

I / Analyse historique et prospective

1. La situation conjoncturelle : croissance austère

Éric Heyer

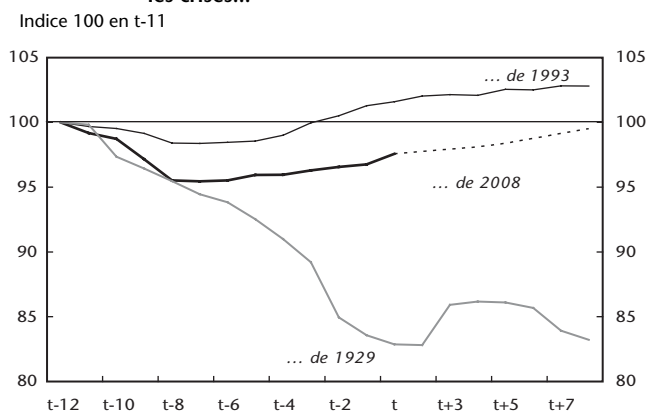
Initiée aux États-Unis en début d'année 2008, la crise financière a brutalement produit ses effets sur l'économie française au quatrième trimestre 2008 avec un effondrement spectaculaire de la production industrielle (IPI, - 6,7 %) et du PIB (- 1,6 %). Sur sa lancée de la fin 2008, l'économie française a continué à se contracter fortement au cours du premier trimestre 2009 (- 7,2 % pour l'IPI et - 1,4 % pour le PIB).

Face à ce choc de demande mondiale de grande ampleur, la mise en place d'une action rapide et concertée des politiques économiques a permis d'éviter que ne se reproduise l'épisode de 1929. Cela a permis à l'économie française de s'écarter de la dynamique observée quatre-vingts ans plus tôt et sur laquelle elle s'engageait, lui évitant alors de plonger dans une nouvelle Grande Dépression (graphique 1). Sans cette politique économique expansionniste en 2009, la baisse du PIB en France en moyenne annuelle aurait été, selon nos simulations, de - 4,3 % (au lieu de - 2,5 %) et l'activité aurait continué à se contracter au cours de chacun des trimestres de cette année.

L'année 2010 porteuse de signaux positifs...

L'apparition de signaux positifs fin 2009, qu'ils soient externes (reprise du commerce mondial permettant un redressement de

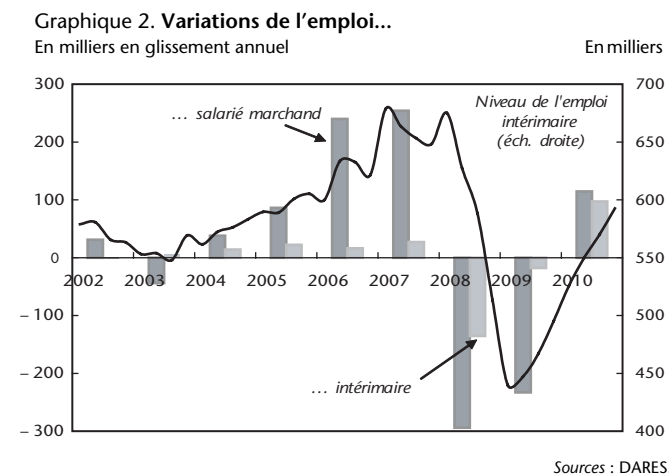
Graphique 1. Évolutions comparées du PIB par tête pendant les crises...



Sources : Comptabilité nationale, P. Villa, calculs et prévisions OFCE.

la demande étrangère adressée à la France) ou internes (reprise de l'emploi dans l'intérim et amélioration du moral des industriels), pouvait être interprétée comme autant de preuves de l'achèvement du processus de dégradation de l'activité et laissait augurer une sortie de crise imminente de l'économie mondiale et française.

Le bilan, provisoire, de l'année 2010 peut à certains égards conforter cette attente : malgré l'arrêt 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 0,8 % 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. Cela a permis au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance de l'économie française (0,4 point de PIB) pour la première fois depuis dix ans. Grâce à ce soutien, celle-ci a pu croître suffisamment pour permettre au secteur marchand de créer à nouveau des emplois, après deux années de fortes destructions (+ 130 000 en 2010 après - 480 000 au cours des années 2008 et 2009, tableau 2). Enfin, à l'image de ce que l'on



observe dans de nombreux pays développés, les enquêtes de conjoncture continuent d'indiquer une amélioration du climat des affaires tout au long de l'année 2010 : le moral des chefs d'entreprises, dans l'industrie comme dans les services, a retrouvé son niveau moyen de longue période, le dépassant même en fin d'année.

Cette amélioration du moral des industriels s'appuie en partie sur un « effet stocks » : les chefs d'entreprises français, surpris par la violence inédite du ralentissement de la demande, ont vu leurs stocks s'accumuler massivement début 2008. Au cours des deux années suivantes, ils ont puisé fortement dans ces derniers, amplifiant par là même l'arrêt de la production en amputant de 2,7 points la croissance du PIB. Aujourd'hui, les chefs d'entreprises jugent que leurs stocks sont revenus à un niveau normal. La forte baisse du ratio stocks sur ventes corrobore l'idée selon laquelle le fort déstockage semble être achevé. Cela devrait permettre à la production de repartir de façon technique afin de répondre à la demande, aussi maigre soit elle, sans que cela n'indique toutefois un redémarrage durable de l'activité industrielle.

... mais aussi des stigmates de la crise

Ces signaux encourageants ne doivent pas pour autant être interprétés comme des gages de solidité absolus de cette amorce de reprise, l'économie française portant encore en fin d'année 2010 les stigmates de la crise économique.

En premier lieu, la dégradation des finances publiques atteste de l'ampleur de la crise. Les déficits sont passés en deux ans de 3,4 à 7,5 points de PIB, et la dette publique a atteint un niveau sans précédent en s'établissant à 82,7 points de PIB, soit une augmentation de 15 points par rapport à son niveau de 2008.

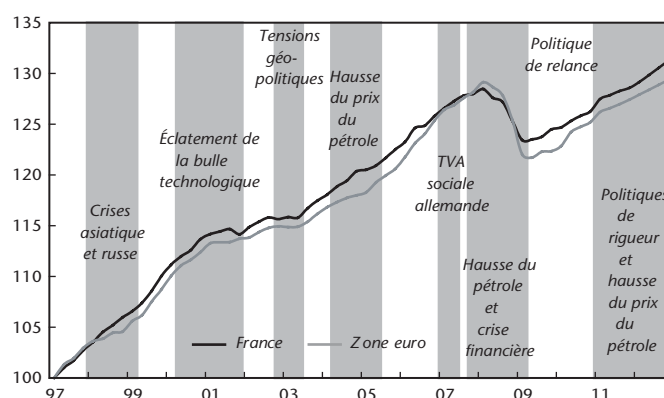
Le taux de chômage, quant à lui, s'il cesse de se dégrader, se maintient à un niveau très élevé (9,2 %). Par ailleurs, la très légère amélioration du chômage constatée en fin d'année 2010 est concomitante d'une baisse du taux d'activité d'une ampleur supérieure. Ainsi, ces prémices d'amélioration sur le front du chômage seraient davantage dues à un effet de flexion négatif lié au découragement des chômeurs dont l'ancienneté au chômage a continué à s'allonger en 2010 plutôt qu'à une réelle amélioration du marché du travail.

Cette fragilité se retrouve dans la nature des emplois créés en 2010, dont 85 % sont des emplois intérimaires et compensent les fortes destructions de ce type d'emplois au cours de la crise (graphique 2). Enfin, à l'instar de nombreux pays développés, la France a connu un ajustement de l'emploi plus faible que ce que l'on aurait pu attendre, compte tenu de ses caractéristiques structurelles propres [Cochard, Cornilleau et Heyer, 2011], laissant subsister de grandes incertitudes quant à l'évolution future, mais dont la plus probable serait celle d'une croissance de l'économie pauvre en emplois dans les années à venir.

Enfin, malgré le retour de la croissance, le niveau du PIB n'a toujours pas retrouvé en fin d'année 2010 celui qui était le sien début 2008 (- 1,6 %). Après avoir connu un creux historique début 2009, ayant conduit à une perte de production de 3,9 % par rapport à celle qui prévalait avant la crise, cet écart se résorbe progressivement, mais seulement partiellement (60 %) et à un rythme lent et trop insuffisant pour que l'on puisse qualifier ce mouvement de reprise solide de sortie de crise (graphiques 1 et 3).

La persistance d'un surplus des capacités de production des entreprises, apparu au cours de la crise, est le reflet de la

Graphique 3. Niveau du PIB en indice en France et en Europe
100 = 1997



Sources : Eurostat, INSEE, OFCE, *e-mod.fr* à partir du premier trimestre 2011.

timidité du rebond d'activité et sera un puissant frein à une véritable reprise de l'investissement, premier signal de toute reprise économique durable.

Cela corrobore l'analyse des crises précédentes qui nous enseigne que la sortie de crise associée à un choc financier et immobilier commun à un grand nombre de pays développés est lente.

Elle nous apprend également que les politiques macro-économiques contra-cycliques semblent particulièrement efficaces pour accélérer et conforter la reprise économique [Creel, Heyer et Plane, 2011].

2011 et 2012 porteront les séquelles d'un double choc...

Or, à partir de 2011, l'ensemble des grands pays développés va mettre en place des politiques de restrictions budgétaires alors que leurs économies restent convalescentes.

La généralisation de cette stratégie portera un sérieux coup de frein à la croissance économique : en économie ouverte, les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus élevés que les politiques budgétaires des différents pays sont simultanément

orientées vers l'expansion ou vers la rigueur et qu'elles sont menées dans un contexte économique de bas de cycle. Plus précisément, les effets négatifs sur l'économie française de cette stratégie de sortie de crise pourraient être considérables d'autant que les stratégies nationales, en Europe notamment, seront quasi identiques d'un pays à l'autre et amplifieront les effets récessifs. De manière symétrique à ce qui a prévalu pour le plan de relance, le resserrement de la politique budgétaire permettra bien de réduire les déficits publics. Mais l'impact de cette réduction rapide du déficit sur la croissance sera important et immédiat : d'après nos estimations — et en tenant compte des effets induits sur l'économie française des plans de restriction budgétaire mis en place chez nos partenaires — cette stratégie amputera la croissance de 2,8 points de PIB en cumulé sur la période 2011-2012, ce qui pèsera en retour sur les finances publiques, annulant une partie de l'effet bénéfique initial. Cela aura également comme effet induit une persistance du chômage à un niveau élevé et pourrait avoir des conséquences à moyen terme en reportant les déficits publics sur les agents privés.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France

En point de %

	2010	2011*	2012*
Impact...			
... de l'envolée des prix des matières premières	0,2	-0,4	-0,7
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	0,2	-0,3	-0,4
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	-0,3
... des politiques de restrictions budgétaires	-0,6	-1,8	-1,0
<i>Effet direct sur l'économie française</i>	-0,5	-1,4	-0,6
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	-0,4	-0,4
Impact total sur la croissance française	-0,1	-2,2	-1,7

* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE ; calculs OFCE, *e-mod.fr*.

Ce changement radical d'orientation de la politique budgétaire oblige l'économie française à trouver un second souffle pour éviter de briser la reprise d'activité et de s'installer dans un chômage élevé. Or l'enclenchement d'un enchaînement vertueux permettant à l'économie de croître au-dessus de son potentiel, malgré ce changement de cap budgétaire, semble prématuré.

Et ce, d'autant plus que l'économie française va devoir absorber l'impact d'un second choc économique violent, concomitant et mondial : l'envolée des prix des matières premières.

À l'instar de ce qui s'est passé en 2008, la spectaculaire recrudescence 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 inflationniste pèsera sur leur pouvoir d'achat et limitera leurs dépenses. Ce mécanisme, également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux et notamment européens, dont l'impact sur l'activité se fait sentir sur plusieurs trimestres, provoquera un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. Au total et en cumulé, le choc inflationniste coûtera 1 point de croissance à l'économie française au cours de la période 2011-2012 (tableau 1).

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

... qui entravera la reprise de la consommation des ménages...

La consommation des ménages subira directement les contrecoups de ces deux chocs : alors que, en 2009 et 2010, celle-ci a bien résisté en contribuant positivement à la croissance (respectivement 0,3 point et 1 point en moyenne annuelle) grâce à l'effet conjugué du recul de l'inflation et de l'impact du plan de relance — notamment de la prime à la casse —, le regain d'inflation et le changement de cap dans l'orientation budgétaire vont interrompre le redémarrage de la consommation des ménages.

À l'horizon de notre prévision, les entreprises, notamment industrielles, tenteront de redresser leur taux de marge en rétablissant progressivement leur productivité. Après avoir connu une croissance de 0,1 % au cours des années 2008-2010, celle-ci augmenterait en moyenne annuelle de 1,2 % en 2011 et de 1,4 % en 2012. La croissance dans les trimestres à venir sera, selon nous, pauvre en emplois. L'emploi marchand continuera

certes de croître jusqu'à la fin 2012 (+ 130 000 et + 127 000 en 2011 et 2012), mais à un rythme insuffisant pour stabiliser le taux de chômage. Car, 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, chaque année, augmenter de près de 140 000 en 2011 et 2012. Le taux de chômage devrait à nouveau se dégrader, légèrement, pour s'établir à 9,4 % fin 2011 et à 9,5 % en 2012, après 9,3 % fin 2010.

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 en 2009 et 2010, seront à nouveau en légère baisse en 2011 et 2012. Le niveau en fin d'année 2012 sera similaire de celui observé en fin d'année 2007 alors que dans le même temps le chômage aura augmenté de 640 000 personnes.

Tableau 2. Évolution du marché du travail en France
Variations annuelles, en fin d'année (en milliers)

	2007	2008	2009	2010	2011*	2012*
Population active observée	128	52	202	87	152	150
Dont						
– Effet réforme des retraites	0	0	0	0	48	48
– Effet retrait d'activité CTP/CRP	2	– 8	– 54	– 7	17	14
– Effet retrait d'activité des seniors	24	35	34	55	62	73
Emploi total	358	– 35	– 320	– 180	– 135	123
– Emplois marchands	284	– 78	– 397	130	130	127
– Emplois aidés non marchands	– 24	– 77	38	46	– 3	– 11
– Autres emplois non marchands	98	120	39	4	8	8
Chômage	– 230	87	522	– 93	17	27
Taux de chômage	7,5	7,7	9,5	9,2	9,2	9,3

* Prévisions.

Sources : INSEE ; prévisions OFCE 2011 et 2012, *e-mod.fr*.

L'épargne de précaution résultant de la hausse du chômage et, dans une moindre mesure, l'effet de richesse négatif, ont engendré une hausse du taux d'épargne des ménages en 2009

Tableau 3. Les déterminants des variations du taux d'épargne en France
En points

Variations...	2002- 2008	2009	2010	2011 ¹	2012 ¹
... réalisées / estimées	- 1,5	0,8	- 0,1	- 0,2	0,2
Écart critique (g - r) ²	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Effet richesse immobilière	- 1,7	0,2	- 0,3	- 0,3	0,0
Variation du chômage	- 0,1	0,4	0,0	- 0,1	0,0
Mesures Sarkozy	- 0,1	-	-	-	-
Réforme fiscale	0,3	-	-	-	-

1. Prévisions OFCE.

2. L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages (g) et le taux d'intérêt à long terme (r). Cet écart résume la capacité des ménages à emprunter.

Sources : calculs OFCE, *e-mod.fr*.

qui efface en l'espace d'une année la moitié de la baisse enregistrée entre 2002 et 2008 (tableau 3).

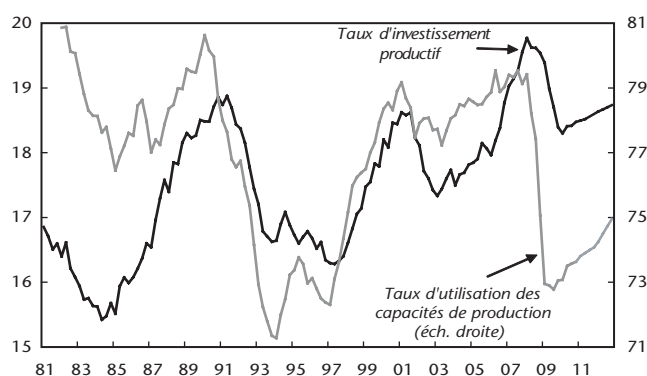
Dans la lignée de 2010, le taux d'épargne devrait légèrement baisser en 2011 grâce à un dynamisme retrouvé des prix de l'immobilier en France, mais qui s'estomperait en 2012. Selon ces hypothèses, la consommation des ménages ne devrait donc pas être un soutien vigoureux de l'activité au cours des prochains trimestres. La croissance de la consommation atteindrait 1,5 % en 2011 et 1,9 % en 2012 après 1,7 % en 2009, rythme peu soutenu et très inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,4 % l'an) et au cours des dix dernières années (2,6 % l'an).

... et de l'investissement des entreprises

En comprimant la demande intérieure, ces deux chocs vont également peser sur les débouchés anticipés par les entrepreneurs, et ralentir l'absorption 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 rester prudentes en matière d'investissement pour, notamment, redresser leur situation financière interne afin d'être moins dépendantes des

Graphique 4. Taux d'investissement et taux d'utilisation des SNF
En %, Investissement des SNF / Valeur ajoutée des SNF En %



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* de 2011 à 2012.

capitaux extérieurs dans un univers où les marchés financiers restent extrêmement instables. Pour ces raisons, le redémarrage de l'investissement ne devrait pas constituer, en 2011 et 2012, un relais efficace pour pérenniser le rebond de croissance (graphique 4).

La formation brute de capital fixe (FBCF) des SNF, qui a baissé de - 7,9 % en 2009 et de - 1,4 % en 2010 devrait légèrement repartir en 2011 et 2012 (2,3 % en moyenne annuelle chacune des deux années). Le taux d'investissement devrait ainsi s'établir à 18,7 % fin 2012, niveau certes inférieur à celui qui prévalait avant la crise (19,8 %) mais supérieur aux niveaux observés au cours des dix ou vingt dernières années d'avant-crise (respectivement 18,2 % et 17,8 %).

Quelle est la bonne stratégie de sortie de crise ?

Au total, l'économie française devrait croître, en moyenne annuelle, de 2,0 % en 2011 et de 1,7 % en 2012. En s'établissant à un rythme proche de son potentiel, la croissance attendue ne permettra pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2008. En termes d'écart de

production (*output gap*), c'est-à-dire d'écart de la production effective à la production potentielle, les évolutions prévues à l'horizon 2012 ne corrigeront pas la diminution brutale résultant de la crise (graphique 5) et maintiendront le chômage à un niveau très élevé.

Tableau 4. Résumé de la prévision pour 2011 et 2012

En %, moyenne annuelle

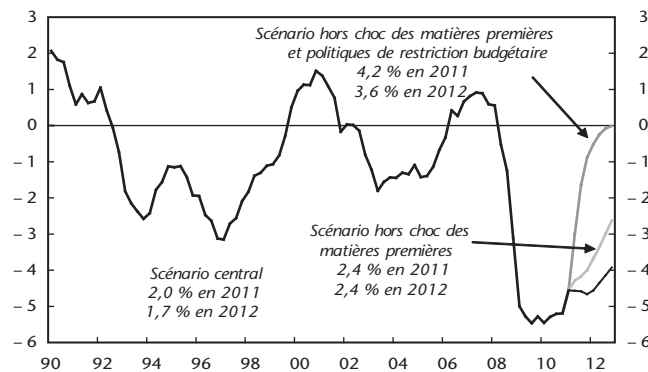
	2008	2009	2010	2011	2012
Taux de croissance du PIB	0,1	-2,5	-1,4	2,0	1,7
Importations	0,3	-10,6	8,3	7,7	6,4
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,4	1,5	1,8
Consommation des administrations	1,6	2,8	1,2	0,9	1,0
Investissement total	0,3	-7,0	-1,6	3,0	2,3
Exportations	-0,8	-12,2	9,4	5,8	6,5
<i>Contribution à la croissance</i>					
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,6	0,8	1,7	1,8
Variations de stocks	-0,3	-1,8	0,5	1,1	0,1
Solde extérieur	-0,3	-0,2	0,1	-0,7	-0,2
Taux de croissance du PIB de la zone euro	0,3	-4,0	1,7	2,0	1,6
<i>Autres indicateurs</i>					
Inflation (déflateur de la consommation)	2,9	-0,6	1,2	1,4	0,6
Taux d'épargne (en % du RdB)	15,4	16,2	16,0	15,8	15,9
Taux de chômage	7,4	9,1	9,3	9,2	9,3
Solde public (en point de PIB)	-3,4	-7,5	-7,1	-5,6	-5,0
Dette publique (en point de PIB)	67,5	78,1	81,7	85,1	87,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2010 et 2011.

Par ailleurs, le gain budgétaire attendu par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation — objectif de déficit des APU à 4,6 % 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 administrations publiques devrait s'établir respectivement à 5,6 % du PIB et 5,0 % en 2011 et 2012, après 7,1 % en 2010, portant la dette publique à 85,3 % du PIB en 2011 et 87,9 % en 2012, contre en 81,7 % en 2010 (tableau 5).

Le choix d'une stratégie de sortie de la crise est crucial et dépend de la situation conjoncturelle : celle adoptée par l'ensemble des pays européens, consistant à mettre en place de fortes restrictions budgétaires, n'est optimale que sous l'hypothèse que la crise économique ne s'est pas contentée de provoquer

Graphique 5. **Écart de production en France**
Écart en % entre la production effective et la production potentielle



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* de 2011 à 2012.

une chute de la production mais a également pu avoir un fort impact sur le potentiel économique des économies de la zone. Dans cette hypothèse, la hausse du chômage structurel serait identique à celle du chômage observé, et les multiplicateurs budgétaires seraient faibles à court terme et nuls à long terme. Dans un tel contexte, toute politique de soutien de l'activité n'aurait aucun impact durable sur le chômage et ralentirait le retour à des finances publiques équilibrées.

Si, en revanche, le potentiel de croissance des économies n'a pas été significativement modifié au cours de cette crise, alors l'efficacité apparente de cette stratégie budgétaire disparaît et peut être qualifiée d'austère. Dans ce cas de figure, d'après nos simulations, une politique budgétaire neutre aurait permis une reprise plus vigoureuse de la croissance dans l'Hexagone (3,8 % en 2011 et 2,8 % en 2012), permettant alors au taux de chômage d'entamer une décrue significative, pour finalement s'établir à 7,8 % en 2012, niveau proche de celui qui prévalait avant la crise. Le déficit des APU bénéficierait également de ce surcroît d'activité : celui-ci se réduirait, certes moins que dans le scénario central, en atteignant 5,6 points de PIB en 2012 (tableau 5). Mais en élevant le taux de chômage de 1,5 point, le coût d'une

Tableau 5. Impact des freins à la croissance sur le taux de chômage et les finances publiques

En %

	2010	2011*	2012*
Scénario central			
<i>PIB</i>	1,4	2,0	1,7
<i>Solde des APU (en point de PIB)</i>	- 7,1	- 5,6	- 5,0
<i>Taux de chômage</i>	9,3	9,2	9,3
Scénario à politique budgétaire neutre			
<i>PIB</i>		3,8	2,8
<i>Solde des APU (en point de PIB)</i>		- 6,2	- 5,6
<i>Taux de chômage</i>		8,3	7,8
Scénario à politique budgétaire neutre et hors choc des matières premières			
<i>PIB</i>		4,2	3,6
<i>Solde des APU (en point de PIB)</i>		- 6,0	- 5,0
<i>Taux de chômage</i>		8,1	7,2

* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE ; calculs OFCE, e-mod.fr.

amélioration de 0,6 point de PIB du déficit des APU apparaît extrêmement élevé.

Sur ce point crucial, la forte stimulation due aux politiques économiques rend plus hypothétique l'évaluation de la nouvelle trajectoire potentielle de l'économie et complexifie le choix de la politique de sortie de crise et du tempo de sa mise en place. Pour autant, la violence du choc initial permet, semble-t-il, de lever toute ambiguïté dans le cas de la France : même à considérer que cette crise ait eu un impact puissant sur la croissance potentielle de l'économie, cela ne permettrait toutefois pas d'annuler les surcapacités gigantesques engendrées par celle-ci et accumulées depuis trois ans. Comme le suggère le graphique 5, l'écart de la production effective à son niveau potentiel n'a jamais été aussi important, caractérisant une situation de demande agrégée insuffisante et de capacités de production excédentaires.

Il est possible alors d'enrichir cette analyse en l'abordant cette fois sous l'angle du chômage et non plus sous celui de la production : depuis le début de cette crise, le chômage a connu une hausse aussi brutale que spectaculaire en passant de 7,2 % en début d'année 2008 à 9,2 fin 2010. Cette hausse du chômage ne peut pas être considérée comme une hausse du chômage

d'équilibre : au cours de la période, il n'y pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Certes, à court terme, le chômage d'équilibre a pu être modifié par une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital ou en main d'œuvre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité. Mais, en tout état de cause, rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre. Ainsi, la situation actuelle est bien une situation de production dégradée par rapport à celle que l'on pourrait avoir, sans inflation, avec la pleine utilisation de la main-d'œuvre disponible.

Dans ces conditions, la cure d'austérité, conjuguée au choc relatif aux matières premières, va empêcher l'enclenchement d'un enchaînement vertueux qui aurait permis à l'économie française de croître à un rythme moyen de 3,9 % au cours des années 2011 et 2012 (tableau 5). Cela lui aurait permis de rattraper en 2012 son retard de production accumulé depuis 2008, facilitant la consolidation budgétaire et permettant au taux de chômage de revenir à son niveau d'avant-crise.

Repères bibliographiques

COCHARD M., CORNILLEAU G. et HEYER É., « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistique*, à paraître, 2011.

CREEL J., PLANE M. et HEYER É., « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps », *Revue de l'OFCE*, janvier 2011.

HEYER É. et TIMBEAU X., « Immobilier et politique monétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 96, janvier 2006.

OFCE, « Perspectives 2011-2012 », *Revue de l'OFCE*, n° 117, avril 2010.