

## L'état de l'économie européenne

### I / La situation conjoncturelle européenne

*Christophe Blot<sup>1</sup>*

**L**a crise amorcée en 2008 semble être sans fin. Alors que les pays développés et notamment la zone euro semblaient enfin s'engager sur une trajectoire de reprise durable depuis 2014, une nouvelle zone de fragilité est apparue dans les pays émergents. Ceux-ci avaient pourtant traversé le creux de la crise et l'affaiblissement du commerce mondial en limitant globalement les pertes d'activité, mais ils sont désormais exposés à la croissance faible des pays développés, à l'instabilité provoquée par la sortie de politiques monétaires très expansives, aux mouvements de capitaux en quête de rendement, au ralentissement du plus grand d'entre eux — la Chine — et à la baisse du prix des matières premières.

Cette nouvelle secousse intervient alors que la zone euro sort à peine d'une nouvelle manifestation de sa fragilité institutionnelle et que les signes d'une reprise amorcée en 2014 sont encore trop faibles pour faire baisser rapidement le chômage. La lenteur des ajustements tout comme la difficulté à mettre en œuvre des politiques économiques expansives donnent le sentiment que le chemin pour retrouver le plein emploi, ajuster les déséquilibres de balance courante, relancer les investissements nécessaires à la prospérité et au final à la soutenabilité des finances publiques est terriblement étroit.

---

<sup>1</sup> Ce texte s'appuie largement sur l'analyse de la conjoncture internationale et européenne réalisée par le département « Analyse et prévisions » en octobre 2015 et publiée dans la *Revue de l'OFCE*, n° 144.

Tableau 1. Scénario de croissance dans les économies européennes

En %

	Croissance du PIB en volume			Révision 2015	Révision 2016
	2015	2016	2017	(écart avec la prévision de mars 2015)	(écart avec la prévision de mars 2015)
Allemagne	1,5	1,7	1,6	-0,4	-0,1
France	1,1	1,8	2,0	-0,3	-0,3
Italie	0,8	1,3	1,1	0,1	0,2
Espagne	3,2	3,3	2,9	0,4	0,0
Pays-Bas	1,9	1,6	1,7	0,3	-0,4
Belgique	1,3	1,5	1,4	0,2	-0,1
Finlande	0,3	1,4	1,8	-0,4	0,0
Autriche	0,9	1,6	1,7	0,0	-0,1
Portugal	1,6	1,8	1,8	0,1	0,1
Grèce	0,1	-0,1	1,8	-1,9	-2,7
Irlande	6,4	3,7	3,6	3,1	-0,1
<b>Zone euro</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Royaume-Uni	2,5	2,0	1,8	-0,1	0,0
Suède	2,7	2,9	2,7	-0,1	-0,2
Danemark	1,8	2,0	2,0	0,4	0,2
<b>UE à 15</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
13 nouveaux pays membres	2,8	3,2	3,2	0,6	1,0
<b>UE à 28</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2015.

La situation des économies émergentes aura certes un impact significatif sur la croissance européenne *via* notamment la baisse du commerce mondial, mais elle ne remettra pas en cause la reprise en cours (voir tableau 1), accentuant seulement sa fragilité. Le PIB de l'Union européenne (UE) progressera de 1,8 % en 2015 (1,5 % dans la zone euro) puis de 2 % en 2016 et 2017 (1,8 % dans la zone euro). S'il y a bien une accélération notable de la croissance relativement à la période 2011-2014, il n'en demeure pas moins que la reprise semble modérée au regard du retard d'activité accumulé depuis 2008. Cette sous-performance reflète l'incapacité de l'économie européenne à engager des investissements qui stimulent la demande à court terme et créent les conditions de la croissance future. Alors que certains manifestent la crainte d'une politique de liquidités

surabondantes, la situation du crédit dans la zone euro indique plutôt la persistance de l'atonie, signe de la poursuite du désendettement des agents privés et publics, financiers et non financiers.

### **Un environnement qui reste favorable**

En 2015, les chocs passés — politiques budgétaires restrictives et durcissement des conditions financières liées à la crise des dettes souveraines — qui avaient fait plonger l'UE dans la récession ne pèseront plus sur la demande. La BCE a contribué au recul du risque souverain — en annonçant l'OMT (*Outright Monetary Transactions*) en septembre 2012 — puis à l'amélioration des conditions financières et à la baisse de l'euro en mettant en œuvre une politique d'assouplissement quantitatif. Du côté de la politique budgétaire, si la phase de consolidation est loin d'être terminée dans certains pays, le rythme et l'ampleur des mesures annoncées diminuent. Par ailleurs, la croissance sera alimentée par la baisse du prix du pétrole qui semble durable. Les gains de pouvoir d'achat dont bénéficieront les ménages devraient nourrir la consommation privée. Ces différents facteurs reflètent bien un environnement plus favorable et propice à la croissance qui n'est finalement freinée que par le ralentissement de la Chine.

### **La baisse du prix du pétrole se confirme**

La baisse du cours du pétrole, qui avait pu paraître provisoire en 2014, s'est confirmée et amplifiée, avec le franchissement du plancher symbolique des 50 dollars le baril. Les effets de la baisse du prix du pétrole se traduisent par un gain de pouvoir d'achat pour les ménages et une baisse des coûts de production pour les entreprises. Il devrait en résulter une hausse de la consommation privée et de l'investissement, en lien avec le redressement des marges. Ces ajustements peuvent toutefois être lents ; ils dépendent du caractère durable de la baisse anticipée par les agents. Les ménages peuvent épargner ce surcroît de revenu et les entreprises différer leurs investissements en attendant une amélioration de la demande. Selon nos estimations, la baisse du prix du pétrole aurait un effet positif

sur le PIB de l'ordre de 0,5 point en 2015 sur les principaux pays européens.

### **Politiques monétaires : l'assouplissement quantitatif contribue à la baisse de l'euro**

Si la faiblesse de l'inflation observée dans l'ensemble des pays avancés est favorable au pouvoir d'achat des ménages, elle est aussi source d'inquiétude pour les banques centrales dont le mandat est de préserver la stabilité des prix, ce qui se traduit en pratique par une cible d'inflation proche de 2 %. Bien que la dynamique récente des prix s'explique surtout par la chute des indices de prix de l'énergie (voir *infra*), l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à un rythme faible, en particulier dans la zone euro (0,9 % au troisième trimestre 2015<sup>2</sup>, en glissement annuel). La persistance du chômage dans la zone euro — le taux de chômage s'élève à 11 % en août 2015 contre 7,2 % en début d'année 2008 — témoigne d'une situation de sous-activité qui continue à freiner les salaires nominaux comme les salaires réels.

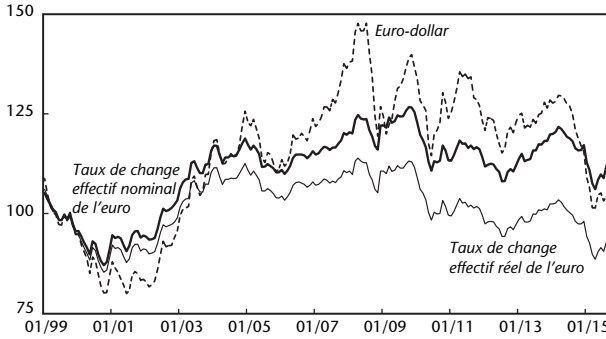
Dans ce contexte, la BCE et la Banque d'Angleterre maintiennent leur soutien à l'activité économique. Les taux directeurs sont restés à des niveaux très bas et les banques centrales ont maintenu, voire accru, leur politique d'assouplissement quantitatif, qui se traduit par une augmentation de la taille de leur bilan et qui permet de soutenir les conditions financières. Dans le cas de la BCE, ce soutien devait s'amplifier en fin d'année 2015 ou au début de l'année 2016. Dans le même temps, la Réserve fédérale aux États-Unis et la Banque d'Angleterre amorceront une normalisation de leur politique monétaire. Dans ces deux pays, la croissance est plus dynamique et robuste que dans l'ensemble de la zone euro ou au Japon et le taux de chômage — bien que ne reflétant qu'imparfaitement la situation sur le marché du travail — a significativement baissé. La présidente de la Réserve fédérale, Janet Yellen, a d'ailleurs laissé entendre à différentes occasions qu'elle s'apprêtait à remonter les taux. Toutefois, les turbulences observées depuis l'été sur la situation des pays émergents ont alimenté l'incertitude sur les

---

2 Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente s'élève à 1,1 % au troisième trimestre 2015 tandis que l'indice des prix à la consommation stagne depuis un an.

Graphique 1. Taux de change de l'euro

2007 = 100



Sources : Datastream, BCE.

risques macroéconomiques et incité la banque centrale américaine à la prudence. Mais il s'agissait plus d'une question de temps : une première hausse a été décidée le 16 décembre 2015. Dès lors, une divergence apparaît entre les politiques monétaires, qui poussera l'euro et le yen à la baisse, ajoutant ainsi un autre canal de transmission de la politique monétaire vers l'activité et les prix.

Une partie de la baisse de l'euro constatée à partir de la mi-2014 reflétait les anticipations des marchés à la suite des annonces de la BCE et de la Réserve fédérale. Elle fut toutefois interrompue à partir de mars 2015 (graphique 1) en raison des turbulences économiques et financières mondiales qui ont incité Janet Yellen à se montrer plus prudente sur le calendrier de normalisation de la politique monétaire américaine. Nous anticipons une nouvelle période de dépréciation de l'euro qui se stabiliserait à 1,05 dollar à partir du deuxième trimestre 2016. Les pays de la zone euro gagneront alors en compétitivité vis-à-vis du reste du monde. Ces gains seront cependant atténués dans la mesure où la baisse de l'euro ne sera pas homogène vis-à-vis de l'ensemble des monnaies. Celles des pays émergents devraient notamment continuer à se déprécier vis-à-vis du dollar. La dépréciation mesurée par les taux de change

effectifs nominaux et réels sera moindre. L'amélioration de la compétitivité-prix<sup>3</sup> des quatre grands pays de la zone euro, observée depuis 2014 et à venir en 2015-2016, permettrait, toutes choses égales, un gain de croissance compris entre 0,3 point en France et 0,8 point en Espagne sur l'année 2016. Les écarts d'impact global sur le PIB traduisent l'effet des variations de compétitivité sur les volumes d'exportation et d'importation dans les différents pays, ainsi que le taux d'ouverture des économies. Inversement, l'appréciation du dollar et celle de la livre — pour l'année 2015 — auront un effet négatif sur le PIB des États-Unis et du Royaume-Uni.

### **Politiques budgétaires : toujours restrictives**

Après l'important effort budgétaire entamé en 2010, l'impulsion budgétaire sera neutre en 2015 dans la zone euro. De fortes hétérogénéités subsistent en son sein, au gré de la position de chaque pays vis-à-vis des engagements pris dans le cadre du Pacte de croissance et de stabilité. L'orientation redeviendrait légèrement restrictive les deux années suivantes avec des impulsions de  $-0,1$  et  $-0,2$  point de PIB. Si l'Allemagne mobilise une partie des marges de manœuvre budgétaires pour réaliser une impulsion budgétaire expansionniste ( $+0,4$  point par an), la France et l'Espagne restent soumises à des contraintes d'ajustement plus fortes. La réduction du déficit budgétaire reste la priorité du gouvernement élu en mai 2015 au Royaume-Uni. L'impulsion budgétaire sera négative :  $-0,6$  point de PIB en 2015 et  $-0,7$  en 2016 et 2017.

Dans ce contexte, la politique budgétaire nationale pèse sur la croissance en France ( $-0,6$  point en 2015 et 2016, puis  $-0,5$  point en 2017) et en Espagne ( $-0,5$  point en 2015 et 2016, puis  $-0,4$  point en 2017) à la fois en raison des mesures directement mises en œuvre dans ces pays et par l'effet négatif de l'impulsion des partenaires commerciaux. Malgré une impulsion budgétaire allemande légèrement positive, l'effet d'entraînement sur le reste de la zone euro sera marginal dans la mesure où le multiplicateur  $y$  est faible. Finalement, hors

---

3 Il faut noter que le gain de compétitivité dépend également de la dynamique des prix à l'exportation dans chacun des pays et donc des variations du taux de change réel.

Grèce, c'est au Royaume-Uni que la croissance sera la plus significativement réduite par la politique budgétaire avec un effet négatif de 0,7 point en 2015 et 2016 et de 0,8 point en 2017.

### **Coup de frein sur le commerce en provenance de Chine...**

Outre la poursuite de la consolidation budgétaire dans certains pays européens, le ralentissement de l'économie chinoise représente un autre facteur de choc négatif qui vient non seulement amputer la croissance des pays émergents mais aussi celle des pays développés. Ce ralentissement se répercutera directement sur les importations chinoises qui progresseront de 4,2 % en 2016 et 2017 (après 4 % en 2015) contre une croissance moyenne de 10 % observée entre 2006 et 2013. Il en résultera une baisse du PIB qui dépend non seulement de la part de la Chine dans les échanges de chaque pays mais aussi de son taux d'ouverture. En Europe, l'Allemagne sera le pays le plus touché avec un effet cumulé de 2014 à 2017 s'élevant à plus de 2 points de PIB. Viendront ensuite le Royaume-Uni, l'Italie et la France avec un effet cumulé proche de 1 point de PIB. L'Espagne sera le pays le moins impacté avec un effet cumulé autour de 0,5 point de PIB.

Il faut cependant ajouter que cette analyse permet uniquement de quantifier l'effet du ralentissement chinois *via* le canal commercial. Cet impact dépend principalement de la part prise par la Chine dans le commerce mondial<sup>4</sup>. Ni les effets financiers — impact sur les flux d'investissements directs étrangers et les flux de portefeuille qui peuvent se rediriger vers les pays avancés — ni l'effet indirect sur le pétrole résultant d'une baisse de la demande mondiale ne sont pris en compte ici, si bien que l'effet total pourrait être plus faible. L'hypothèse retenue pour le prix du pétrole intègre d'ailleurs l'effet indirect du ralentissement de l'économie chinoise sur la demande de pétrole.

De fait, alors que la somme des chocs avait un impact fortement récessif sur la période 2011-2014, ceux-ci auront un

---

<sup>4</sup> Depuis 2013, la Chine est la première puissance commerciale du monde. D'après l'OMC, le poids du pays dans les exportations mondiales de marchandises est ainsi passé de 8,7 % en 2007 à 11,7 % en 2013 et, dans les importations, de 6,7 % à 10,3 %.

impact beaucoup plus faible, voire franchement positif, dans certains pays comme l'Italie et l'Espagne (tableau 2). La différence pour les pays de la zone euro permet bien de rendre compte de la dynamique de reprise qui s'enclenche progressivement. L'écart serait particulièrement significatif pour l'Espagne puisque, selon nos estimations, l'impact cumulé des chocs sur le PIB se serait élevé de - 1,4 point en 2014 à un effet positif de 0,9 point en 2015. Ces éléments expliquent ainsi l'amélioration des perspectives de croissance pour les pays européens.

Tableau 2. **Synthèse de l'effet des chocs (prix du pétrole, conditions de crédit, compétitivité, budgétaire, ralentissement chinois)**

En points de PIB

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Allemagne	- 1,4	- 2,3	- 0,9	- 0,7	0,3	0,4	- 0,1
France	- 1,4	- 2,0	- 1,5	- 0,9	0,0	- 0,1	- 0,4
Italie	- 1,0	- 4,0	- 1,5	- 0,4	1,1	0,9	- 0,2
Espagne	- 2,0	- 4,9	- 2,6	- 1,4	0,9	0,7	- 0,5
Zone euro	- 1,4	- 2,9	- 1,4	- 0,8	0,5	0,4	- 0,3
Royaume-Uni	- 2,8	- 1,2	- 1,9	- 0,6	- 0,6	- 0,6	- 1,1

Sources : calculs et prévisions OFCE, octobre 2015.

### ... mais une reprise timide

Le mouvement de reprise entamé en 2014 s'est poursuivi en 2015. La croissance au premier semestre 2015 a ainsi été de 1,4 % sur un an. Tous les grands pays ont désormais renoué avec des taux de croissance positifs, y compris l'Italie (et ce pour la première fois depuis 2011). Le PIB des pays ayant bénéficié d'une aide financière européenne et du FMI a aussi progressé nettement, même si la Grèce est retombée en récession dès le troisième trimestre 2015, dans le sillage des nouveaux plans de restriction budgétaire adoptés et du fait des contraintes résultant du contrôle des capitaux.

La croissance de la zone euro et du Royaume-Uni est notamment tirée par la consommation des ménages depuis la mi-2014. Les ménages de la zone euro ont, dans un premier temps, bénéficié d'une masse salariale plus dynamique (+ 2,2 % sur un an) puis de la désinflation induite notamment par le prix du pétrole. La consommation des ménages restera bien orientée

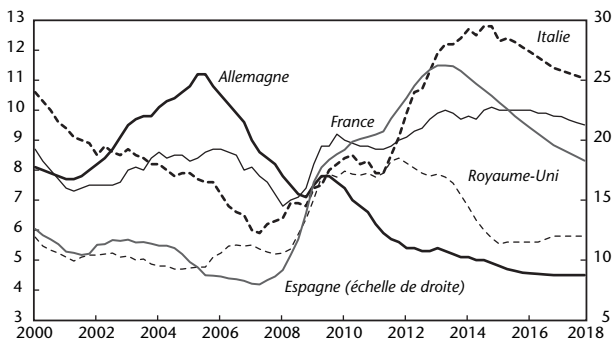


entre 2015 et 2017, soutenue par le revenu et la poursuite des créations d'emplois. Quant au Royaume-Uni, les salaires, qui avaient baissé en termes réels depuis le début de la crise, ont récemment recommencé à croître. Ce mouvement se poursuivrait principalement du fait de la croissance des salaires nominaux, qui serait proche de 3 % dans l'ensemble de l'économie. Toutefois, la remontée progressive de l'inflation à près de 2 % en fin de période rognerait les gains de pouvoir d'achat des ménages. Dans la zone euro, la consommation augmenterait de 1,6 % en moyenne en 2016 et 2017.

Après sept ans de recul, l'investissement en logement a renoué timidement avec la croissance dans la zone euro en 2015, principalement en raison de l'embellie espagnole. En France, ce mouvement n'interviendra que fin 2015, dans le sillage d'une amélioration des indicateurs (permis de construire et mises en chantier). Au final, l'investissement en logement accélérerait progressivement et atteindrait 3,1 % en moyenne dans la zone euro en 2017. Porté par un environnement financier et une demande anticipée favorables, ainsi que par des mesures de politique économique (baisse de l'impôt sur les sociétés et de la taxe professionnelle en Italie, réforme de l'impôt sur les sociétés en Espagne, montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité en France), le taux d'investissement productif progresserait dans la zone euro, pour atteindre fin 2017 son pic de la mi-2008. Au Royaume-Uni, l'investissement des entreprises s'est nettement redressé depuis le début de la crise. Le taux d'investissement se rapproche désormais de son niveau d'avant crise, mais n'a pas encore retrouvé le point haut de la fin des années 1990.

Enfin, la zone euro bénéficierait d'une contribution positive du commerce extérieur (0,2 en 2016 comme en 2017) alors que celle-ci sera nulle ou légèrement négative au Royaume-Uni. À l'horizon 2017, la France et surtout l'Espagne gagneraient des parts de marché, profitant de l'effet favorable du taux de change et des politiques nationales mises en œuvre pour gagner en compétitivité. En Italie, les parts de marché se stabiliseraient, tandis qu'elles baisseraient légèrement en Allemagne, notamment à l'intérieur de la zone euro. En Allemagne, la dépréciation de l'euro permettra de continuer à exporter à un rythme soutenu vers les pays hors zone euro (63 % de ses exportations), et ce d'autant plus que l'effet compétitivité hors prix demeure.

Graphique 2. Taux de chômage dans les grands pays européens  
En %



Source : Eurostat.

Au final, la croissance de la zone euro dans son ensemble atteindrait 1,5 % en 2015 puis 1,8 % en 2016 et 2017 ; celle du Royaume-Uni, 2,4 % en 2015, mais ralentirait à 1,8 % en 2017. L'Espagne verrait son PIB progresser de plus de 3 % par an, comblant en partie les pertes de production passées, ce qui enclencherait une dynamique de rattrapage vis-à-vis de l'Allemagne et de la France, dont les performances seraient proches, avec un léger avantage pour la France à partir de 2016. Enfin, l'Italie resterait à la traîne, avec un rythme potentiel quasi nul et des difficultés structurelles persistantes.

Depuis son pic de la mi-2013 à 12,1 %, le taux de chômage de l'UE au sens du BIT est revenu à 11,1 % mi-2015. Il poursuivrait sa décrue pour atteindre 9,7 % fin 2017. Il resterait supérieur à son niveau d'avant crise (7,2 % début 2008). À l'exception de l'Allemagne où le taux de chômage est historiquement bas (4,4 % mi-2015), les autres pays souffrent d'un sous-emploi important. En Espagne, malgré une baisse entamée fin 2013, le taux de chômage était encore de 21,9 % au deuxième trimestre 2015. En France et en Italie, la réduction du chômage n'a vraiment débuté que début 2015 et devrait se poursuivre dans les prochains trimestres (graphique 2).

Ce scénario ne doit pas masquer les fragilités de la croissance des pays européens, qui s'appuie sur des facteurs favorables (baisse

du prix du pétrole et du taux de change pour les pays de la zone euro) qui viennent compenser les effets restrictifs de la consolidation budgétaire. Ainsi la reprise ne résulte-t-elle pas tant d'une dynamique interne et auto-entretenu de la croissance que d'une stimulation par des facteurs volatils et généralement temporaires.

Par ailleurs, la croissance dans la zone euro reste plutôt modérée relativement aux épisodes de reprise précédents et relativement à la croissance annuelle moyenne observée entre 1996 et 2008, qui s'était élevée à 2,2 %. Si on peut évoquer un ralentissement de la croissance potentielle pour expliquer ce moindre dynamisme, il s'explique aussi par les freins qui ont pesé sur l'activité et qui ne se libèrent que très progressivement. Néanmoins, les récessions faisant suite à une crise financière sont plus longues et plus sévères que les autres récessions, notamment parce que l'activité de crédit et de financement reste durablement affectée par le choc [Claessens *et al.*, 2008]. Deux raisons peuvent contribuer à ce phénomène. Lorsque le boom qui a précédé la crise s'est nourri de l'endettement des agents non financiers et d'une prise de risque excessive du système bancaire, la crise provoque, d'une part, une correction durable au cours de laquelle le système bancaire réduit sa prise de risque de façon procyclique ; d'autre part, les agents non financiers privilégient le désendettement et freinent leurs dépenses.

## **Le crédit toujours au ralenti**

### *Effet d'offre ou de demande ?*

Le système bancaire fut au cœur de la tourmente financière qui a plongé l'économie mondiale en récession en 2009. Les banques ont en effet largement contribué à l'émergence et à la diffusion des produits structurés. Elles ont accru leur exposition au risque de façon significative et ont ensuite fait face à des pertes significatives dès lors que l'écheveau des produits structurés s'est effondré, ce qui a provoqué une crise de liquidité et de solvabilité<sup>5</sup> à l'échelle mondiale. Les gouvernements et

---

5 La crise de liquidité renvoie ici à une difficulté temporaire d'évaluer les éléments à l'actif de l'institution financière qui en retour ne trouve plus de source de refinancement de son passif. Dans le cas d'une crise de solvabilité, la baisse de la valeur de l'actif ne permet plus d'honorer les engagements de l'institution financière. Dit autrement, les pertes sur l'actif dépasse la valeur des fonds propres.

les banques centrales ont été poussés à intervenir *via* des plans de sauvetage massifs ou des opérations d'octroi de liquidités sans précédent. Malgré ces mesures, la correction fut brutale, ce qui a eu pour conséquence une restriction de l'offre de crédit partout dans le monde et notamment dans la zone euro. La nécessité d'assainir les bilans bancaires a amplifié la récession de 2009. Dans la zone euro, la crise des dettes souveraines a provoqué une seconde onde de choc dans un système bancaire fragilisé et fortement exposé au risque souverain, créant ainsi un cercle vicieux où les risques de solvabilité publique et bancaire se sont mutuellement alimentés. Étant donné l'ampleur des excès passés, la durée de l'assainissement du bilan des banques est un élément qui renforce la fragilité des économies, ce qui peut expliquer l'atonie du crédit et de la demande privée, en partie sevrée. C'est d'ailleurs ce risque qui a poussé la BCE à mettre en œuvre une panoplie de mesures visant à garantir l'accès aux liquidités des banques et à stimuler l'activité de crédit (voir chapitre vi). C'est notamment le cas du TLTRO, dispositif mis en place en 2014 par lequel la BCE propose des liquidités à des conditions avantageuses mais dont le montant est conditionné par l'activité de crédit aux sociétés non financières (SNF). Or les montants alloués dans le cadre de ces opérations (cinq opérations ont été menées depuis septembre 2014) ont été quasi systématiquement inférieurs aux sommes anticipées par la BCE. Le corollaire de ce faible engouement des banques pour ce dispositif est le crédit aux agents financiers et non financiers de la zone euro, qui reste largement inférieur à son niveau d'avant crise<sup>6</sup>. Ainsi les crédits aux SNF sont passés de 52,3 % du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2009 à 41,5 % à la mi-2015. Du côté des ménages, si les crédits immobiliers se sont plutôt stabilisés, les crédits à la consommation ont baissé de 1,3 point sur la même période. Sur le marché immobilier, on observe une hétérogénéité entre les pays puisque la part des crédits immobiliers dans le PIB de la France a augmenté de plus de 5 points depuis la fin de l'année 2008, compensant partiellement la chute observée en Espagne<sup>7</sup>.

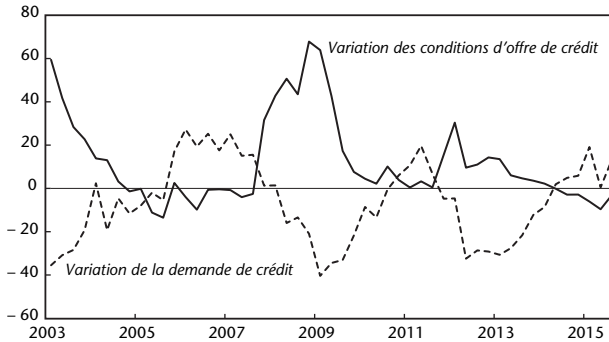
---

6 Il faut cependant noter qu'il y a un boom de la production de nouveaux crédits aux ménages depuis la fin de l'année 2014, mais il reflète sans doute des opérations de rachat de crédits, l'encours de crédits aux ménages affichant une progression bien plus modérée.

7 Les crédits immobiliers ont continué à baisser en Allemagne, mouvement observé depuis le début des années 2000.

### Graphique 3. Enquêtes de crédit aux entreprises

Solde d'opinions



Note : les enquêtes réalisées par la BCE auprès des banques de la zone euro permettent d'établir un solde d'opinions entre les établissements déclarant durcir (respectivement assouplir) les conditions d'offre de crédit. Un solde équivalent est obtenu à partir d'une question relative aux variations de la demande de crédit.

Source : BCE (enquête BLS).

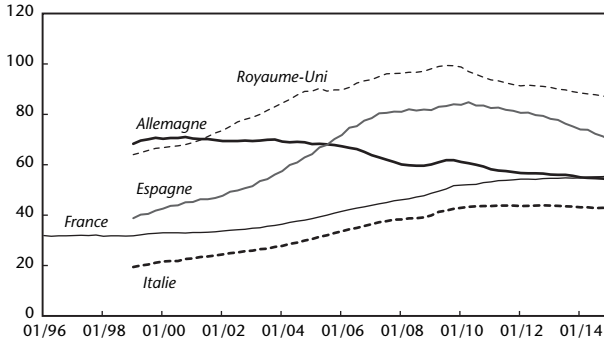
Toutefois, l'atonie du crédit ne résulte pas nécessairement et uniquement d'un problème d'offre de crédit. C'est en tout cas ce que semble indiquer l'enquête menée par la BCE auprès des établissements de crédit de la zone euro sur les conditions d'offre et de demande de crédit (graphique 3). Si les établissements de crédit de la zone euro déclaraient bien durcir les conditions d'offre de crédit en 2008-2009 puis au moment de la crise des dettes souveraines en 2011-2012, ils indiquent aujourd'hui que leurs conditions de crédit se sont assouplies. La faible activité de crédit s'expliquerait alors notamment par des effets de demande traduisant la volonté des ménages et des entreprises de se désendetter.

### Objectif réduction de la dette privée

La faiblesse de la reprise s'explique donc également par la poursuite du désendettement des agents privés dans plusieurs pays fragiles de la zone euro, alors même que les pays plus solides restent très frileux. Ainsi observe-t-on une contraction de

#### Graphique 4. Endettement bancaire des ménages dans les grands pays européens

En % du PIB



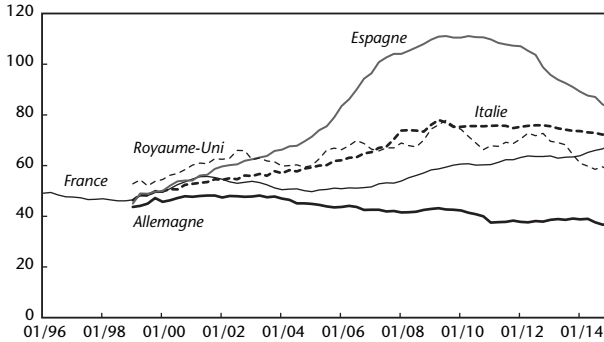
Source : Banque de France.

l'endettement des ménages et des SNF dans les grands pays européens (graphique 4). L'Espagne et le Royaume-Uni sont les deux pays dans lesquels le désendettement des ménages est le plus prononcé. Malgré une situation économique globalement plus favorable, les ménages allemands ont aussi poursuivi un processus de désendettement entamé dès la fin des années 1990. Inversement, les ménages français continuent de s'endetter quoique la hausse depuis 2008 y soit modérée. Si cet ajustement à la baisse de la dette des ménages correspond à une correction des déséquilibres passés, nécessaire dans certains pays, il n'en demeure pas moins qu'il contraint les dépenses des ménages en matière d'investissement-logement ou de consommation.

Au niveau des entreprises, l'endettement des SNF s'est fortement réduit en Espagne passant de 110 % du PIB espagnol en 2010 à 83 % début 2015, alors qu'il a stagné en Italie et très légèrement baissé en Allemagne, de 4 points de PIB entre 2010 et 2015 (graphique 5). Dans le même temps, les entreprises françaises ont accru leur endettement de 8 points de PIB, mais cela ne permet pas d'inverser la tendance générale en zone euro. Au Royaume-Uni, le désendettement des SNF s'est également poursuivi, baissant de 12 points entre 2010 et début 2015.

### Graphique 5. Endettement bancaire des sociétés non financières dans les grands pays européens

En % du PIB



Source : Banque de France.

La crise qui a commencé en 2007-2008 était sans aucun doute une crise de la dette, celle des agents privés (financiers et non financiers) et non pas celle des États. Il en résulte aujourd'hui un assainissement des bilans encore en cours dans les pays européens. Dans la zone euro, ce processus a contribué à la longue phase récessive dont l'économie sort à peine. Aussi, tant que ces ajustements ne seront pas achevés, les dépenses resteront-elles contraintes et la croissance ne pourra pas vraiment décoller. En outre, l'ajustement pourrait être d'autant plus lent que l'inflation est faible. En effet, l'inflation permet d'atténuer la charge de la dette exprimée en termes réels et d'accélérer le désendettement. La faiblesse de la croissance freine la croissance des prix et des salaires, entretenant un cercle vicieux où la poursuite du désendettement freine la demande et les prix, ce qui ralentit les ajustements. Dans le pire des scénarios, la zone euro pourrait s'enfoncer dans une spirale de déflation par la dette à l'image du Japon dans les années 1990.

### Une inflation durablement plus faible ?

Plusieurs éléments suggèrent que le risque déflationniste, très prégnant au cours de l'année 2014, a diminué. La croissance

s'est consolidée aux États-Unis et au Royaume-Uni et la zone euro a entamé une phase de reprise, même si elle demeure fragile. En outre, la politique monétaire reste globalement expansionniste. Pourtant, en dépit de ce contexte, le taux d'inflation reste proche de zéro en Europe et aux États-Unis, un niveau toujours inférieur aux objectifs des banques centrales, et différentes mesures des anticipations d'inflation sont de nouveau orientées à la baisse. La faiblesse actuelle des prix résulte en partie de la baisse persistante de l'inflation importée, en lien avec le très fort recul des prix de l'énergie et des matières premières. Toutefois, lorsque ces facteurs sont exclus, le risque déflationniste demeure élevé. Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente s'établit à 1,0 % et reste sur une pente décroissante depuis la fin 2012, évolution qui est en contradiction avec la baisse du chômage. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente semblait être partie à la hausse après avoir atteint son point bas en janvier 2015 (0,6 %), ce qui était considéré comme un signe de la réussite de la mise en place de l'assouplissement quantitatif par la BCE. Toutefois, l'inflation sous-jacente a atteint un point haut de 1,0 % en juillet 2015 et a même reculé de 0,1 point depuis, suggérant que le risque déflationniste ne peut pas être complètement exclu.

De plus, cette évolution de l'inflation sous-jacente globale de la zone euro masque des différences importantes entre les pays (graphique 6). D'un côté, certains pays de l'Union ont une inflation sous-jacente proche de 2 % comme l'Autriche, l'Irlande, le Luxembourg et certains pays baltes. *A contrario*, Chypre et la Grèce sont déjà dans un scénario déflationniste. Le cas de la Grèce est particulièrement marquant : l'inflation sous-jacente corrigée des effets de la taxation indirecte s'y établissait en août 2015 à -1,7 % ; en effet, la relative bonne tenue de l'inflation sous-jacente à 0,3 % est largement due à la hausse récente de la TVA. Les économies plus importantes de l'Union sont dans une situation intermédiaire quoique avec des différences marquées. L'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie ont une inflation sous-jacente légèrement supérieure à 1 %, alors qu'en France, en Espagne et au Portugal elle s'établit entre 0,5 % et 0,6 %.

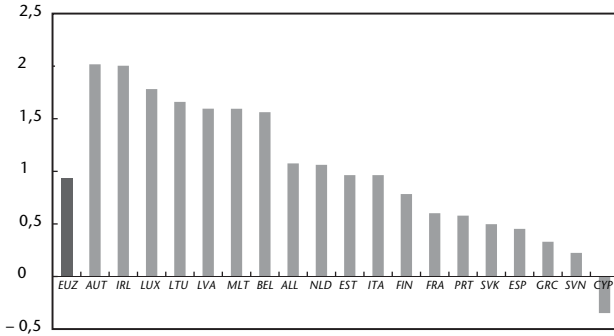
*Réajustement nominal en zone euro et risque de déflation :  
l'Allemagne en arbitre*

En zone euro, les évolutions de prix et de salaire s'inscrivent dans un contexte plus large qui est celui du rééquilibrage des



### Graphique 6. Inflation sous-jacente dans les pays de la zone euro (août 2015)

Glissement annuel, en %



Source : Eurostat.

désajustements nominaux cumulés depuis l'instauration de la monnaie unique. La divergence d'avant crise s'explique en partie par la modération salariale allemande (voir chapitre VII), notamment par rapport à l'Espagne mais aussi l'Italie et la France. Elle a été amplifiée par les évolutions de la productivité. Ainsi, non seulement les salaires allemands ont crû moins rapidement, mais la productivité allemande a été plus dynamique qu'en Italie et en Espagne. La montée du chômage a contribué à modérer les salaires en Espagne et, dans une moindre mesure, en France et en Italie et à les accélérer en Allemagne. Ainsi, les années 2010 à 2014 voient un début de rééquilibrage nominal, notamment entre l'Espagne et l'Allemagne, sans toutefois que soit totalement compensée la divergence d'avant crise. La faiblesse de l'inflation sous-jacente allemande pose en effet des questions sur la durée de l'ajustement nécessaire pour éponger les déséquilibres cumulés depuis la création de la monnaie unique. Ceci peut pousser certains pays, notamment du sud de la zone euro, dans une inflation durablement basse, voire une déflation. Pour les années à venir, nous nous attendons à ce que les effets de la crise sur les marchés de l'emploi restent prégnants, notamment dans les pays ayant cumulé des déficits courants avant la crise (Italie, Espagne et France). Dans ces pays où

le chômage reste à des niveaux historiquement élevés, les salaires et les prix devraient rester contenus. Il en résultera un processus de rééquilibrage particulièrement coûteux et dangereux. Coûteux du point de vue social car la lente décline du chômage se traduit par une montée des inégalités et de la pauvreté. Dangereux car la zone euro restera caractérisée par une hétérogénéité durable et des intérêts nationaux de fait divergents qui font peser une menace politique sur la construction européenne.

#### **Repères bibliographiques**

---

CLAESSENS S., KOSE M. A. et TERRONES M. E., « What happens during recessions, crunches and busts ? », *IMF Working Paper*, n° 08/274, 2008.