péléraux

En 2013, l'économie française a connu une croissance de 0,3 %

en moyenne annuelle, ce qui lui a permis de retrouver en fin d'année le niveau de production atteint six ans plus tôt, début 2008. Entre 2008 et le début de 2011, l'économie française a bien résisté si on la compare à celle de ses principaux partenaires. Au premier trimestre 2011, le PIB français avait même quasiment retrouvé son niveau d'avant-crise et n'accusait que très peu de retard vis-à-vis de l'Allemagne et des États-Unis. La donne a en revanche changé à partir du deuxième trimestre 2011 avec les premiers effets de la politique de rigueur, mise en place en 2010. La dynamique de reprise qui s'était enclenchée après la récession s'est donc interrompue : le PIB de la France a alors connu une croissance annuelle positive certes mais proche de zéro jusqu'en 2013. Au final, la France sort de cette période de six années avec des déficits accrus et qui restent au-delà de la norme de 3 % du PIB. La purge budgétaire s'est ainsi avérée peu efficace et d'un coût en termes d'activité, de situation financière pour les entreprises et de chômage, disproportionné par rapport aux résultats obtenus.

Depuis quelques mois, le paysage conjoncturel s'est notablement éclairci en Europe, avec un retour de la croissance et un raffermissement des indicateurs conjoncturels. Pour ce qui est de la France, les enquêtes de conjoncture témoignent également d'un retournement de la confiance dans les secteurs productifs.

Le relâchement de l'austérité permettra à l'économie française de prolonger ce mouvement positif : la croissance du PIB français devrait s'accélérer graduellement en 2014 et en 2015.

Pour 2014, si on ne tient compte que des mesures déjà votées, la croissance serait de 1,2 % en France, niveau insuffisant pour que le chômage baisse et pour atteindre la cible de déficit de 3,6 %. L'annonce, lors du Discours de Politique Général (DPG) de Manuel Valls le 8 avril 2014, d'un supplément d'austérité de 4 milliards d'euros dans le cadre d'un budget

rectificatif avant cet été permettrait au gouvernement de respecter son engagement de déficit. Mais cela pèserait inévitablement sur l'activité et réduirait la croissance attendue pour l'économie française à 1 %, portant le taux de chômage à 10,2 % de la population active en fin d'année.

Tableau 1. Mesures annoncées dans le discours de politique générale (DPG) de Manuel Valls le 8 avril 2014

		Date de mise en œuvre	Montant en mds €	Multiplicateur	Impact sur la croissance, en %
	CICE année 1	1er janvier 2014	9	1,0	0,5
	CICE année 2	1er janvier 2015	7	0,8	0,3
	CICE année 3	1er janvier 2016	1	0,8	0,0
	CICE année 4	1er janvier 2017	2	0,8	0,1
	CICE année 5	1er janvier 2018	1	0,8	0,0
Pacte de responsabilité	Allègements bas salaires	1er janvier 2015	4,5	0,9	0,2
	Allègements salaires > 1,6 SMIC	1er janvier 2016	4,5	0,8	0,2
	Allègements indépendants et artisans	1er janvier 2015	1	0,8	0,04
	TOTAL		30		1,4
Pacte de solidarité	Allègements cotisations salariales <1,3 SMIC	1er janvier 2015	2,3	0,8	0,1
	Baisses impôts	2016-2017	2,7	0,7	0,1
	TOTAL		5		0,2
Assises de la fiscalité	Suppression de la C3S	2015	1		0,04
		2016-2017	4	0,8	0,16
	Suppression de la surtaxe de l'IS	2016	2,3	0,9	0,1
	Baisse du taux d'IS	Horizon 2020			

Sources : DPG, calculs de l'auteur.

Le DPG bouleverse également la dynamique attendue pour 2015 : avant le DPG, nous tablions sur une croissance de 1,6 % du PIB. Les entreprises profiteraient de ce regain de croissance pour restaurer progressivement leur situation financière. Cette stratégie repose prioritairement sur l'augmentation de la productivité qui permettrait de résorber les marges de capacité de production et de restaurer le taux de marge. Dans ce scénario, les finances publiques continueraient elle aussi à s'ajuster graduellement et le déficit des APU s'établirait à 3 % du PIB. Corollaire à cet ajustement, le taux de chômage

continuerait d'augmenter en 2015. L'accélération de la mise en place du Pacte de responsabilité et de solidarité promise lors du DPG et le flou autour de son financement peuvent remettre en cause le scénario présenté précédemment. Sans nouvelles mesures d'économies de dépenses publiques autres que les 12 milliards d'euros déjà intégrés dans notre scénario central, l'injection de 8,8 milliards d'euros de nouvelles mesures (tableau 1) permettrait à l'économie française d'atteindre 2 % de croissance en 2015, comme en 2011. Cette croissance, conjuguée aux effets des allègements de cotisations sociales sur les bas salaires, permettrait au taux de chômage de retrouver le niveau de fin 2013 à 9,8 % de la population active fin 2015. La baisse de l'impulsion budgétaire à -0,1 % du PIB, bien qu'en partie compensée par l'effet de la croissance sur les recettes fiscales, éloignerait cependant le scénario de la trajectoire de Bruxelles, avec un déficit public à -3,2 % du PIB. Si de nouvelles mesures d'économies devaient être adoptées pour financer *ex ante* ces nouvelles mesures en 2015, compte tenu des multiplicateurs budgétaires plus élevés sur la dépense publique, l'effet positif sur la croissance s'annulerait, le déficit public s'établirait au-delà des 3 % (3,1 % du PIB) et le taux de chômage à 10 % fin 2015. Ce scénario apparaît donc plus mauvais que le scénario central en termes de finances publiques et de croissance, la légère baisse du taux de chômage n'étant due qu'à l'effet des allègements de cotisations sociales sur les bas salaires, et donc à une proportion d'emplois à bas salaires dans l'emploi total plus importante (tableau 2).

Tableau 2. Résumé de la prévision pour 2014 et 2015

	2013	2014		2015		
		Avant DPG	Après DPG	Avant DPG	Après DPG	
					Non financé	Financé*
PIB (en %)	0,3	1,2	1,0	1,6	2,0	1,5
Solde public (en % du PIB)	-4,3	-3,7	-3,6	-3,0	-3,2	-3,1
Taux de chômage*	9,8	10,0	10,1	10,1	9,8	10,0
Impulsion budgétaire	-1,2	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,6

* On suppose que les 9,3 milliards d'euros de mesures d'allègements de cotisations sociales et impôts sont financés par une baisse du même montant des dépenses publiques, qui vient s'ajouter aux 50 milliards déjà annoncés par le gouvernement.

Sources : INSEE, comptes nationaux, calculs de l'auteur.

Doit-on se réjouir de la baisse du taux de chômage en fin d'année 2013 ?

par [Bruno Ducoudré](#) et [Eric Heyer](#)

Chaque trimestre, l'Insee publie le taux de chômage au sens du Bureau International du Travail (BIT) : pour le 4^{ème} trimestre 2013, en France métropolitaine, celui-ci est en **baisse** de 0,1 point, soit 41 000 chômeurs en moins. Parallèlement, chaque mois paraît le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle Emploi : au cours du 4^e trimestre 2013, cette source indique une **hausse** de 23 000 du nombre de demandeurs d'emploi inscrits en catégorie A. Dans un cas le chômage baisse, dans l'autre il augmente, ce qui ne permet pas de poser un diagnostic clair quant à l'évolution du chômage sur la fin d'année.

A quoi doit-on attribuer la différence de diagnostic entre l'Insee et Pôle emploi ?

Outre les différences liées à la méthodologie (enquête Emploi pour le BIT, source administrative pour Pôle emploi), rappelons que pour être comptabilisé comme chômeur au sens du BIT, il faut remplir trois conditions : être sans emploi, disponible pour en occuper un et effectuer une recherche active d'emploi. La seule inscription à Pôle emploi n'est cependant pas suffisante pour remplir cette dernière condition. Ainsi, les inscrits en catégorie A à Pôle emploi qui n'ont pas effectué de recherche active ne sont pas comptabilisés comme chômeurs au sens du BIT. Le critère du BIT est donc plus restrictif. Historiquement [le nombre de chômeurs inscrits à Pôle emploi est plus élevé que celui calculé au sens du BIT pour les personnes âgées de 25 ans et plus](#). Pour les moins de 25 ans, l'intérêt de s'inscrire à Pôle emploi est généralement plus faible[1] sauf en période d'activation du traitement social du chômage comme ce fut le cas lors du dernier trimestre 2013: pour bénéficier d'un emploi aidé, il est nécessaire d'être préalablement inscrit à Pôle emploi.

Tableau 1. Variation du nombre de chômeurs entre le 3^e et le 4^e trimestre 2013

En milliers

	15-24 ans	25-49 ans	50 ans et +	Total
Chômeurs au sens du BIT	-33	3	-11	-41
Inscrits à Pôle Emploi en Cat. A	-7	10	20	23
Écart	26	7	31	64

Sources : Insee, enquête Emploi ; Pôle emploi-Dares.

Comme l'indique le tableau 1, quelle que soit la classe d'âge, la situation semble moins favorable dans les chiffres de Pôle emploi que dans ceux au sens du BIT : le découragement face à la dégradation continue depuis plus de 2 ans du chômage a provoqué l'arrêt de la recherche active d'emploi pour un certain nombre de chômeurs qui ne sont plus comptabilisés comme tel au sens du BIT mais qui continuent pourtant à actualiser leur situation à Pôle emploi et donc restent inscrits dans la catégorie A.

La baisse du taux de chômage au sens du BIT est-elle une bonne nouvelle ?

Le taux de chômage peut baisser pour deux raisons : la première, vertueuse, résulte d'une sortie du chômage liée à l'amélioration du marché de l'emploi ; la seconde, moins réjouissante, s'explique par le découragement de certains chômeurs qui basculent alors dans l'inactivité. Les dernières statistiques du BIT soulignent que la baisse de 0,1 du taux de chômage s'explique intégralement par la baisse du taux d'activité – qui mesure le pourcentage de personnes actives dans la population âgée de 15 à 64 ans – et non par la reprise de l'emploi qui est resté stable. La baisse du taux de chômage n'est donc pas attribuable à une reprise de l'emploi, mais à un découragement des chômeurs, qui cessent de rechercher activement un emploi (tableau 2).

**Tableau 2. Décomposition de la variation du taux d'activité au sens du BIT
4^e trimestre 2013**

En points

	15-24 ans	25-49 ans	>49 ans	Total *	Effectifs au T4 2013 (en milliers)
Personnes en emploi	0,3	-0,2	0,2	0	25 547
Chômeurs	-0,5	0	-0,1	-0,1	2 784
Personnes actives	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	28 331

*Les taux d'emploi, de chômage et d'activité totaux sont des taux moyens pondérés par le nombre d'individus dans chaque classe d'âge. La classe d'âge des 25-49 ans est la plus importante et représente environ 60 % de l'ensemble.
Source : Insee, enquête Emploi.

Dans le détail, la politique de l'emploi menée par le gouvernement – emplois d'avenir, contrats uniques d'insertion – a eu un effet positif sur l'emploi des jeunes, le taux d'emploi augmentant de 0,3 point au cours du dernier trimestre 2013. Chez les seniors, le taux d'emploi continue toujours d'augmenter (de 0,2 point) du fait du recul de l'âge de départ effectif à la retraite. Certes, le chômage au sens du BIT baisse chez les seniors, mais la forte hausse des inscriptions à Pôle emploi dans cette classe d'âge (tableau 1) traduit certainement une modification dans leur comportement de recherche d'emploi : de plus en plus de seniors ne font plus acte de recherche d'emploi. Ils sont désormais classés dans le « halo » du chômage, qui lui poursuit sa hausse.

Finalement, la baisse du taux de chômage au sens du BIT,

marquée par l'absence de reprise de l'emploi et le découragement des chômeurs, n'est pas une si bonne nouvelle.

[1] Pour ouvrir un droit à indemnisation au titre du chômage et percevoir l'allocation d'aide au retour à l'emploi, il faut justifier de 122 jours d'affiliation ou de 610 heures de travail au cours des 28 mois qui précèdent la fin du contrat de travail.

Croissance au quatrième trimestre 2013, mais ...

Par Hervé Péléraux

Selon [l'indicateur avancé de l'OFCE](#), l'économie française a dû progresser de +0,5 % au quatrième trimestre 2013. Ce résultat attendu traduit l'amélioration des enquêtes de conjoncture, notable depuis environ un an. Marque-t-il pour autant le retour du PIB sur un sentier de croissance durablement plus élevé ? Il est encore trop tôt pour le dire.

L'amélioration des enquêtes de conjoncture a d'abord préfiguré l'interruption de la seconde récession intervenue au cours du premier semestre 2011. Les comptes nationaux ont ensuite validé le signal émis par les enquêtes, avec une reprise de la croissance au deuxième trimestre 2013 de +0,6 % (tableau). Le PIB s'est certes à nouveau replié au troisième trimestre (-0,1 %), mais en moyenne, sur les deux derniers trimestres, la croissance s'est établie à environ +0,2 % par trimestre, rythme de croissance encore très modéré mais positif.

Dans le même temps, l'indicateur avancé, qui vise à traduire, par une estimation de la croissance du PIB à très court terme, l'information conjoncturelle contenue dans les enquêtes, témoignait aussi d'un lent redressement de l'activité : en moyenne sur les deux derniers trimestres, la croissance est estimée à +0,1 %, chiffre un peu inférieur à l'évaluation des comptes nationaux.

Tableau. Taux de croissance du PIB français selon les comptes nationaux et l'indicateur

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2005

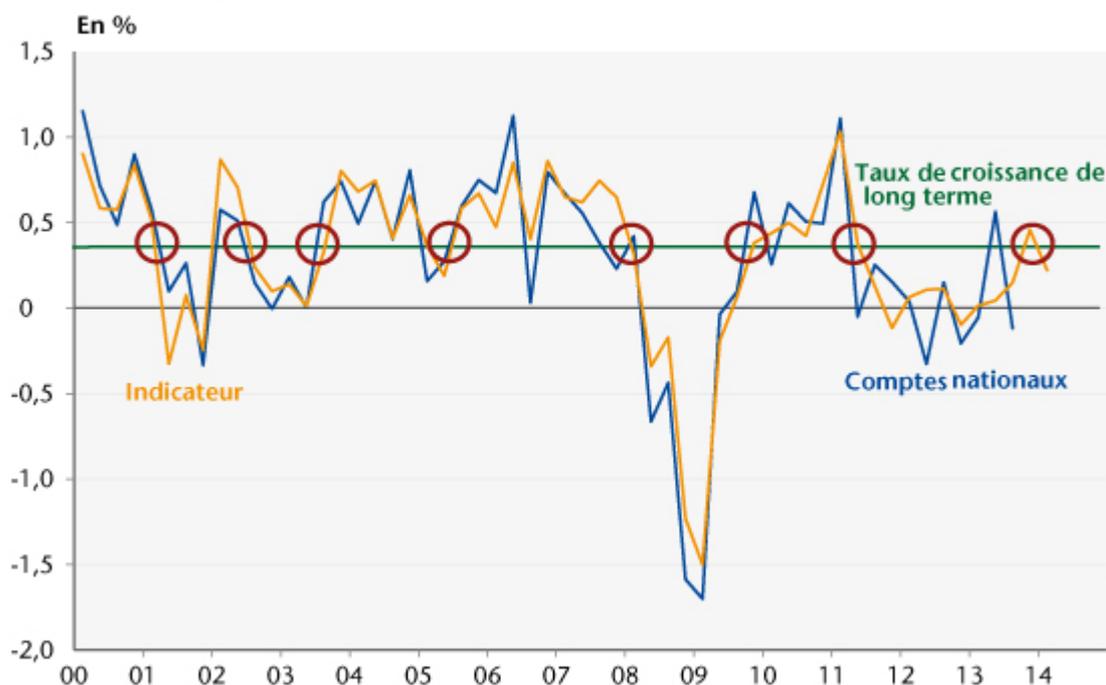
	2012	2013				2014
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Comptes nationaux	-0,2	-0,1	+0,6	-0,1	-	-
Indicateur	-0,1	0,0	0,0	+0,1	+0,5	+0,2

Sources : INSEE, Commission européenne, calculs OFCE.

Depuis quelques mois, la progression non démentie de la confiance des agents privés a rehaussé les perspectives pour la fin de l'année 2013 : le débat s'oriente désormais vers la possibilité pour l'économie française de franchir un point de retournement à la hausse et pour la croissance de s'établir durablement à un rythme supérieur à son taux de croissance de long terme (+0,35 % par trimestre).

Conformément à l'expérience passée, lorsque l'indicateur a lancé des signaux avant-coureurs de retournement du cycle conjoncturel, le signal envoyé pour le quatrième trimestre 2013 pose le jalon d'un franchissement du taux de croissance de long terme de l'économie française (graphique). Ce signal est fragile : les informations encore très partielles sur le premier trimestre 2014, à savoir les enquêtes de conjoncture de janvier, laissent attendre une rechute du taux de croissance sous le potentiel. L'éventualité d'une vraie reprise, durable, à même de créer des emplois et d'inverser la courbe du chômage, est donc encore très incertaine.

Graphique. La croissance du PIB estimée et prévue



Sources : INSEE, Commission européenne, calculs OFCE.

Note sur l'indicateur avancé :

L'indicateur avancé vise à prévoir le taux de croissance trimestriel du PIB français deux trimestres au-delà des dernières données disponibles. Les composantes de l'indicateur sont sélectionnées parmi les données d'enquêtes, séries rapidement disponibles et non révisées. La sélection des séries est menée sur une base économétrique en partant des enquêtes de conjoncture réalisées dans les différents secteurs productifs (industrie, construction, services, commerce de détail) et auprès des consommateurs. Deux séries liées à l'environnement international sont également significatives, le taux de croissance du taux de change réel de l'euro contre le dollar et le taux de croissance réel du prix du pétrole.

Certaines des composantes sont avancées d'au moins deux trimestres et peuvent être utilisées comme telles pour prévoir la croissance du PIB. Les autres sont coïncidentes, ou ne sont pas suffisamment avancées pour effectuer une prévision à deux

trimestres. Ces séries doivent être prévues, mais sur un horizon de court terme qui n'excède jamais quatre mois.

L'indicateur avancé est calculé au début de chaque mois, peu après la publication des enquêtes auprès des entreprises et des ménages.

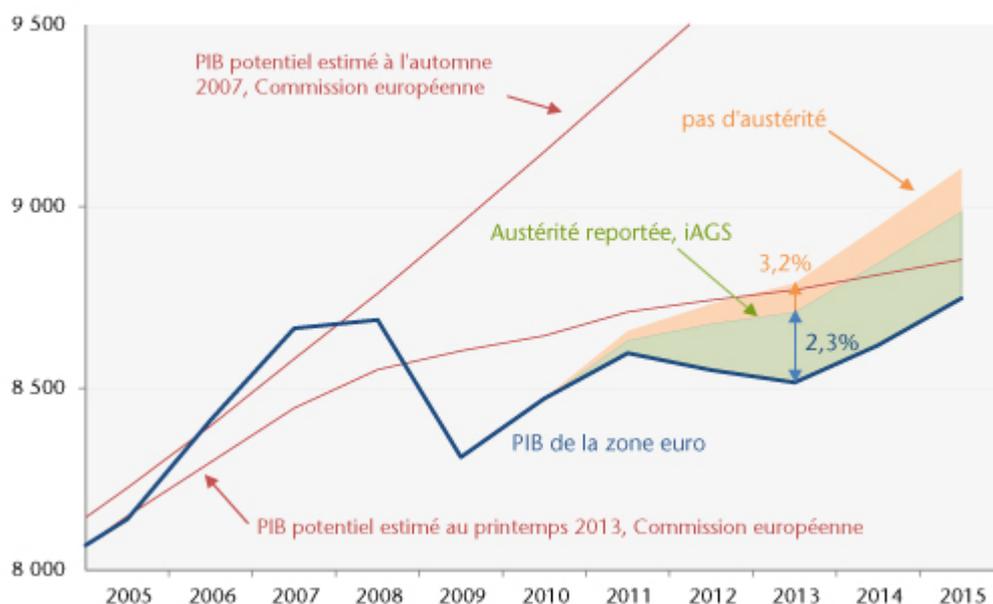
De l'austérité à la stagnation

Par [Xavier Timbeau](#)

Depuis 2010, la Commission européenne publie chaque année une « [revue annuelle de la croissance](#) », *Annual Growth Survey* en anglais, pour alimenter le semestre européen pendant lequel les gouvernements et les parlements des Etats membres, la Commission, la société civile doivent discuter et élaborer les stratégies économiques des différents pays européens. Il nous a paru important de participer à ce débat en publiant au même moment que la Commission une revue *indépendante* annuelle de croissance (*indepedent Annual Growth Survey* ou [iAGS](#)) en collaboration avec l'IMK, institut allemand et l'ECLM, institut danois. Ainsi, dans [l'iAGS 2014](#), nous évaluons le coût de l'austérité menée depuis 2011. Menée alors que les multiplicateurs budgétaires étaient très élevés, d'une ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, cette politique d'austérité a été suivie simultanément par la plupart des pays de la zone euro. Il en a résulté un PIB amputé de 3,2% en zone euro pour 2013. Une stratégie alternative, aboutissant aux mêmes ratios de dette sur PIB dans 20 ans (soit 60% dans la plupart des pays) aurait été

possible en ne cherchant pas à réduire les déficits publics à court terme, lorsque les multiplicateurs sont élevés. La baisse du chômage, le rétablissement des bilans des agents ou encore la sortie de la trappe à liquidité sont les conditions pour que les multiplicateurs budgétaires soient à nouveau bas. Un ajustement réduit mais continu, stratégie tout aussi rigoureuse sur le plan budgétaire mais plus adaptée à la situation économique, aurait permis de bénéficier de 2,3% points de PIB en plus en 2013, soit bien plus que dans la situation d'austérité brutale dans laquelle nous sommes. Ainsi, il n'y aurait pas eu de récession en 2012 ou en 2013 pour la zone euro dans son ensemble (voir le graphique ci-dessous : PIB en millions d'euros).

Impact de l'austérité sur l'activité, 2011-2015



Source : iAGS 2014, Eurostat et Commission européenne.

Il est souvent avancé que la situation des finances publiques des pays de la zone euro ne laissait pas de choix. En particulier, la pression des marchés a été telle que certains pays ont craint, comme la Grèce par exemple, de perdre l'accès aux financements privés de leur dette publique. Les montants en jeu et une situation de déficit primaire sont avancés pour justifier cette stratégie brutale afin de convaincre à la fois les marchés et les partenaires européens. Pourtant, la crise des dettes souveraines, et donc la pression des marchés, s'est

achevée dès lors que la Banque centrale européenne a annoncé qu'aucun pays ne quitterait l'euro, puis a mis en place un instrument, l'OMT (*Outright Monetary Transaction*) qui permet, sous condition, de racheter des titres de dette publique des pays de la zone euro et donc d'intervenir pour contrer la défiance des marchés ([voir une analyse ici](#)). Dès lors, ce qui compte, c'est la soutenabilité de la dette publique à moyen terme et non plus la démonstration dans l'urgence que l'on peut faire accepter n'importe quelle politique aux populations. Or cette soutenabilité nécessite une politique d'ajustement continu (parce que les déficits sont élevés) et modéré (parce que les politiques budgétaires ont un impact majeur sur l'activité). En choisissant la voie dure de l'austérité, nous avons payé le prix fort de l'incohérence institutionnelle de la zone euro que la crise a révélée. Dans [l'iAGS 2014](#), nous pointons d'autres coûts que la perte d'activité due à cette austérité. D'une part, les inégalités augmentent et la pauvreté ancrée, c'est-à-dire mesurée à partir des revenus médians de 2008, s'accroît de façon considérable dans les pays les plus touchés par la récession. Le niveau élevé du chômage entraîne certains pays (l'Espagne, le Portugal et la Grèce) dans la déflation salariale. Cette déflation salariale se traduira par des gains de compétitivité-coût mais, en retour, conduira leurs partenaires à s'engager aussi sur la voie de la déflation salariale ou de la dévaluation fiscale. Au total, l'ajustement des taux de change effectifs ne se produira pas, ou à un rythme si lent que ce sont les effets de la déflation qui domineront, d'autant que l'appréciation de l'euro ruinera les espoirs d'une compétitivité accrue par rapport au reste du monde. L'effet principal de la déflation salariale sera un alourdissement réel (ou rapporté au revenu) de la dette privée et publique. Cela remettra au centre de l'actualité les défauts massifs, publics comme privés, ainsi que les risques d'éclatement de la zone euro. Pour autant, on peut sortir du piège de la déflation. Des pistes sont développées et chiffrées dans [l'iAGS 2014](#). En réduisant les écarts de taux

souverains, on peut donner une marge de manœuvre importante aux pays en crise. La continuation de l'action de la BCE, mais aussi un engagement crédible des Etats membres pour stabiliser leurs finances publiques en sont les leviers. L'investissement public a été réduit de plus de 2 points de PIB potentiel depuis 2007. Ré-investir dans le futur est une nécessité, d'autant que les infrastructures non entretenues coûteront très cher à reconstruire si on les laisse s'effondrer. Mais c'est aussi un moyen de stimuler l'activité sans compromettre la discipline budgétaire, puisque celle-ci doit être appréciée non pas par l'évolution de la dette brute mais par celle de la dette nette. Enfin, le salaire minimum doit être utilisé comme instrument de coordination. Nos simulations montrent qu'il y a là un moyen de freiner les processus déflationnistes et de résorber les déséquilibres courants si les pays en excédent s'engagent à ce que leur salaire minimum augmente plus vite en termes réel que leur productivité et qu'au contraire dans les pays en déficit, le salaire minimum augmente moins vite que la productivité. Une telle règle, qui respecterait à la fois les pratiques nationales en matière de négociation salariale, ainsi que les niveaux de productivité ou les spécificités des marchés du travail, permettrait de réduire graduellement les déséquilibres macroéconomiques de la zone euro.

Retour de la croissance au Royaume-Uni en 2013 : effets en trompe-l'oeil

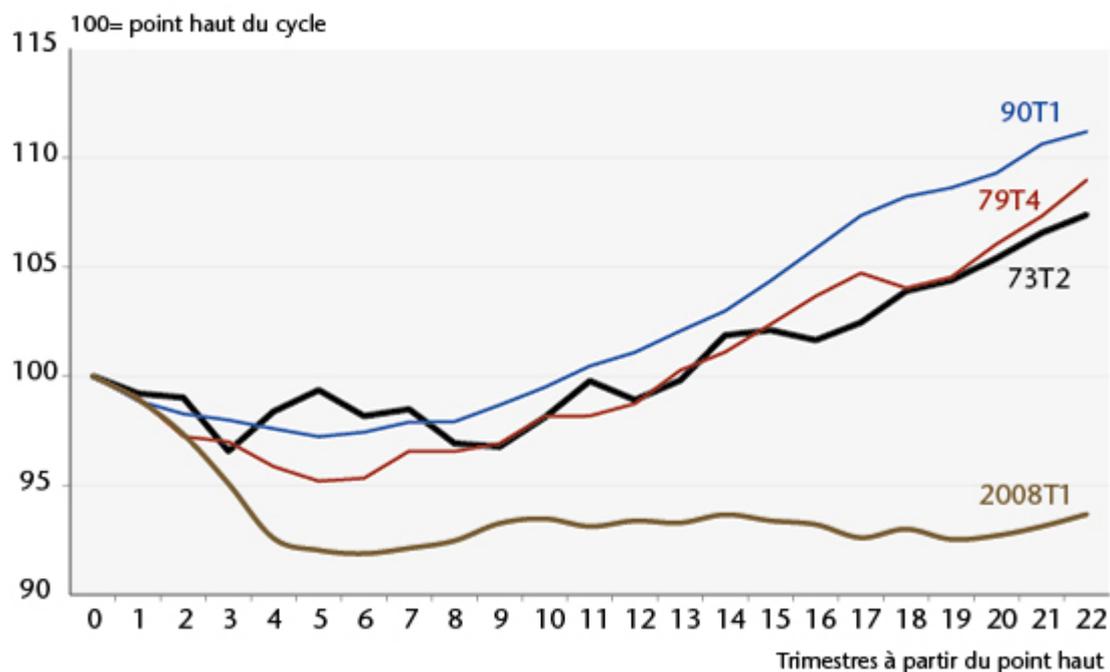
Par [Catherine Mathieu](#)

La dernière estimation des comptes nationaux britanniques,

publiée le 27 novembre, a confirmé une croissance du PIB de 0,8 % au troisième trimestre 2013, après 0,7 % au deuxième trimestre et 0,4 % au premier trimestre. C'est une belle performance pour l'économie britannique, notamment en comparaison de la zone euro. Ainsi, le PIB est en hausse de 1,5 % sur un an au troisième trimestre 2013 au Royaume-Uni, contre -0,4% dans la zone euro, 0,2 % en France et 0,6 % en Allemagne. Le retour de la croissance au Royaume-Uni serait la preuve, selon certains, que l'austérité budgétaire ne nuit pas à la croissance...au contraire. Mais l'argument nous semble pour le moins discutable.

Regardons les chiffres d'un peu plus près. Certes, le PIB est en hausse de 1,5 % sur un an au troisième trimestre, mais il n'avait augmenté que de 0,1 % en 2012 et reste encore 2,5 points en dessous de son niveau d'avant-crise : tout cela ne constitue pas un grand succès. Plus frappant encore est l'évolution du PIB depuis le début de la crise : le PIB a initialement chuté de 7 points, entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009 ; puis la reprise s'est amorcée, permettant au PIB de regagner 2 points au troisième trimestre 2010, avant de baisser à nouveau. Le profil du PIB depuis le troisième trimestre 2010 est tout à fait inhabituel au regard des sorties de crise précédentes (graphique 1).

Graphique 1 : Évolutions du PIB britannique lors des récessions et reprises



En 2008, le Royaume-Uni a été l'un des premiers pays industrialisés à mettre en place un plan de relance. Gordon Brown, chancelier de l'Echiquier du gouvernement de Tony Blair, a fait baisser le taux normal de TVA de 2,5 points en décembre 2008, afin de soutenir la consommation des ménages. La mesure était annoncée comme temporaire et s'est arrêtée fin 2009. En 2009, la politique budgétaire a ainsi été fortement expansionniste, soit une impulsion budgétaire de 2,8 points de PIB après 0,6 point en 2008 (tableau 1). Le déficit public s'est creusé sous le double effet de la récession et de la politique budgétaire, la dette publique a augmenté.

En mai 2010, les Conservateurs ont remporté les élections sur un programme axé sur la réduction de la dette et des déficits publics. Celui-ci était supposé garantir la confiance des marchés, conserver le triple A de la dette publique britannique et ainsi maintenir le taux d'intérêt sur la dette à un niveau faible. A cela s'est ajoutée une politique monétaire extrêmement active, la Banque d'Angleterre maintenant son taux directeur à 0,5 %, achetant des titres publics et déployant de grands efforts pour faciliter le refinancement des banques et relancer le crédit aux

entreprises et aux ménages. Le redémarrage de la croissance était supposé venir de l'investissement des entreprises et des exportations.

La politique budgétaire mise en place par le gouvernement de David Cameron a donc été fortement restrictive. Dans un premier temps, les mesures ont porté principalement sur la hausse des recettes, *via* un relèvement des taux de TVA, puis sur la baisse des dépenses, notamment des prestations sociales. La reprise de la croissance s'est interrompue. La politique budgétaire est aussi devenue restrictive ailleurs en Europe, l'activité a ralenti chez les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. En 2012, l'austérité budgétaire a été fortement atténuée (tableau 1). Les chiffres de croissance dans la période récente sont loin de montrer un succès de l'austérité.

Tableau 1. Croissance et Impulsions budgétaires au Royaume-Uni depuis 2008

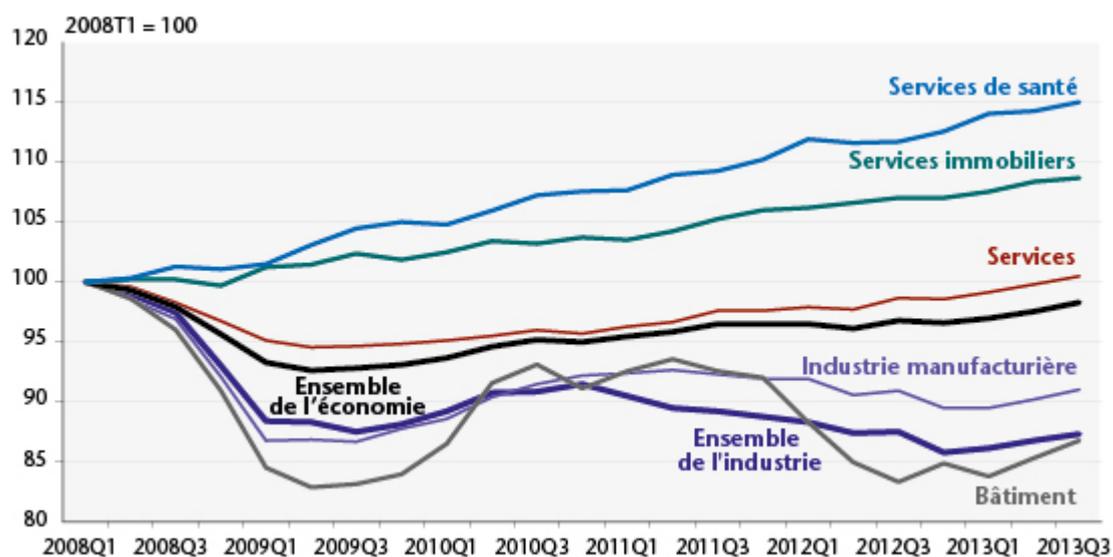
	2008	2009	2010	2011	2012
Croissance	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,1
Impulsion budgétaire	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5

Sources : ONS, OCDE, estimations de l'auteur.

Il est aussi important de noter que David Cameron a dès le départ exclu les dépenses de santé du plan de réduction des dépenses. Les Britanniques sont attachés à leur système public de santé et, pour les Conservateurs nouvellement élus, il s'agissait de ne pas répéter en 2010 l'erreur commise dans les années 1980 lorsque Margaret Thatcher était à la tête du gouvernement. Ainsi, l'austérité budgétaire ne frappe pas le secteur de la santé. Le résultat est clair en termes d'activité : la valeur ajoutée (en volume) du secteur de la santé est aujourd'hui 15 points au-dessus de son niveau d'avant-crise, autrement dit, elle a continué à croître à un rythme annuel moyen de près de 3 % (graphique 2). Le deuxième secteur où l'activité est restée soutenue depuis 2008, et accélère depuis la fin de 2012, est celui de l'immobilier. Au Royaume-Uni, les prix de l'immobilier avaient fortement augmenté avant la crise, conduisant à un endettement record des ménages, et n'ont que peu baissé ensuite. Ils sont restés historiquement élevés et ont même recommencé à augmenter à partir de 2012 (à un rythme annuel d'environ 5 %). Mais les autres secteurs d'activité restent à la traîne. Ainsi,

la plupart des services ont seulement rejoint leur niveau de production d'avant-crise, et pour certains d'entre eux restent très en deçà de ce niveau : - 9 % pour les services financiers et d'assurance, soit un chiffre comparable à celui de l'industrie manufacturière, alors que la perte de production reste de 13 % dans le bâtiment.

Graphique 2 : Évolutions de la valeur ajoutée (en volume) par secteur depuis le début de la crise



Source: ONS (Office for National Statistics).

Depuis 2008, la croissance britannique est donc impulsée en partie par un service public épargné par l'austérité budgétaire et par des services immobiliers soutenus par la politique monétaire ultra-active... Aussi la reprise britannique pourrait-elle donner naissance à une nouvelle bulle immobilière. La consommation des ménages est aujourd'hui le principal moteur de la croissance (tableau 2). L'absence de reprise de l'investissement est l'un des principaux échecs de la politique d'offre mise en place depuis 2010 par le gouvernement. Ce dernier souhaite que le système fiscal britannique devienne le plus compétitif du G20 et, dans ce but, a diminué le taux d'imposition des sociétés pour en faire le plus faible du G20 (le taux, abaissé à 23 % cette année, serait de seulement 20 % en 2015). Mais l'investissement des entreprises ne redémarre pas pour autant. Le gouvernement compte aussi sur les exportations pour tirer la croissance, mais ceci est peu réaliste vu la situation conjoncturelle sur

les principaux marchés extérieurs britanniques, avant tout dans la zone euro. Après avoir soutenu la croissance au cours des trimestres précédents, grâce au dynamisme des ventes hors Union européenne jusqu'à l'été, les exportations ont contribué à faire baisser fortement la croissance au troisième trimestre (-0,8 point de PIB). Alors que le gouvernement britannique s'apprête à présenter son budget le 5 décembre, un soutien de la politique budgétaire serait bienvenu pour maintenir l'économie britannique sur le chemin de la reprise au cours des prochains mois...

Tableau 2. Contributions des composantes de la demande à la croissance

En points de PIB, sauf PIB, en %

	2010		2011		2012		2013	
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	T3*
PIB, en %	1,3	0,8	0,4	0,6	-0,3	0,2	0,6	0,8
Consommation des ménages	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,5	0,4	0,6	0,5
Consommation des administrations publiques	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1
FBCF	0,7	0,2	-0,4	0,1	0,5	-0,8	-0,2	0,2
Productif privé	0,6	0,0	-0,2	0,1	0,4	-0,5	-0,2	0,1
Variations de stocks	1,0	0,4	0,0	0,6	-1,0	0,7	-0,2	0,9
Commerce extérieur	-0,5	-0,3	1,5	-0,2	-0,6	-0,0	0,2	-0,9
Exportations	1,1	1,1	0,7	0,2	0,1	0,3	0,2	-0,8
Importations	-1,5	-1,4	0,8	-0,4	-0,6	-0,3	-0,0	-0,1

Note : Contributions semestrielles, sauf * contributions au troisième trimestre. La somme des contributions peut ne pas correspondre exactement à la croissance du PIB, du fait d'arrondis.

Source : ONS (Office for National Statistics).

Pas de surprise du côté de la Fed*

par Christine Riffart

Sans grande surprise, lors de sa réunion des 29 et 30 octobre, le Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale des Etats-Unis a décidé de maintenir ses mesures non conventionnelles et de laisser inchangé son taux des fonds

fédéraux. Depuis la fin de l'année 2012, la Réserve fédérale procède en effet à des achats massifs de titres (obligations publiques et titres de dette hypothécaire) au rythme de 85 milliards de dollars par mois. L'objectif est de faire pression sur les taux longs et soutenir l'activité, y compris sur le marché immobilier.

Par ailleurs, la Réserve fédérale, engagée dans une stratégie de transparence et de communication qui vise à ancrer les anticipations des investisseurs, n'a fait que confirmer le maintien du taux entre 0 et 0,25 % aussi longtemps que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation anticipée à l'horizon d' 1 à 2 ans ne sera pas supérieure d'un demi-point à l'objectif d'inflation de long terme, fixé à 2 %, et que les anticipations d'inflation de long terme resteront stables. Selon nos prévisions d'octobre (voir [Etats-Unis : la croissance plafonnée](#)), le taux de chômage, de 7,2 % en septembre pourrait atteindre 6,9 % fin 2014. Enfin, l'inflation, à 1,5 % au troisième trimestre 2013, ne dépasserait pas 1,8 % en 2014. Dans ces conditions, aucune hausse n'est attendue avant le deuxième semestre 2015. La politique restera donc particulièrement accommodante.

Les incertitudes portaient davantage sur le retrait effectif des mesures non conventionnelles qui maintiennent les taux longs à des niveaux artificiellement bas. Annoncé en mai dernier, l'arrêt ou la réduction de ces mesures est attendu par les marchés, ces mesures n'ayant pas vocation à durer. Entre mai et septembre 2013, les investisseurs privés ou publics étrangers avaient anticipé le début du retrait et s'étaient défaussés d'une partie de leurs titres. Cet afflux de titres avait fait chuter les prix et entraîné une hausse d'un point des taux longs publics en quelques semaines. Mais la fragilité de la croissance, l'insuffisance des créations d'emploi et surtout l'exercice de communication dans lequel se sont lancées les Banques centrales pour rassurer les marchés financiers ont éloigné au fil des mois, la date d'application

de ce retrait des achats. Les taux longs ont à nouveau baissé, et encore plus ces dernières semaines après la crise budgétaire d'octobre.

Si, rétrospectivement, il apparaît que l'anticipation d'un retrait des mesures non conventionnelles était prématurée, il n'en demeure pas moins que la question du *timing* se pose. Dans son communiqué, le Comité précise que la décision dépendra des perspectives économiques tout autant que de l'évaluation coût / bénéfice du programme. Or, le paysage économique ne devrait pas s'améliorer dans les prochains mois. Si le Congrès parvient à un accord budgétaire avant le 13 décembre, celui-ci se fera assurément sur la base de coupes dans les dépenses publiques. Ce nouveau choc budgétaire viendra freiner encore la croissance et pénaliser davantage le marché du travail. L'émission de nouveaux titres de dette, contrainte en 2013 par le plafond légal de la dette, progresserait alors très lentement en 2014 du fait des ajustements budgétaires. Face à cette modération de l'offre de titres, la Réserve fédérale pourrait réduire ses achats au profit des autres investisseurs. L'équilibre sur le marché des titres pourrait alors être maintenu sans baisse brutale du prix des actifs.

Cette normalisation des instruments de politique monétaire ne devrait pas tarder. Mais elle n'est pas sans risque car une brusque hausse des taux longs n'est pas exclue. Les marchés sont volatiles et l'épisode des mois de mai et juin l'a rappelé. Mais une grande partie du mouvement est déjà intégré par les marchés. La Réserve fédérale devra donc amplifier sa stratégie de communication (en annonçant à l'avance par exemple la date et l'ampleur du retrait) si elle veut réussir le difficile exercice d'équilibriste de maintien d'une politique monétaire très accommodante tout en levant progressivement ses mesures exceptionnelles de bas taux d'intérêt. On fait l'hypothèse que l'exercice sera réussi. Les taux longs publics de 2,7 % au troisième trimestre 2013, ne devraient pas dépasser 3,5 % à la fin de 2014.

*Ce texte s'appuie sur l'étude « Politique monétaire : est ce le début de la fin ? » à paraître prochainement dans [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

France : moins d'austérité, plus de croissance

par [Eric Heyer](#)

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie française](#).

En 2013, l'économie française devrait croître de 0,2 % en moyenne annuelle, ce qui lui permettrait de retrouver en fin d'année son niveau de production atteint six ans plus tôt, soit celui de fin d'année 2007. Cette performance médiocre est très éloignée du chemin qu'aurait dû normalement emprunter une économie en sortie de crise.

Le potentiel de rebond de l'économie française était pourtant important : une croissance spontanée moyenne de près de 2,6 % l'an sur la période 2010-2013 était possible et aurait permis à la France d'annuler la perte de production accumulée au cours des années 2008-2009. Mais cette « reprise » a été freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. Pour la seule année 2013, cette stratégie budgétaire aura amputé l'activité en France de 2,4 points de PIB.

La prise de conscience de l'existence de multiplicateurs

budgétaires élevés a été tardive : elle a eu lieu une fois que les plans d'austérité eurent produit leurs effets négatifs sur la croissance. A la fin mai 2013, elle a poussé les autorités européennes à offrir un délai supplémentaire à six pays de l'Union, dont la France, en vue de corriger leur déficit excessif. L'allègement des exigences de la Commission constitue un ballon d'oxygène et permet au gouvernement d'amoinrir les mesures d'austérité pour 2014. Selon le budget présenté à l'automne 2013, l'effet interne de l'austérité serait ainsi atténué de 0,5 point entre 2013 et 2014, et puisque nos partenaires mènent eux aussi des politiques moins restrictives, un supplément de demande externe est anticipé. Au total, c'est donc près d'un point de croissance qui serait regagné en 2014 par rapport à 2013, grâce à l'allègement de la rigueur et ce, malgré des multiplicateurs budgétaires toujours élevés.

Dans ces conditions, la croissance devrait être de 1,3 % en 2014 en moyenne annuelle. En s'établissant à un rythme toujours inférieur à son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader le marché du travail. Le taux de chômage en France métropolitaine augmenterait légèrement pour s'établir à 10,9 % fin 2014.

La contrepartie à l'allègement de la rigueur est un déficit public plus élevé que ce qui avait été initialement programmé. Le déficit public s'établirait à 3,5 % du PIB en 2014, après avoir atteint 4,1 % en 2013 et la dette brute des administrations publiques frôlerait 95 % du PIB l'année prochaine.