

## Retour en enfer ?

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

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

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

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

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

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

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

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2011. Il a été rédigé par Bruno Ducoudré, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Danielle Schweisguth et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danielle Schweisguth, avec la participation de Vincent Touzé.

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

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

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

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

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE octobre 2011.

**Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

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

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

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

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

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

### Le piège se referme sur l'Europe

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

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

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

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

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

### Le dilemme de la politique monétaire

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

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

En points de PIB

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

En points de PIB

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

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

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

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

### Et si le pire était à venir...

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

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

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

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

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

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

### Peut-on encore sauver la Grèce ?

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

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

# France : austérité consolidée

## Perspectives 2011-2012 pour l'économie française

**E**n moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 1,6 % en 2011 et de 0,8 % en 2012 (tableau 1). Cette performance est particulièrement médiocre et très éloignée du cheminement normal d'une économie en sortie de crise. Trois ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important. Mais la reprise spontanée va être freinée principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble de ses partenaires européens.

### 2008-2009 : récession et déficit

La crise financière partie des États-Unis à l'été 2007 s'est propagée à l'ensemble du monde, plongeant l'économie mondiale dans la crise la plus profonde depuis la Seconde Guerre mondiale. En France, elle s'est matérialisée par une baisse du PIB dès le deuxième trimestre 2008, puis par un effondrement spectaculaire de la production au quatrième trimestre 2008. Sur sa lancée de la fin 2008, l'économie française a continué à se contracter fortement au premier trimestre 2009.

La mise en place d'une action rapide et concertée des politiques économiques a permis un retour à une croissance positive dès le deuxième trimestre 2009, évitant un scénario à la 1929. Sans cette politique économique expansionniste, la baisse du PIB en France en 2009 et en moyenne annuelle aurait été, selon nos simulations, de -4,8 % (au lieu de -2,6 %) : l'activité aurait continué à se contracter au cours de 2009 et l'économie française aurait suivi une trajectoire ressemblant trait pour trait à celle observée quatre-vingts ans plus tôt.

Quant aux finances publiques, les chiffres de dégradation du déficit et de la dette attestent de l'ampleur de la crise. Les déficits sont passés en un an de 3,3 à 7,5 points de PIB, alors que la dette publique a atteint un niveau sans précédent en s'établissant à 79,0 points de PIB, contre 68,2 un an auparavant.

### 2010 : croissance autonome

La lecture des indicateurs économiques publiés au cours de l'année 2010 suggérerait l'arrêt de la dégradation de l'activité et augurait d'une sortie de crise imminente des économies mondiale et française. Ainsi, malgré la fin du stimulus budgétaire dans un grand nombre de pays développés, le PIB mondial, porté

principalement par la reprise de l'activité dans les pays émergents, a de nouveau crû à un rythme proche de 5 % après une baisse de 1,0 % en 2009. Dans la foulée, la demande étrangère adressée à la France s'est redressée après son effondrement sans précédent observé entre la mi-2008 et la mi-2009. Le commerce extérieur a ainsi apporté une contribution positive à la croissance pour la première fois depuis dix ans. Dans ce contexte, le secteur marchand a créé à nouveau des emplois, après deux années de fortes destructions.

### 2011-2012 : une croissance spontanée dynamique ...

Le rebond observé depuis la mi-2009 n'a toutefois pas permis à l'économie française de rattraper son retard de production accumulé au cours de cette crise : l'activité reste très en dessous de sa tendance d'avant-crise dont les principaux symptômes sont le retour d'un chômage de masse et la dégradation des finances publiques.

Dès lors, trois ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : celui-ci correspondrait à une croissance spontanée moyenne de près de 3,8 % l'an au cours des années 2011 et 2012, permettant de rattraper, cinq ans après le début de la crise, l'écart de production accumulé. Ce scénario permettrait de retrouver en 2012 le taux de chômage de 2007 et au ratio dette publique sur PIB d'être proche de son niveau de 2011.

### ... freinée par une vague d'austérité

Deux chocs exogènes freineront ce retour au potentiel.

Le premier est lié à l'envolée des prix des matières premières : à l'instar de 2008, le spectaculaire regain de vigueur du prix du pétrole et des matières premières agricoles sur les marchés mondiaux explique le regain d'inflation que connaissent les économies occidentales fin 2010-début 2011. Absorbé principalement par les ménages, ce choc pèsera sur leur pouvoir d'achat et limitera leurs dépenses. Ce mécanisme, également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux, provoquera un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. En cumulé, ce choc de pouvoir d'achat diminuera de 1,3 point la croissance de

l'économie française au cours de la période 2011-2012.

Le second est lié à la politique budgétaire : à partir de 2011, l'ensemble des pays développés, face à la dégradation de leurs comptes publics et à la menace d'une augmentation de leur prime de risque mettent en place des politiques de restrictions budgétaires. La généralisation de cette stratégie portera un sérieux coup de frein à la croissance de l'économie française, évalué à 3,9 points de PIB au cours des années 2011-2012.

Les pays européens se sont en effet engagés dans leur programme de stabilité à retourner en trois ans à des finances publiques plus équilibrées. Contrairement aux années antérieures, le respect de ces engagements apparaît plus probable : dans un contexte financier incertain, être le seul État à ne pas respecter sa promesse de consolidation budgétaire serait sanctionné immédiatement par un renchérissement de ses conditions financières. Mais en tentant de réduire leurs déficits prématurément, trop rapidement et de façon synchrone, les gouvernements des pays européens prennent le risque d'un nouveau ralentissement de l'activité.

Après avoir revu à la baisse, en août dernier, sa prévision de croissance pour 2012, passant de 2,25 % à 1,75 %, le gouvernement français a décidé de mettre en place un nouveau plan d'austérité afin de pouvoir respecter son engagement d'un déficit de 4,5 points de PIB en 2012. Ce plan de 11 milliards d'euros d'économie vient s'ajouter au plan initial. D'autres pays ont également réajusté à la hausse leur plan de rigueur : c'est le cas notamment de l'Italie qui a multiplié par près de trois son effort budgétaire et de l'Espagne qui s'impose maintenant la plus forte cure d'austérité des grands pays européens.

La prise en compte de ces nouvelles mesures restrictives nous a conduit à revoir significativement nos prévisions de croissance pour l'économie française en 2012. En se cantonnant aux seuls pays européens, la seule surenchère de mesures d'économies annoncées au cours des six derniers mois nous a conduit à abaisser de 0,7 point notre prévision de croissance pour 2012 réalisée en avril dernier pour l'économie française.

Associé à la stratégie de fort désendettement public, un tel contexte renforce le risque de faible croissance. Cette stratégie nécessiterait un relais puissant de la part de la demande privée afin de ne pas briser l'élan de la reprise intervenue en 2010. Mais cet espoir apparaît fragile face aux nombreuses incertitudes pesant sur la dynamique interne.

**Tableau 1 : Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix chaînés)**

	Niveau (prix chaînés)  2009	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuel en %		
		2011				2012				2010	2011	2012
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 750	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	1,4	1,6	0,8
Importations	463	3,2	-0,9	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6	8,3	5,2	1,1
Consommation des ménages	993	0,4	-0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	1,3	0,5	0,6
Consommation des administrations	383	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2	0,9	0,7
FBCF totale, dont :	336	1,2	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	-1,4	3,0	0,9
- Sociétés non financières	173	1,9	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	2,0	4,5	0,9
- Ménages	89	-0,1	1,3	0,4	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	-1,4	2,6	1,2
- Administrations	56	1,5	0,6	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,7	-0,4	0,4
Exportations	426	1,7	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	9,3	4,0	1,4
Variations de stocks (contrib.)		1,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9	0,0
Demande intérieure totale hors stocks	1 621	0,5	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,7	1,1	0,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2011.

**Tableau 2 : Vue d'ensemble**

	Évolutions trimestrielles								2010	2011	2012
	2011				2012						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	66	70	-20	12	7	22	-33	-20	41	181	19
Nombre de chômeurs* (en milliers)	-12	-37	48	21	33	10	53	43	71	-35	108
Taux de chômage* (en %)	9,2	9,1	9,3	9,3	9,4	9,4	9,6	9,7	9,4	9,2	9,6
Déflateur de la consommation (en %)	0,8	0,6	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	1,2	2,0	1,2
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,0	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	2,5	2,4	2,0
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,0	0,5	0,3	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	2,1	2,5	2,0
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,2	0,6	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,8	1,4	1,2
Taux d'épargne (en %)	15,9	17,0	17,2	17,3	17,3	17,3	17,4	17,4	16,1	16,8	17,4
Taux d'épargne financière (en %)	6,5	7,6	7,8	7,8	7,9	8,0	8,0	8,0	6,9	7,4	8,0
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	29,8	28,9	28,8	28,7	28,6	28,4	28,2	28,1	30,1	29,1	28,3
Taux d'investissement (en %)	17,3	17,4	17,4	17,5	17,5	17,4	17,4	17,4	17,0	17,4	17,4
Taux d'autofinancement** (en %)	74,4	69,5	68,1	64,2	65,2	64,9	64,1	63,5	78,3	69,0	64,4
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-7,1	-5,8	-5,2
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									42,5	43,6	44,3
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,5	3,5	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,2	3,2	2,7
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	1,1	1,4	1,6	1,6	1,3	1,1	1,1	1,1	0,8	1,4	1,2

\* Au sens du BIT.

\*\* Épargne brute/FBCF.

**Tableau 3 : Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs**

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2011				2012				2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	3,2	0,4	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	12,0	7,8	4,0
Prix des concurrents en devises (en %)	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,6	0,8	1,8
Prix du pétrole en \$	105	117	114	110	105	105	110	110	79	111	108
Prix des importations en euros (en %)	3,5	0,0	0,3	0,7	0,2	0,1	0,4	0,2	4,0	5,2	1,2
Prix des exportations en euros (en %)	1,8	0,4	0,5	1,0	0,5	0,3	0,4	0,4	1,7	3,8	2,2
Solde des biens et services (Mds d'euros)									-44,8	-63,3	-57,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2011.

Ces incertitudes pèsent en premier lieu sur la confiance des agents privés : à l'image de ce que l'on observe dans de nombreux pays, les enquêtes de conjoncture, qui indiquaient une nette amélioration du moral des agents économiques privés depuis 2009, se sont retournées à nouveau depuis trois mois : c'est notamment ce que traduisent les climats des affaires dans l'industrie et dans les services qui sont redescendus en dessous de leur niveau moyen de longue période.

Par ailleurs, point de départ à toute reprise de l'activité au cours des vingt dernières années, le redémarrage du crédit ne devrait pas constituer à l'horizon 2012, le relais efficace pour pérenniser la croissance. Du côté de l'offre, le ralentissement du revenu des ménages, induit par la forte augmentation du chômage et la forte dégradation du bilan des entreprises, accroît le risque de défaut des agents privés. Cela confortera les banques dans leur stratégie de limitation de prise de risque dans un contexte international très incertain. Le crédit sera également freiné par les pertes de valeur des patrimoines financiers enregistrées par les ménages au cours des trois dernières années.

À l'horizon de notre prévision, les entreprises, notamment industrielles, tenteront de redresser leur taux de marge en rétablissant progressivement leur productivité. Après avoir stagné au cours des années 2008-2010, celle-ci augmenterait en moyenne annuelle de 1,1 % à l'horizon de notre prévision. Des destructions d'emplois dans le secteur marchand sont à attendre dès le troisième trimestre 2011. Sur l'ensemble de l'année 2011, l'emploi marchand progresserait de 81 000. En 2012, 6 000 emplois marchands devraient être détruits.

Dans ce contexte de marché du travail détérioré, la politique de l'emploi, par l'intermédiaire du traitement social, ne jouera pas son rôle de « stabilisateur » du chômage. Après avoir amplifié la hausse du chômage en 2008, du fait de leur réduction, les emplois aidés dans le secteur non-marchand, en hausse au cours de la période de 2009-2010 et stables en 2011, seront à nouveau en légère baisse en 2012. Le niveau en fin d'année 2012 sera identique à celui de fin d'année 2007 alors que dans le même temps le chômage aura augmenté de 710 000 personnes.

Par ailleurs, sous l'effet cumulé de la suppression des départs anticipés des seniors, de l'extinction des dispositifs d'accompagnement des licenciés économiques et des premiers effets de la réforme des retraites adoptée en 2010, la population active devrait augmenter de

**Tableau 4 : Résumé de la prévision pour 2011 et 2012**

En %, moyenne annuelle

	2008	2009	2010	2011*	2012*
<b>Taux de croissance du PIB</b>	-0,2	-2,6	1,4	1,6	0,8
Importations	0,6	-10,6	8,3	5,2	1,1
Consommation des ménages	0,2	0,1	1,3	0,5	0,6
Consommation des administrations	1,2	2,3	1,2	0,9	0,7
Investissement total	0,1	-8,8	-1,4	3,0	0,9
Exportations	-0,6	-12,2	9,3	4,0	1,4
<i>Contribution à la croissance</i>					
Demande intérieure hors stocks	0,4	-1,1	0,8	1,1	0,8
Variations de stocks	-0,2	-1,2	0,5	0,9	0,0
Solde extérieur	-0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,0

\* Prévision OFCE.  
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2011 et 2012.

près de 150 000 personnes en 2011 et de 115 000 en 2012. Le taux de chômage augmenterait régulièrement au cours des six prochains trimestres pour s'établir à 9,3 % fin 2011 et à 9,7 % fin 2012, après 9,1 % au deuxième trimestre 2010.

L'épargne de précaution, résultant de la hausse du chômage, et de la diminution de l'écart critique, ont engendré une hausse du taux d'épargne des ménages au cours de la crise qui a plus qu'effacé l'intégralité de la baisse enregistrée entre 2002 et 2008. Dans la lignée des trois dernières années, et pour les mêmes raisons, le taux d'épargne devrait continuer d'augmenter en 2012. Selon ces hypothèses, la consommation des ménages ne devrait donc pas apporter un soutien vigoureux de l'activité au cours des prochains trimestres. La croissance de la consommation atteindrait 0,5 % en 2011 et 0,6 % en 2012.

En comprimant la demande intérieure et extérieure, les deux chocs exogènes vont peser sur les débouchés anticipés par les entrepreneurs et ralentir la résorption des fortes surcapacités de production apparues au cours de cette crise. À ce facteur limitatif du côté de la demande vient s'ajouter un argument du côté de l'offre : la faible rentabilité du capital n'incite toujours pas les entreprises à mettre en place des projets coûteux et risqués. Avec un taux d'autofinancement dégradé qui les rend très dépendantes du financement externe pour leur investissement, les entreprises devraient redresser leur situation financière interne afin d'être moins dépendantes des capitaux extérieurs dans un univers où les marchés financiers restent extrêmement instables. Pour ces raisons, l'investissement ne devrait pas constituer, en 2011 et 2012, un relais efficace pour rendre pérenne le rebond de croissance.

La FBCF des SNF, qui a baissé de -9,0 % en 2009 et de -1,4 % en 2010 devrait légèrement repartir en 2011 et

2012. Le taux d'investissement devrait ainsi s'établir à 17,6 % fin 2012, niveau certes inférieur à celui qui prévalait avant la crise (18,7 %), mais comparable aux deux précédents pics de ces vingt dernières années.

Le gain budgétaire attendu par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 4,5 % de PIB en 2012 – sera en partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales en lien avec cette faible croissance. Le déficit des APU devrait s'établir respectivement à 5,8 % du PIB et 5,2 % en 2011 et 2012, portant la dette publique à 85,6 % du PIB en 2011 et à 89 % en 2012.

En conséquence, un scénario plus noir est envisageable si le gouvernement tient coûte que coûte à respecter ses engagements budgétaires. Sous l'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire de 0,9, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan d'austérité de 27 milliards d'euros. Une telle stratégie plongerait l'économie française dans une nouvelle récession, avec un recul de -0,5 % de son PIB en 2012. Bien entendu, si les autres grands pays européens venaient à adopter la même stratégie, alors l'effort d'économie serait supérieur, se rapprochant des 40 milliards d'euros : l'activité baisserait de 1,7 % tandis que le chômage frôlerait la barre des 11 %.

**Abonnements**  
Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34  
**Directeur de la publication :**  
**Philippe Weil**  
ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424  
Mise en page : Nathalie Ovide  
Imprimerie Bialec, Nancy  
Prix : 4,50 €