

ZONE EURO : LE CALICE DE L'AUSTÉRITÉ JUSQU'À LA LIE¹

PERSPECTIVES 2013-2014 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

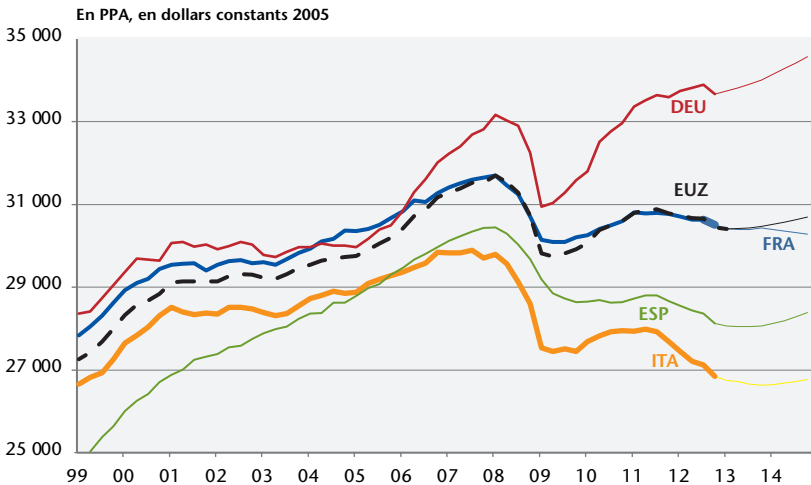
Département analyse et prévision, Céline Antonin, Christophe Blot
et Danielle Schweisguth

Le recul de l'activité observée dans la zone euro depuis le quatrième trimestre 2011 s'est amplifié en fin d'année 2012 malgré le retour annoncé de la confiance. Depuis l'été 2012, la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) ainsi que l'annonce par la BCE de l'OMT (Outright monetary transactions ou aussi Opérations monétaires sur titres) avaient écarté les risques d'un éclatement de la zone euro contribuant à la baisse des primes de risques sur les marchés obligataires publics. Cet espoir fut cependant insuffisant pour compenser le fort impact récessif de la consolidation budgétaire. Les demandes interne et externe, du fait des fortes interdépendances entre les pays de la zone euro, ont par conséquent continué à fléchir. Le vote des budgets pour l'année 2013 annonce d'ores et déjà la poursuite de ce scénario. Bien qu'en léger recul, l'impulsion budgétaire serait de -1,1 point de PIB. 2013 sera par conséquent une nouvelle année de récession dans la zone euro, le PIB reculerait de 0,4 %. En 2014, le rythme de consolidation marquera encore le pas dans la mesure où certains pays auront atteint la cible de 3 % pour le déficit budgétaire (Allemagne, Autriche, Belgique, Finlande) ou en seront assez proches (Pays-Bas). La croissance serait alors positive (0,9 %) mais insuffisante pour permettre une décade du chômage. Les risques resteront orientés à la baisse en raison des pressions déflationnistes qui vont s'intensifier. La déflation est déjà enclenchée en Espagne et en Grèce et pourrait se généraliser à tous les pays où le taux de chômage se maintient à des niveaux très élevés, d'autant plus qu'à ce mécanisme s'ajoutent de nombreuses réformes ou mesures visant à réduire le coût du travail. La concurrence entre pays de la zone euro pour gagner des parts de marché devrait s'intensifier ce qui amplifiera les pressions déflationnistes sans réussir à générer l'effet positif escompté sur la croissance de l'ensemble de la zone euro.

1. Cette étude intègre les informations disponibles à la fin mars 2013.

Cinq années de perdues ! Voilà ce qui pourrait résumer la situation de la zone euro à l'issue de cette année 2012. En affichant un nouveau recul du PIB de 0,5 % sur l'ensemble de l'année, le PIB en volume de la zone euro se situe à un niveau proche de celui du début de l'année 2007. Les pays industrialisés ont traversé la plus grave récession depuis la Grande Dépression. Dans la zone euro, la chute du PIB du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009 a atteint 5,1 %. Pourtant, dès le milieu de l'année 2009, la croissance repartait, permettant d'effacer un peu plus des trois-quarts de la perte. Ce rebond fut de courte durée et, depuis le quatrième trimestre 2011, la zone euro est de nouveau entrée en récession. Le recul du PIB de 0,6 % au quatrième trimestre 2012 a accentué la tendance, si bien que mesuré en termes de PIB par tête, le niveau de vie de la zone euro a été réduit de 3,5 % depuis la fin de l'année 2007. En Italie et en Espagne, la baisse atteint respectivement 10,6 et 9,5 % (graphique 1). L'Allemagne fait figure d'exception parmi les pays de la zone euro puisqu'en fin d'année 2012, le PIB par tête a dépassé son niveau d'avant-crise de 1,8 %.

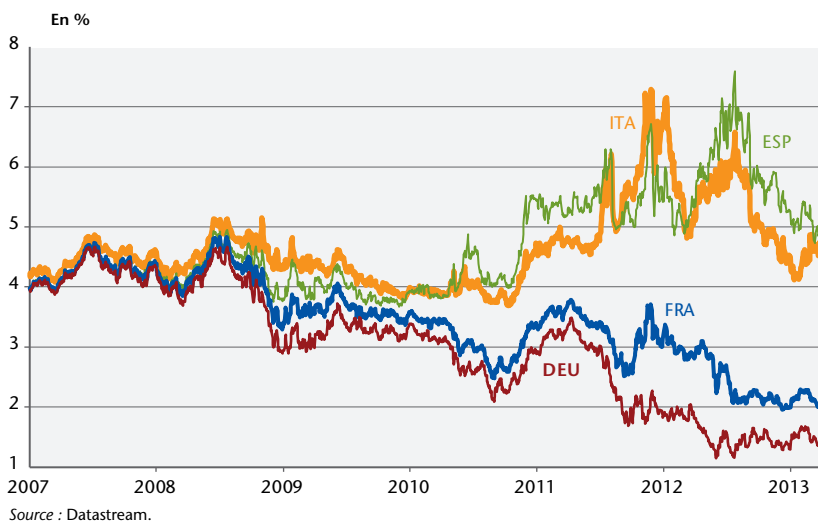
Graphique 1. Évolution du PIB par tête dans la zone euro



Cette contre-performance est d'autant plus inquiétante que quelques facteurs avaient suscité l'espoir d'une sortie de crise rapide. En effet, la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la

coordination et la gouvernance) ainsi que l'annonce par la BCE de l'OMT (*Outright monetary transactions* ou aussi Opérations monétaires sur titres), dispositif lui permettant d'intervenir sur les marchés obligataires publics, ont permis de faire baisser les primes de risques sur les taux d'intérêt supportées par les pays fragilisés par la crise de la dette souveraine (graphique 2). Le Portugal et l'Irlande ont même profité de cette accalmie pour émettre, avec succès, sur les marchés obligataires. Le 13 mars, l'agence irlandaise (NTMA : National Treasury Management Agency) a ainsi placé 5 milliards d'euros à 10 ans au taux de 4,15 %.

Graphique 2. Taux d'intérêt publics dans la zone euro

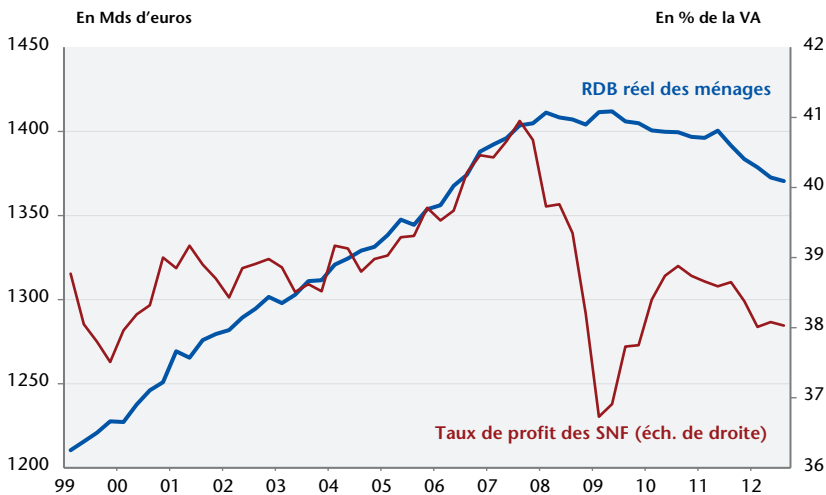


La situation macroéconomique de la zone euro en cette fin d'année 2012 montre toutefois que cet espoir était prématuré. La demande intérieure hors stocks a reculé de 0,7 % sur les deux derniers trimestres, reflétant les difficultés que rencontrent à la fois les ménages et les entreprises. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'érode depuis le milieu de l'année 2011 (-2,1 % au dernier point connu du troisième trimestre 2012). Selon Eurostat, le taux de marge² des entreprises se situe 3 points en dessous du pic de l'année 2007 et a surtout perdu un point entre le troisième

2. Définie par la part de l'EBE (excédent brut d'exploitation) dans la valeur ajoutée.

trimestre 2010 et le troisième trimestre 2011 où il s'établit à 38 % de la valeur ajoutée (graphique 3). Depuis le troisième trimestre 2011, les stocks contribuent négativement à la croissance : de 0,3 point au troisième trimestre 2012 et de 0,1 point au quatrième. Seul le commerce extérieur a légèrement soutenu l'activité. Mais ce soutien fut surtout lié à l'atonie des importations (+0,1 % au troisième trimestre et -0,9 % au quatrième). Surtout, le canal de la demande adressée aux différents pays de la zone accentue l'impact du recul de la demande intérieure. De fait, la distinction entre échanges intra-zone et extra-zone fait nettement apparaître le ralentissement du commerce entre les pays de la zone euro. Sur l'année 2012 les importations intra-zone en valeur ont baissé de 0,4 % tandis que les échanges – importations et exportations – extra-zone ont progressé de 4,4 %.

Graphique 3. Taux de marge et revenu disponible brut réel

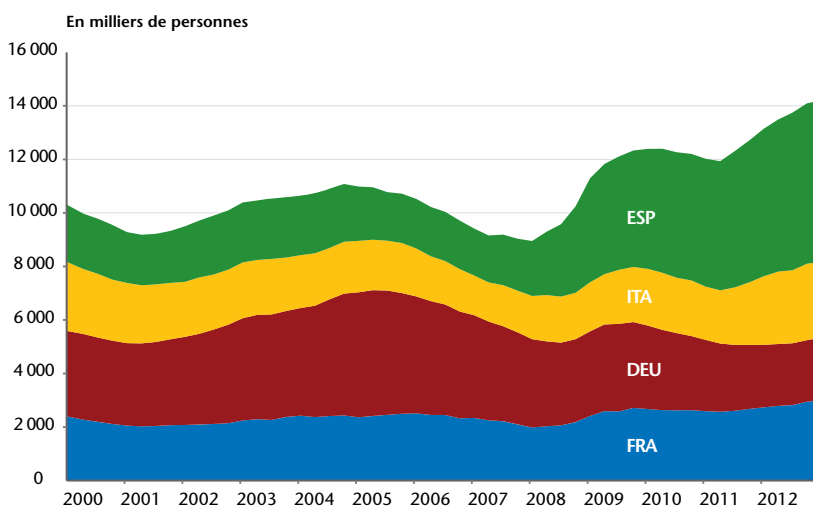


Source : Eurostat.

Le retour en récession s'est traduit par une accélération de la hausse du chômage (graphique 4). En janvier 2013, le taux de chômage a atteint un nouveau record à 11,9 %. En Espagne et en Grèce, ce taux dépasse 25 %. Il est supérieur à 17 % au Portugal et se stabilise autour de 15 % en Irlande. Toutefois, il faut noter dans ce dernier cas que la stabilisation reflète une baisse de la population active et un fort mouvement d'émigration. Cette situation est une menace pour la zone euro. Elle provoque une détérioration des

conditions de vie au fur et à mesure que les chômeurs en fin de droit basculent dans une situation d'extrême pauvreté. Cette crise sociale engendre un mécontentement croissant des populations qui se traduit par des votes contestataires lors des échéances électorales. La percée des mouvements Aurore dorée en Grèce et du mouvement 5 étoiles en Italie en sont l'illustration. Au-delà des soubresauts de la vie politique, ces mouvements traduisent une certaine forme de rejet du projet européen. Si la menace ne s'est pas concrétisée, c'est la pérennité de la zone euro qui pourrait à nouveau être mise en cause comme en témoignait la réaction des marchés à l'annonce des résultats électoraux italiens.

Graphique 4. Chômage dans les principaux pays européens



Sources : Compte nationaux, prévision OFCE avril 2013.

Cette deuxième phase de la crise est directement liée à celle des dettes souveraines et à la stratégie macroéconomique mise en œuvre dans les pays de la zone euro. Afin de restaurer la confiance et de rassurer les marchés financiers, les pays de la zone euro ont mis en œuvre une austérité massive et généralisée, cédant à un mouvement de panique (De Grauwe P., et Y. Ji, 2013³). Néanmoins, malgré les annonces récurrentes de plans de consolidation, la confiance n'est pas revenue ; les taux d'intérêt⁴ sont restés élevés en

3. « Panic-driven austerity in the Eurozone and its implication », voxeu.org, février 2013.

Italie, Espagne, Irlande, Portugal et en Grèce. La prime de risque n'a baissé qu'à partir du moment où les craintes d'un éclatement de la zone euro se sont atténuées. Si les déficits budgétaires ont été réduits dans l'ensemble des pays, ceux-ci ont souvent dû renoncer à leur objectif initial. L'objectif de retour à une cible de 3 % a été systématiquement retardé et l'austérité prolongée. De fait, en 2013, la zone euro devrait connaître une quatrième année consécutive d'austérité. L'impulsion budgétaire inscrite dans les différents budgets votés en fin d'année 2012 devrait s'élever à -1,1 point de PIB, en légère réduction par rapport à celle des années précédentes, respectivement -1,9 point en 2012 et -1,3 en 2011. Dans ces conditions, la croissance sera encore atone en 2013. Si nous prévoyons une fin technique de la récession à partir du deuxième trimestre 2013, il reste que le PIB annuel, en raison d'un effet d'acquis fortement négatif (-0,5 %), reculera de nouveau de 0,4 % et le chômage augmentera tout au long de l'année pour atteindre 12,4 % de la population active. Il faudra donc attendre une année supplémentaire pour espérer renouer avec la croissance et observer un timide repli du chômage. En 2014, de plus en plus d'États membres auront atteint la cible de 3 % et réduiront de fait la restriction budgétaire. Nous anticipons en effet une impulsion négative de seulement 0,6 point en 2014. La demande intérieure retrouverait alors une certaine vigueur, notamment en Allemagne, et contribuerait à 0,5 point de croissance. Le commerce extérieur resterait de plus un élément moteur de la croissance. L'augmentation du chômage qui résulte de la stratégie de consolidation budgétaire pèse sur l'évolution des salaires, ce qui améliore la compétitivité *via* les coûts unitaires du travail. À cet effet, s'ajoute l'impact de mesures spécifiques (ajustement du salaire dans la fonction publique par exemple, CICE – crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – en France⁵) et de réformes du marché du travail (décentralisation des processus de négociations salariales en Italie ou au Portugal, assouplissement des procédures d'embauches et de licenciements en Espagne ou en Grèce). Par ce biais, les pays, dont la crise résulte

4. Pour les pays bénéficiant de l'aide européenne, ces taux de marchés ne reflètent de fait plus le coût de financement de la dette publique. Néanmoins, ils restent un indicateur des tensions qui se répercutent notamment sur le taux d'intérêt bancaires (voir 2^e section).

5. Plane M. (2013), « Évaluation de l'impact économique du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) », *Revue de l'OFCE/Débats et politiques*, 126 : 141-153.

en partie d'une crise de balance des paiements⁶, espèrent regagner des parts de marché. Ce faisant, les pays de la zone euro poursuivraient une stratégie non-coopérative où les gains de part de marché des uns se font principalement au détriment des partenaires commerciaux. Le PIB augmenterait de 0,9 % sur l'ensemble de la zone euro. L'Allemagne resterait le pays de la zone euro bénéficiant de la plus forte croissance (1,5 %) tandis que la Grèce connaîtrait une cinquième année de récession (-2 % en 2014, soit un recul du PIB de près de -25 % depuis 2008). Cette croissance serait insuffisante pour permettre une décrue significative du chômage.

Le retour de la croissance est trop tardif. Les années de dépression allant de pair avec le maintien d'un chômage record pourraient faire naître de nouveaux risques. Certains pays pourraient se retrouver pris dans le piège de la déflation. Il s'agit de fait d'un scénario déjà à l'œuvre en Espagne où la stratégie visant à restaurer la compétitivité provoque une baisse des salaires réels par tête depuis 2010. Cette stratégie est d'autant plus dangereuse qu'elle conjugue la baisse des salaires nominaux et le maintien de l'inflation en raison des hausses de TVA. Les salaires baissent mais pas les prix créant une situation de déflation salariale réelle massive. Si ce schéma devait s'amplifier et se généraliser, il rendrait le processus de désendettement privé encore plus difficile, voire intenable. Les ménages endettés pourraient alors se retrouver dans l'incapacité de faire face à leurs échéances. Une nouvelle hausse de défauts des ménages générerait des pertes dans un système bancaire en pleine restructuration après l'accord intervenu en novembre 2012⁷. Dans le pire des cas, des nouvelles faillites de banque conduiraient la zone euro dans une situation inextricable et les cinq années de crise se transformeraient en décennie perdue à l'image de la situation du Japon dans les années 1990. Entre 1981 et 1990, le taux croissance moyen du PIB par tête au Japon s'est élevé à 4,1 % contre 2,3 % aux États-Unis et près de 2 % en France comme en Allemagne. De 1992 à 2002, la croissance par tête moyenne du Japon a fortement baissé pour atteindre 0,5 %. Sur cette période, le PIB par tête du Japon a connu trois années de contraction en 1993,

6. Alessandrini P., M. Fratianni, A. Hughes Hallet & A. Presbitero (2012), « External imbalances and financial fragility in the Euro area », *MoFiR working paper*, 66.

7. Julie Enjalbert (2012) : « Le secteur bancaire espagnol en phase de recapitalisation et d'assainissement », BNP-Paribas Ecoweek, décembre.

1998 et 1999. Sur la même période, la croissance du PIB par tête a également baissé dans la plupart des autres pays industrialisés mais dans de moindres proportions. Elle s'est établie à 2,2 % aux États-Unis, 1,5 % en France et 1,2 % en Allemagne.

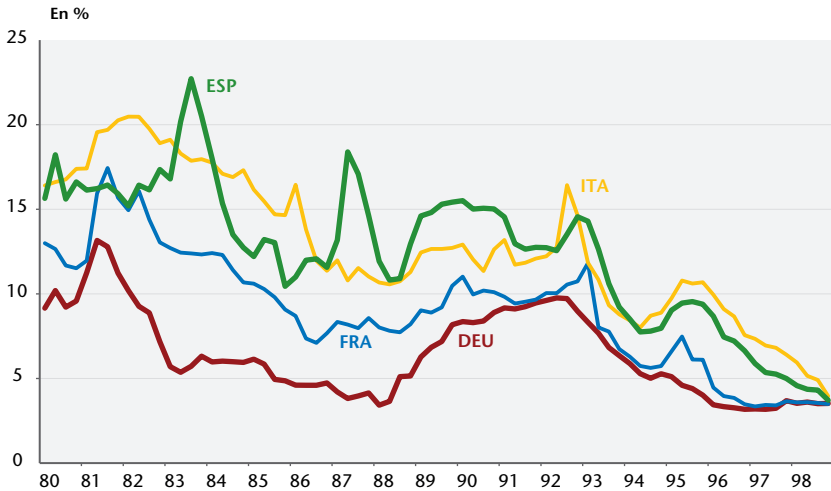
La confiance est-elle revenue ?

De l'art de gagner ou perdre la confiance du marché

L'argument principal en faveur d'une stratégie de réduction rapide des déficits budgétaires repose sur l'idée que la croissance dans la zone euro ne peut pas revenir si la confiance des agents et des marchés n'est pas rétablie. En effet, le retour de la confiance est une condition à la baisse des taux d'intérêt, ce qui favorise ensuite la reprise de l'activité. Il est alors primordial que les États, et en particulier ceux souffrant d'une faible crédibilité, montrent leur volonté de réduire les déficits budgétaires. Cette configuration ressemble à certains égards à la stratégie de désinflation menée dans de nombreux pays dans les années 1980. La réduction de l'inflation nécessitant l'ancrage des anticipations devait s'appuyer sur une politique monétaire d'autant plus restrictive que la banque centrale pâtissait d'une piètre crédibilité. Dans le cadre du SME (système monétaire européen), cette stratégie impliquait à l'époque de caler la politique monétaire sur celle de la Bundesbank, institution la plus rigoureuse en matière de lutte contre l'inflation. Néanmoins, après que la Bundesbank eût décidé d'augmenter son taux d'intérêt pour lutter contre les tensions inflationnistes liées à la réunification, cette stratégie est devenue de plus en plus coûteuse en termes de croissance et de chômage pour les autres membres du SME. Les marchés ont alors fait le pari d'une sortie de certains pays (Espagne, Italie, France et Royaume-Uni) du mécanisme de change européen, réalisant en effet qu'il y avait un arbitrage entre l'ancrage des monnaies au mark et le coût du durcissement de la politique monétaire. Les primes de risque ont alors augmenté, amplifiant le ralentissement économique à l'œuvre depuis le début des années 1990 en France, Italie et Espagne. Dans un premier temps, les banques centrales de France, Italie et Espagne ont suivi le durcissement de la politique monétaire allemande (graphique 5). Mais la spéculation s'est accentuée, les primes de risque ont augmenté poussant finalement l'Italie,

l'Espagne et le Royaume-Uni à quitter le mécanisme de change européen. La France est restée membre du SME mais n'a pas évité la récession en 1993. Ce rappel historique montre que la confiance des marchés n'est pas uniquement liée au coût des efforts consentis pour la gagner.

Graphique 5. Taux d'intérêt à court terme au cours des années 1980 et 1990



Source : OCDE.

La crédibilité est une notion complexe qui résulte de nombreux paramètres. Il existe des zones où les anticipations deviennent auto-réalisatrices et entraînent l'économie vers un équilibre sous-optimal⁸. Ce raisonnement trouve une application directe dans la zone euro depuis le déclenchement de la crise des dettes souveraines. Les plans de rigueur se sont en effet multipliés dès 2010 en Grèce, Espagne, Portugal, Irlande et en Italie sans parvenir à réduire rapidement les primes de risques payées par les États pour refinancer leur dette. Dans le même temps, les marchés anticipaient la réduction de la croissance et l'impossibilité de réduire rapidement la dette publique renforçant les primes de risques. L'analyse empirique développée par De Grauwe et Yi⁹ (2012) montre bien que les

8. Ce raisonnement est formulé de manière analytique pour expliquer les crises de change par Obstfeld (1986), « Models of currency crises with self-fulfilling features », in *European Economic Review*, 40: 1037-1047.

9. « Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test », à paraître dans *Journal of International Money and Finance*.

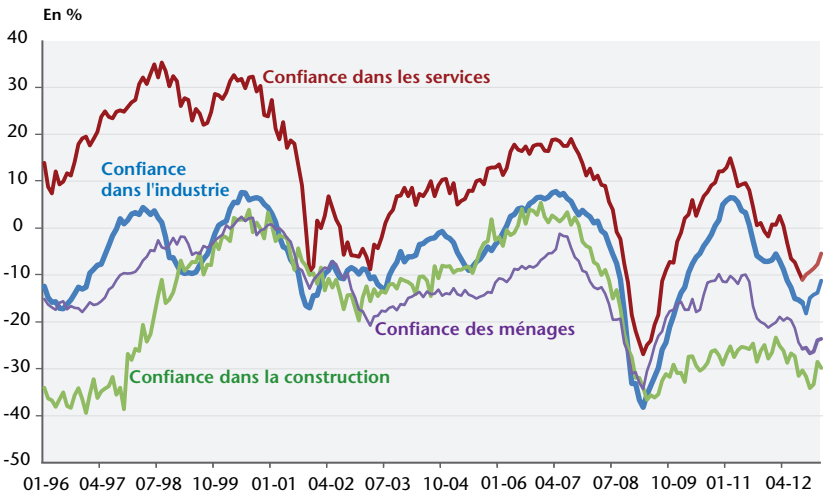
fondamentaux ne parviennent pas à rendre compte de l'évolution des écarts de taux espagnols, irlandais, portugais et dans une moindre mesure grecs vis-à-vis de l'Allemagne. Ils suggèrent alors que ces primes de risques sont le fruit de sentiments de marché qui traduisent les fragilités intrinsèques des membres d'une union monétaire qui se retrouve dans la position d'un pays endetté dans une monnaie étrangère. De fait, les primes de risque n'ont baissé qu'à partir de l'été 2012, probablement sous l'effet conjugué de la ratification du TSCG et de l'annonce de l'opération (OMT) de la BCE qui ont modifié les anticipations de marché quant à une éventuelle sortie de la zone euro ou un possible défaut. Pour une part les primes de risque dépendent sans doute de l'évaluation de la crédibilité de la réduction de la dette à long terme faite par les marchés. Mais, il est difficile de savoir quelle aurait été l'évolution des primes de risque dans un scénario où l'austérité aurait été atténuée. D'un côté les primes auraient pu augmenter du fait d'un engagement moins ferme des gouvernements à réduire leur déficit à court terme, mais d'un autre côté, les marchés auraient pu percevoir favorablement la mise en œuvre d'une stratégie macroéconomique plus soutenable à moyen et long terme. Il reste que les primes de risque s'expliquent aussi par les perspectives de croissance, le rôle de la politique monétaire et par les éventuelles craintes d'un éclatement de la zone euro¹⁰. Les États membres, poussés aussi par les recommandations de la Commission européenne, ont mis en œuvre des plans de consolidation surdimensionnés afin de convaincre les marchés de la crédibilité de leurs engagements à réduire la dette. Par l'effet des multiplicateurs, plus élevés du fait de la faiblesse des économies consécutive à la récession de 2009, cette stratégie a détruit les bases fragiles du rebond de la croissance qui était perceptible en 2010. Ce faisant, et en l'absence d'engagement plus actif de la BCE, la consolidation budgétaire s'est avérée contre-productive pour réduire significativement les primes de risque. L'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce et, dans une moindre mesure, l'Irlande sont alors entrés dans un cercle vicieux où le besoin impérieux de prouver sa crédibilité a poussé les gouvernements à mettre en œuvre toujours plus de restriction, réduisant la

10. Il faut également souligner que l'évolution des taux d'intérêt résulte également de contraintes réglementaires qui amènent les investisseurs à faire des arbitrages de portefeuille afin de satisfaire les ratios de risque.

croissance et détruisant en retour la crédibilité de l'engagement de réduction de la dette publique.

En outre, la confiance ne peut se réduire à la perception que les marchés se font de la soutenabilité des finances publiques. Si la baisse des taux d'intérêt qui pourrait en résulter est importante, ce n'est pas le seul facteur qui influence la croissance. La confiance des ménages et des entreprises influencent leurs décisions de consommation et d'investissement. Ainsi, à partir de février 2011, les indicateurs de confiance dans la zone euro ont traduit les inquiétudes croissantes d'abord dans les services et l'industrie puis chez les ménages (graphique 6), ce qui s'est ensuite reflété dans les indicateurs avancés de croissance calculés par Euroframe¹¹.

Graphique 6. Confiance dans la zone euro



Source : Commission européenne.

Même si tous les pays de la zone euro n'ont pas été impactés de la même façon par les mesures de consolidation budgétaire, la chute de la confiance a été généralisée. Les entreprises et les ménages allemands ont effectivement bien perçu les risques inhérents à l'enlisement de la crise et à la baisse de l'activité de leurs principaux partenaires commerciaux. La confiance des ménages

11. Pour l'année l'évolution au cours de l'année 2012, voir <http://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/euro11/indicateureuro12.htm>.

qui avait fortement rebondi d'avril 2009 à novembre 2010 baissait à nouveau dès le mois de juin 2011 pour retrouver progressivement sa moyenne de long terme. De même, les carnets de commandes et notamment les perspectives à l'exportation se sont retournés au cours du premier semestre 2011.

Confiance : ce que disent les enquêtes

La voie choisie pour restaurer la confiance a été un échec. Les marchés ont douté du succès du remède qui avait été administré à l'ensemble des États membres. L'austérité s'est amplifiée mais les taux d'intérêt sont restés à des niveaux élevés en Espagne ou en Italie¹² et historiquement faibles en Allemagne, en France ou aux Pays-Bas. Quant aux ménages et aux entreprises, ils ont rapidement pris conscience que la potion se traduisait par une baisse de pouvoir d'achat, une réduction des perspectives de demande et une hausse du chômage. De plus, les accès de panique récurrents sur les marchés financiers n'ont fait qu'amplifier les inquiétudes sur les perspectives d'avenir de la zone euro. Cependant, depuis l'été 2012, le mouvement semble se renverser avec l'affirmation de l'irréversibilité de l'euro. Les primes de risque ont baissé et la confiance semble rebondir depuis septembre dans les services, depuis octobre dans l'industrie et depuis novembre pour les ménages. Cette amélioration n'est cependant pas uniformément partagée par l'ensemble des pays de la zone. Elle semble assez générale en Allemagne mais ne concerne pas les ménages en France. Dans l'industrie, l'amélioration de la confiance est perceptible en France, en Italie comme en Espagne mais ce n'est pas le cas dans les services. Dans ces conditions, nous anticipons un rebond de la croissance en Allemagne pour le premier trimestre 2013 (+0,3 %) tandis que l'activité diminuerait encore en France, en Italie, en Espagne mais également au Portugal et en Grèce (tableau 1).

12. Le cas de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande étant un peu à part puisque les gouvernements de ces pays ont couvert l'essentiel de leur besoin de financement par le biais des aides européennes dont le taux de 3,5 % a été négocié en dessous des conditions de marché.

Tableau 1. Croissance dans la zone euro

En %

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
DEU	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	0,4	1,5
FRA	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,6
ITA	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	-2,4	-1,5	0,3
ESP	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,4	-1,2	0,6
NLD	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,0	-0,7	0,7
BEL	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,3	1,3
IRL	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	0,1	0,7
PRT	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-3,2	-2,5	0,1
GRC	-0,2	-1,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	0,0	0,0	-6,3	-6,0	-2,0
AUT	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	0,4	1,0
FIN	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,1	1,1
EUZ	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,5	-0,4	0,9

Source : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

La croissance minée par l'austérité budgétaire ou par les conditions financières

La mise en œuvre des plans de restrictions dans l'ensemble des Etats membres s'est traduite par une baisse globale de la demande. Les augmentations d'impôts (TVA en Espagne ou hausse de l'impôt sur le revenu en France et en Italie pour ne citer que quelques exemples) ou les baisses des dépenses (prestations sociales, réduction des effectifs dans la fonction publique) pèsent sur la consommation privée et publique. Cet effet est d'autant plus fort que la situation macroéconomique est dégradée. Par ailleurs, la crise de la dette souveraine a provoqué d'importants mouvements de capitaux qui se sont traduits par un choc sur les taux d'intérêt publics à long terme, ce qui a réduit l'investissement et la consommation de biens durables. Néanmoins, contrairement aux impulsions budgétaires qui ont, dès 2011, été négatives dans tous les pays de la zone euro, l'évolution du taux d'intérêt a été un facteur négatif pour la croissance dans les pays en crise mais plutôt positif pour ceux bénéficiant de la confiance des marchés. En effet, les investisseurs n'ont pas déserté la place financière européenne et ont le plus souvent procédé à des réallocations de portefeuille ; privilégiant les placements sur les marchés obligataires allemands et français, comme en témoigne la baisse des taux d'intérêt dans ces deux pays en particulier depuis le premier trimestre 2011.

Le coût de la consolidation budgétaire

Pour l'ensemble de la zone euro, l'impulsion budgétaire cumulée en 2011 et 2012 s'élève à -3,1 points¹³. Cette restriction budgétaire dépasse largement le bref épisode expansionniste de 2008-2009 où l'impulsion cumulée s'était établie à +1,8 point de PIB de la zone euro. Comparativement, les États-Unis ont mené une politique budgétaire aussi restrictive sur la période 2010-2012 (-3,1 points de PIB d'impulsion) mais bien plus expansionniste sur la période 2008-2009 (+5,1 points de PIB). Par ailleurs, dans la plupart des pays de la zone euro – les seules exceptions étant l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche – la restriction budgétaire, qui a

13. La restriction cumulée atteint même 3,4 points de PIB en intégrant l'année 2010. Néanmoins, cette année est plus hétérogène puisque certains pays (Allemagne, Autriche et Finlande) ont encore des impulsions positives.

débuté dès 2010, a atteint des niveaux rarement observés lors des épisodes précédents de contraction budgétaire. Ainsi, en trois années, la consolidation budgétaire a atteint 6,3 points en Espagne, 7,7 points en Irlande et 7,9 points au Portugal (tableau 2). Le record de l'ajustement budgétaire est détenu par la Grèce où l'impulsion budgétaire négative cumulée atteint 17 points de PIB. En France et en Italie, l'impulsion cumulée entre 2010 et 2012 atteint respectivement 4,1 et 3,9 points de PIB.

Tableau 2. Contraintes de liquidités

	Propension marginale à consommer (en %)		Taux d'épargne (en %)	
	2011	2012	2011	2012
DEU	1,3	1,0	8,8	8,8
FRA	0,3	0,3	16,2	16,2
ITA	-0,1	0,9	12,0	12,0
ESP	0,0	0,1	11,3	8,0
EUZ	-0,5	0,8	13,2	13,0

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

Or il apparaît clairement que les pays qui ont connu la croissance la plus faible en 2011 et 2012 sont également ceux où la restriction a été la plus forte. L'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont eu une croissance moyenne négative sur ces deux années. Le lien entre la croissance et l'impulsion budgétaire reflète la valeur du multiplicateur budgétaire qui dépend à la fois des paramètres structurels de l'économie, de la situation conjoncturelle et de la composition des mesures de politique budgétaire et fiscales qui sont prises.

Les estimations empiriques sur la taille des multiplicateurs suggèrent que l'impact d'une réduction des dépenses est plus fort que celui d'une hausse de la fiscalité¹⁴, au moins à court terme. C'est également ce que suggère une analyse récente de Mathieu Plane¹⁵ qui montre que si la croissance française a mieux résisté à

14. Barrell, Holland et Hurst (2012), « Fiscal Consolidation : Part 2. Fiscal Multipliers and Fiscal Consolidations », *OECD Economics Department Working Papers* n°933. Les travaux d'Alesina et Ardagna (voir notamment « Large changes in fiscal policy : taxes versus spending », *NBER Working Paper*, 15438, 2009) font cependant figure d'exception.

15. « L'austérité peut-elle réussir en France ? », *Alternatives Économiques Hors-série*, 96 (L'état de l'économie 2013).

l'effort de consolidation, c'est parce que celui-ci a principalement porté sur l'augmentation des prélèvements obligatoires. En effet, la réduction du déficit structurel de la France résulte pour seulement un tiers d'une réduction des dépenses publiques. Comparativement, l'accent mis sur les dépenses représente plus de 80 % de l'effort de consolidation budgétaire en Espagne, Portugal, Irlande ou Grèce. Dans l'ensemble de la zone euro, la part des dépenses publiques totales¹⁶ dans le PIB a été réduite de 2 points entre 2009 et 2012 selon l'OCDE. Globalement ce chiffre est inférieur à ce qui est observé aux États-Unis (-2,2 points) et au Royaume-Uni (-2,4 points). Néanmoins, pour certains pays, les coupes budgétaires ont été drastiques. Au Portugal la part des dépenses publiques dans le PIB (respectivement en Espagne), est passée de 49,8 % à 46,6 % (respectivement de 46,3 % à 41,6 %). Quant à la Grèce, les dépenses publiques ont chuté bien plus vite que le PIB et ont été réduites de 5,3 points en 3 ans. À l'inverse, en France et en Belgique, la baisse du ratio de dépenses publiques n'a été respectivement que de 0,8 et 0,2 point.

L'impact de ces mesures serait par ailleurs d'autant plus récessif qu'elles interviennent dans un contexte où les économies ont été fragilisées par la crise financière. Une littérature aujourd'hui abondante montre que le multiplicateur est plus élevé lorsque l'écart de production est déjà creusé. Deux facteurs expliquent essentiellement ce résultat¹⁷. Le premier résulte de la politique monétaire qui ne permet plus d'amortir un choc de politique budgétaire récessif dès lors que le taux d'intérêt directeur a atteint un niveau plancher (*zero lower bound*). Le deuxième facteur vient de ce qu'en période de chômage élevé, de plus en plus de ménages subissent des contraintes de liquidités, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent bénéficier de crédits pour financer leur consommation. Ces contraintes de liquidités sont par ailleurs renforcées en cas de crise bancaire. Dans ce cas, les banques restreignent l'accès au crédit aux ménages faisant face à des difficultés financières qui sont alors contraints de consommer sur leur seul revenu courant. L'élasticité-revenu de court terme devrait alors tendre vers l'unité¹⁸. La plupart pays de la

16. Hors charge d'intérêt.

17. Éric Heyer (2012), « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs : la taille compte ! », Blog de l'OFCE, et les nombreuses références bibliographiques citées.

18. Elle peut même être supérieure à l'unité si les ménages ont une demande d'épargne pour motif de précaution.

zone euro se trouvent dans une situation où les multiplicateurs sont élevés. Les leviers d'action de la politique monétaire sont limités puisque le taux directeur de la BCE est à un niveau plancher¹⁹ depuis le mois de mai 2009. La BCE a également mis en œuvre des mesures non conventionnelles, dont l'objectif était notamment de répondre intégralement aux besoins de liquidités du système bancaire²⁰. Elle est cependant peu intervenue, comparativement à la Réserve fédérale ou à la Banque d'Angleterre, sur les marchés obligataires publics ou privés pour faire pression à la baisse sur les taux d'intérêt à plus long terme²¹. En outre, dans le cadre de l'OMT, ces interventions sont aujourd'hui conditionnées au suivi d'un programme d'ajustement sous la surveillance de la Commission européenne, du FMI et de la BCE.

Les épisodes de crises des dettes souveraines et de crises bancaires sont interdépendantes. D'une part, les difficultés du système bancaire peuvent nécessiter une intervention publique coûteuse, transformant des dettes privées en dette publique, ce qui nuit ensuite à la soutenabilité des finances publiques comme l'illustrent parfaitement les cas de l'Irlande et de l'Espagne ou plus récemment de Chypre. D'autre part, les banques sont fragilisées par la baisse des prix des titres publics dans la mesure où ils constituent une part importante de leur portefeuille d'actifs, 8,4 % de l'actif total des institutions monétaires et financières de la zone euro en décembre 2012.

Par ailleurs, après une courte stabilisation du chômage en début d'année 2010 et jusqu'à l'été 2012, il est reparti à la hausse et atteint en janvier 2013 un record historique à 11,9 % de la population active de la zone euro. Cette nouvelle hausse s'inscrit dans un contexte où les ménages avaient déjà subi une première période de forte hausse du chômage en 2009. Ainsi, le retour en récession de la zone euro provoque un nouveau flux d'entrées au chômage et réduit les possibilités de retour à l'emploi de ceux qui étaient déjà au chômage. Il en résulte non seulement que le chômage de longue

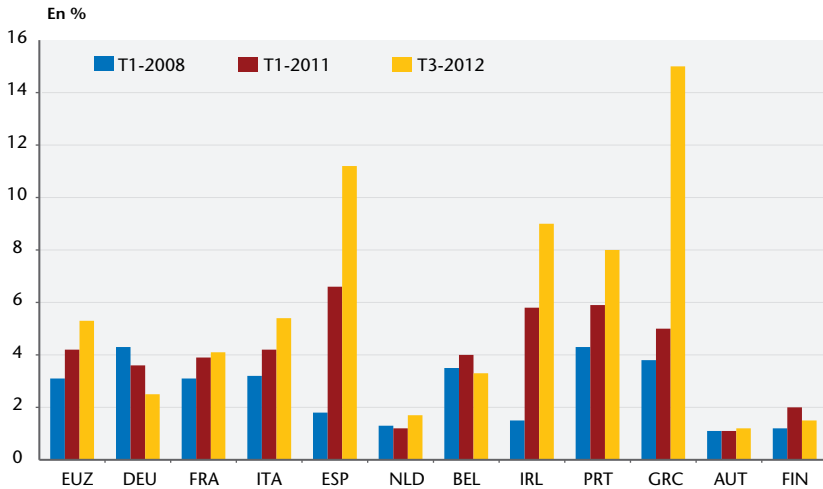
19. Le taux directeur est en effet baissé à 1 % en mai 2009. La BCE procède à deux augmentations d'un quart de point en 2011 avant de revenir sur ses décisions et de maintenir le taux à 0,75 % depuis juillet 2012.

20. OFCE (2012) : « Politiques monétaires : en attendant la demande... », dans la *Revue de l'OFCE/Débats et politiques*, 125.

21. OFCE (2011) : « Politiques monétaires : l'histoire sans fin », dans la *Revue de l'OFCE*, 119.

durée²² augmente (graphique 7) mais aussi que la part des chômeurs non indemnisés s'accroît. Sur les 5 millions de chômeurs que compte l'Espagne, deux ne perçoivent plus d'allocations chômage²³. Les achats des ménages deviennent alors de plus en plus contraints par un revenu disponible qui s'érode progressivement et la baisse de la consommation peut être d'autant moins amortie que les marges de manœuvre à la baisse du taux d'épargne s'amenuisent.

Graphique 7. Part du chômage de longue durée dans la population active



Source : Eurostat.

Parmi les grands pays de la zone euro, c'est en Espagne que cette contrainte de revenu devrait être la plus importante. Néanmoins, les ménages espagnols ont continué à puiser dans leur épargne afin d'amortir le choc de la baisse du revenu disponible. La propension marginale à consommer est ainsi restée très faible en 2011 et 2012 tandis que le taux d'épargne a chuté (tableau 2). En Allemagne, le taux d'épargne a baissé en 2011 puis s'est stabilisé en 2012. Dans le même temps, la propension marginale à consommer²⁴ est restée

22. Dont la durée est supérieure à un an.

23. Voir dans ce dossier « Espagne : la déflation salariale est enclenchée » pour plus de détails.

24. Définie comme le rapport de la variation de la consommation à la variation du revenu des ménages. L'élasticité-revenu de la consommation correspond au rapport des taux de croissance.

élevée reflétant sans doute l'amélioration des perspectives de revenu des ménages allemands²⁵.

Ces différents éléments indiquent que les pays de la zone euro sont clairement dans une situation où les multiplicateurs sont élevés. Une évaluation *ex-post* de leur valeur permet de confirmer cette hypothèse. Le calcul suivant permet d'estimer la valeur numérique du multiplicateur :

$$k = \frac{g(\text{gap})}{ib} = \frac{g(\text{observée}) - g(\text{spontanée})}{ib}$$

Où (k) est la valeur du multiplicateur à la date (t), (ib) l'impulsion budgétaire et ($g\text{-gap}$), l'écart entre la croissance observée ($g\text{-observée}$) et la croissance spontanée ($g\text{-spontanée}$), c'est-à-dire la croissance qui aurait été observée en l'absence d'impulsion. L'évaluation de l'impact des politiques budgétaires dépend donc d'un scénario contrefactuel sur la trajectoire de croissance, qui dépend ici du taux de croissance potentiel et de la vitesse de fermeture de l'écart de production et des autres facteurs qui perturbent la trajectoire de croissance (politique monétaire, choc financier ...). En situation conjoncturelle dégradée, l'écart de production se creuse et il existe alors des forces de rappel (ajustement des prix des biens et du capital, opportunités d'investissement), dont certaines sont endogènes et permettent de ramener l'économie vers sa trajectoire de croissance. L'évaluation du multiplicateur moyen sur la période 2011-2012 montre clairement qu'il a été effectivement plus élevé dans les pays où la récession s'est accentuée (tableau 3), c'est-à-dire en Espagne, Portugal, Italie et Grèce, ainsi qu'en Irlande où le système bancaire porte encore les stigmates de la crise de 2008-2009²⁶. En Grèce, ce multiplicateur *ex-post* serait supérieur à 2, ce qui correspond à un cas où la baisse d'activité qui résulte de la consolidation est tellement forte qu'*in fine*, le déficit budgétaire s'accroît. En Espagne, en Italie ou au Portugal, la valeur du multiplicateur est telle que la consolidation est très coûteuse en termes d'activité et quasiment inefficace en termes de réduction du déficit public. Inversement, la situation plus favorable de l'Allemagne

25. Voir dans ce dossier « Allemagne : la croissance plie mais ne rompt pas » pour plus de détails.

26. D'après les calculs réalisés par Laeven et Valencia (2012), « Systemic Banking Crises Databank : an update », *IMF Working Paper*, 163, la crise bancaire irlandaise figure parmi les 10 crises les plus coûteuses depuis le début des années 1970.

semble indiquer que les mesures d'austérité ont très peu d'effet sur la croissance.

Tableau 3. Impulsion budgétaire, croissance et déficits

En % ou points de PIB

	Impulsion budgétaire cumulée 2011-2012	Croissance de l'output gap cumulée	Croissance moyenne observée 2011-2012	Variation solde budgétaire	Multiplieur implicite hors autres effets
DEU	-2,4	-0,2	2,0	4,3	0,1
FRA	-3,2	-3,9	0,8	2,7	1,2
ITA	-3,3	-5,5	-0,9	1,4	1,7
ESP	-4,9	-8,0	-0,5	-0,2	1,6
NLD	-2,1	-4,2	0,1	1,3	2,0
BEL	-1,5	-1,6	0,8	0,8	1,1
IRL	-3,5	-5,1	1,0	3,0*	1,4
PRT	-7,6	-11,3	-2,4	4,8	1,5
GRC	-9,4	-21,0	-6,5	2,4	2,2
AUT	-1,8	0,3	1,7	1,5	-0,2
FIN	-0,9	-1,2	1,3	0,9	1,4
EUZ	-3,1	-3,8	0,5	3,0	1,2

* Pour l'Irlande, la variation du solde budgétaire est calculée en excluant les mesures de recapitalisation du système bancaire qui ont dépassé 20 points de PIB.

Sources : Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

Dégradation des conditions financières

Néanmoins, en ne tenant compte que de l'impulsion budgétaire domestique, l'évaluation de l'impact de l'ajustement budgétaire peut être brouillée. En effet, d'une part, les effets des restrictions budgétaires sont amplifiés par les liens commerciaux qui unissent les pays de la zone euro²⁷. D'autre part, il faut tenir compte de l'évolution des conditions monétaires et financières qui a fortement divergé entre les pays de la zone euro. L'augmentation des primes de risque pour les uns correspond à un choc négatif tandis que le choc peut être positif lorsque les taux d'intérêt ont baissé. Ainsi, le multiplieur implicite est probablement surestimé en Espagne, Italie, Grèce ou au Portugal mais sous-estimé en France et en Allemagne. Néanmoins, dans le contexte particulier que traverse la zone euro, l'évolution des taux d'intérêt publics capte

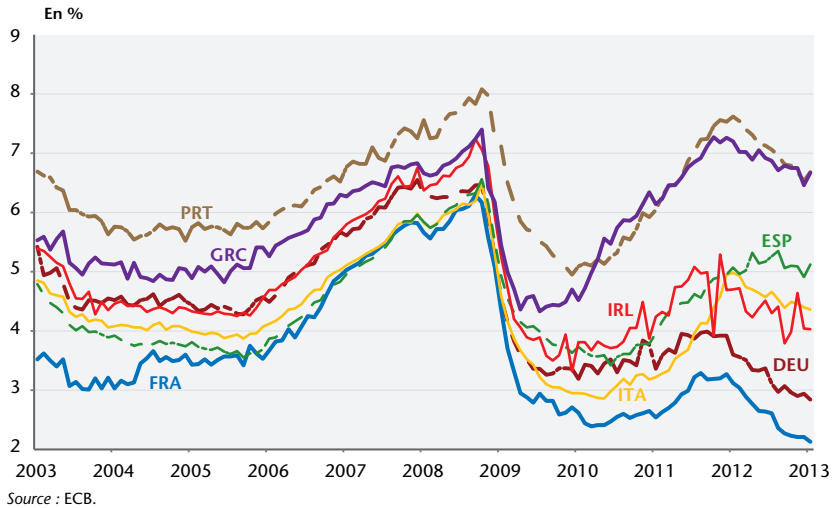
27. Voir la section suivante.

très imparfaitement l'évolution des conditions de financement. D'une part, pour les pays (Grèce, Portugal et Irlande) bénéficiant de l'aide européenne, ce taux de long terme ne correspond pas au coût de refinancement de la dette publique, même s'il est un indicateur pertinent sur le marché secondaire pour évaluer le risque de défaut tel qu'il est perçu par les marchés. D'autre part, ces taux reflètent aussi la liquidité des marchés obligataires publics. Enfin, si les taux longs publics représentent habituellement un benchmark à l'aune duquel se refinancent les agents privés financiers et non-financiers sur les marchés, ce n'est probablement pas le cas actuellement, au moins pour le système bancaire de la zone euro. Sur l'année 2011, les émissions obligataires des banques avaient été nettement réduites, c'est pourquoi la BCE avait lancé deux opérations exceptionnelles de refinancement à trois ans qui devaient permettre de couvrir les besoins de financement. Sur l'ensemble des IFM (institutions financières et monétaires) de la zone, la part dans l'ensemble du passif des émissions de titres – autres que les titres émis sur le marché monétaire – est ainsi passée de plus de 16 % au deuxième trimestre 2007 à 14,8 % au quatrième trimestre 2012. En Espagne et en Irlande, cette baisse du refinancement par émission de titres des IFM atteint respectivement 4 et 3,5 points.

Malgré le soutien de la BCE, la crise des dettes souveraines s'est sans aucun doute répercutée sur le coût de refinancement du système bancaire et ensuite, par ce biais, sur les conditions de financement des agents privés. L'évolution des taux appliqués par les IFM sur les crédits aux sociétés non-financières témoigne de cette incidence (graphique 8). Même si les taux pratiqués par les banques grecques et portugaises sont très éloignés de ceux observés sur les titres publics à long terme, il reste qu'ils sont significativement plus élevés que dans les autres pays de la zone euro. Ainsi, en moyenne sur l'année 2012, l'écart des taux de marché à long terme entre les titres grecs et les titres allemands s'est élevé à plus de 24 points tandis qu'il était de 3,6 points pour l'écart entre les taux appliqués par les banques grecques et allemandes aux sociétés non-financières. Il faut néanmoins rappeler que les taux de marché de ces deux pays ne sont plus représentatifs des conditions de financement puisque ces pays ont bénéficié des prêts du MES-FESF (Mécanisme européen de stabilité/Fonds européen de stabilité financière). Il reste cependant que d'une manière générale, les pays

pour les lesquels la prime de risque a augmenté sont ceux où les taux pratiqués par les banques sur les nouveaux crédits sont les plus élevés. En Italie et en Espagne, l'écart entre les taux bancaires s'est établi à 1,4 et 1,9 point en moyenne sur l'année 2012 contre un écart sur les taux marché de 3,9 et 4,2 points respectivement. Par contre, si ce taux est plus faible pour les entreprises allemandes, il reste supérieur à celui appliqué par les institutions financières en France mais également en Belgique, en Autriche et en Finlande. Cette différence s'explique par les caractéristiques structurelles des systèmes bancaires qui jouent un rôle important dans la transmission de la politique monétaire. Ainsi, alors que le taux d'intérêt public de long terme était en moyenne supérieur de 1 point au taux équivalent allemand, les sociétés non-financières françaises ont bénéficié, sur la même période, d'un taux bancaire de 0,6 point inférieur à celui des entreprises allemandes.

Graphique 8. Taux appliqués aux nouveaux crédits des SNF
(prêts < 1 million d'euros, durée < 1 an)



En prenant ces taux bancaires, plutôt que les taux des marchés obligataires publics, comme indicateurs de durcissement des conditions monétaires, on peut en déduire que la perte de confiance qui s'est traduite par un choc sur les taux d'intérêt a également contribué à la récession de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal et de la Grèce. Inversement, la restriction budgétaire en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche et en

Finlande a pu être atténuée par des conditions financières plus favorables. Cette hypothèse est évaluée à partir de l'estimation d'un modèle en panel sur l'ensemble de la zone euro (encadré 1). Si les résultats sont fragiles étant donné le faible nombre d'observations, ils tendent néanmoins à montrer que le rôle de la politique budgétaire a été prépondérant. Autant l'impact de l'impulsion budgétaire est toujours significatif que celui des taux d'intérêt ne l'est pas systématiquement.

Encadré 1. L'impact de la politique budgétaire et de la hausse des taux d'intérêt sur la croissance

Depuis 2010, une majorité de pays de la zone euro a engagé une politique d'austérité budgétaire visant à réduire les déficits qui s'étaient creusés en raison de la récession de 2009. Ce besoin de consolidation a été largement amplifié par le déclenchement de la crise grecque qui a provoqué une crise de confiance et de liquidité sur les marchés obligataires publics. Pour gagner en crédibilité et tenter de faire baisser les primes de risques sur les taux d'intérêt, les pays du Sud de l'Europe ainsi que l'Irlande ont accentué leurs efforts budgétaires. Néanmoins, malgré les annonces des différents plans, les primes de risque ont continué à augmenter jusqu'à la moitié de l'année 2012. Ce faisant, cette crise de liquidité a provoqué un choc de taux d'intérêt qui a également pesé sur la croissance. Pour déterminer l'impact récessif de ces deux chocs, nous estimons une relation entre l'écart de production des pays de la zone euro, l'impulsion budgétaire et le taux d'intérêt bancaire réel. Cet indicateur permet de capter l'évolution des coûts du crédit supporté par les entreprises. Il est, en ce sens, plus représentatif des conditions de financement qu'un taux de marché. D'une part, le taux de marché ne correspond pas au coût du refinancement de la dette publique pour les pays ayant bénéficié de l'aide européenne. D'autre part, il faut tenir compte du rôle des banques dans le financement des agents non-financiers. Or les différentes opérations de la BCE ont permis aux banques de la zone euro, et notamment celles des pays plongés dans la tourmente de la crise des dettes souveraines, de s'affranchir des conditions de financement de marché. Le graphique 8 fait apparaître qu'il y a bien eu une transmission de la crise aux conditions de financement. Les taux bancaires appliqués aux crédits octroyés aux sociétés non-financières de la zone euro sont bien corrélés avec les taux publics à long terme mais les écarts sont néanmoins nettement moins marqués.

La relation est estimée en panel dynamique sur la période 2007-2012 pour capter uniquement les effets multiplicateurs pendant la crise. L'échantillon couvre 11 pays de la zone euro. Le modèle estimé tient également compte de trois autres déterminants de la croissance. Les

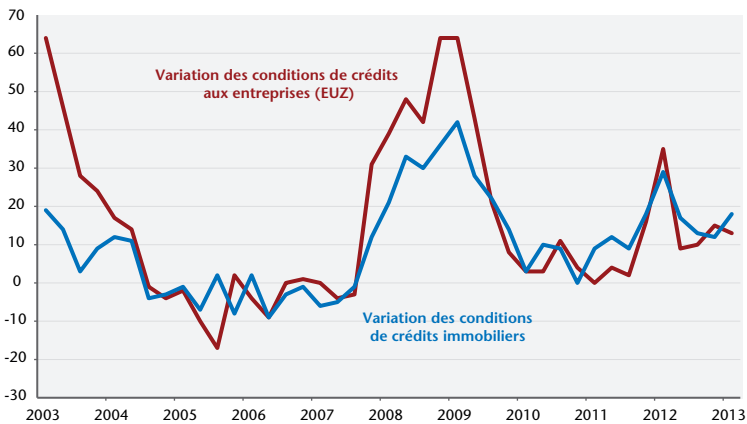
effets de transmission de la récession *via* le commerce extérieur sont introduits par le biais de la demande adressée à chaque pays. Par ailleurs, le choc financier résulte non seulement de l'évolution des taux d'intérêt mais aussi des conditions de crédit qui permettent de capter des effets d'offre tel qu'un rationnement quantitatif. L'équation estimée est donc la suivante :

$$g_{pib}(i, t) = \rho g_{pib}(i, t - 1) + k * ib(i, t) + \alpha(rb(i, t) - \pi(i, t)) + \beta * da(i, t) + \delta * q(i, t) + \theta * Z(t) + \mu(i, t)$$

où (g_{pib}) représente le taux de croissance du PIB du pays (i) à la date (t), (ib) est l'impulsion budgétaire, (rb) le taux bancaire, (π) le taux d'inflation, (da) représente la demande adressée exprimée en logarithme, (q) le taux de change réel exprimé en logarithme et (Z) les conditions de crédit. L'équation est estimée par la méthode d'Arellano et Bond.

L'évolution du crédit a joué un rôle majeur dans le durcissement des conditions financières en 2008 et 2009 et encore en 2012 lorsque la crise des dettes souveraines a fait peser un nouveau risque sur la stabilité financière (graphique 9)²⁸. Ce choc est mesuré par les enquêtes sur les conditions de crédit réalisées par la zone euro. Il faut noter qu'il s'agit-là d'une variable commune à l'ensemble des pays de la zone euro. Nous avons préféré cet indicateur commun plutôt que les résultats des enquêtes nationales dans la mesure où nous ne disposons pas des séries pour l'ensemble des pays. Enfin, nous intégrons également le taux de change effectif réel qui permet de capter les effets de compétitivité.

Graphique 9. Conditions* de crédits dans la zone euro



*L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant durcir les conditions de crédit et celles qui déclarent qu'elles ont été assouplies.

Source : BCE (Bank Lending Survey).

Dans les deux spécifications testées (tableau 4), l'effet de l'impulsion budgétaire est significativement positif. L'impact immédiat d'une impulsion réduit la croissance de 0,9 point. A long terme cet effet est légèrement supérieur à 1,1 point. Il faut ici préciser qu'il s'agit d'un effet moyen, qui ne tient donc pas compte des écarts de valeur de multiplicateur entre les pays. L'effet de l'impulsion est supérieur à celui du taux bancaire réel qui n'est pas significatif lorsque le taux de change réel n'est pas introduit dans la régression. Enfin, il ressort qu'un durcissement des conditions de crédit a bien un impact négatif sur la croissance, de même qu'une baisse de la demande adressée.

Tableau 4. Résultats économétriques

	Équation 1	Équation 2
Croissance du PIB (-1)	0,20 (4,54)	0,17 (3,89)
Impulsion budgétaire	0,93 (3,78)	0,90 (3,50)
Taux bancaire réel	-0,47 (-1,47)	-0,75 (-2,12)
Demande adressée	27,80 (6,86)	31,71 (6,13)
Conditions de crédit	-0,13 (-11,7)	-0,14 (-13,95)
Taux de change effectif réel		38,95 (1,99)

Échantillon : 2007-2012 6 années/11 pays.
Source : Calculs des auteurs.

Austérité quand tu nous tiens !

Malgré les effets néfastes de cette stratégie sur la croissance de la zone euro, l'austérité se poursuivrait en 2013, bien que de façon un peu plus atténuée qu'en 2012, en particulier pour les pays ayant réalisé le plus gros de leur ajustement budgétaire (Italie, Belgique). En 2014, l'affaiblissement de l'austérité lié à une résorption des déficits (tableau 5) devrait permettre à la croissance de repartir en zone euro. Les pays poursuivant leur ajustement budgétaire, avec une ampleur et un calendrier variable, on peut distinguer quatre « profils » :

— l'Allemagne, qui se singularise en échappant à la restriction budgétaire, avec une quasi-neutralité des mesures prises pour 2013 et 2014. Ainsi, les principales mesures de soutien à la croissance (hausse de l'abattement de base pour le calcul de l'impôt sur le revenu, augmentation des prestations de dépendance, ou baisse du

taux de cotisations retraites) sont compensées par l'augmentation de diverses taxes ou charges (taxe sur le tabac, taux de cotisations sociales pour la dépendance), et une moindre revalorisation des retraites ;

— en Italie, Espagne, Belgique et Portugal, l'effort budgétaire se poursuit en 2013 mais devrait être moindre que celui engagé en 2012. Certes, les situations sont différentes, car les pays ne sont pas au même stade dans l'ajustement budgétaire. Deux d'entre eux, la Belgique et l'Italie, sont avancés, avec un déficit proche de 3 % en 2012. En Italie, la présence d'un excédent budgétaire primaire (2,3 %), la perspective d'une charge des intérêts de la dette stable, et surtout le paiement d'importants arriérés de l'administration envers le secteur privé (40 milliards à rembourser en 2013-2014) incite également le pays à revoir sa cible de déficit à la baisse. La Belgique ayant également atteint la barre des 3 %, l'ajustement budgétaire ralentit en 2013, avec une impulsion négative de « seulement » 0,5 point. En Espagne en revanche, le déficit reste très creusé, surtout si on prend en compte les recapitalisations bancaires. L'effort budgétaire prévu de 2 points de PIB ne permettrait de réduire le déficit public que de 0,6 point de PIB, le ramenant autour de 6 %, mais le pays compte sur la négociation en cours avec la Commission européenne pour revoir à la baisse les objectifs de déficit pour 2013 et 2014, actuellement fixés à 4,5 % en 2013 et 3 % en 2014. Au Portugal, les objectifs de déficit public pour 2013 et 2014 viennent d'être révisés en mars 2013 pour la deuxième fois en 6 mois, en raison de l'effondrement de la croissance (-3,2% en 2012, -2,5% prévu en 2013). Cette décision de la troïka va permettre au pays de mener une politique moins rigoureuse. L'impulsion atteindrait -2,1 points de PIB en 2013, après -3 points en 2012. Les objectifs de déficit ne seraient cependant atteints que grâce à de nouvelles mesures exceptionnelles (de l'ordre de 0,5 point de PIB par an) ;

— la France²⁹, les Pays-Bas, l'Irlande ou la Grèce ont prévu de poursuivre leur politique d'austérité en 2013 dans des proportions comparables à 2012. Dans le cas des pays « aidés » (Grèce et Irlande), cela s'explique par le colossal effort d'ajustement budgétaire initial et par l'ampleur de la récession et des multiplicateurs

29. Voir dans ce dossier, la partie « France : tenue de rigueur exigée ».

budgetaires qui amoindrissent fortement les effets des programmes d'ajustement budgétaire. En outre, ces pays étant sous programmes d'assistance, ils doivent respecter les engagements pris devant la troïka sous peine de ne plus recevoir l'aide financière. En France, le gouvernement a renoncé à son objectif de ramener le déficit public à 3 % du PIB en 2013, au vu de la croissance attendue, mais maintient en revanche une politique de rigueur historique pour cette seule année (1,8 point de PIB dont 1,4 point de hausse des taux de prélèvements obligatoires). Les Pays-Bas, quant à eux, ne seraient pas très loin de leur objectif de déficit de 3 % du PIB en 2013, ce qui nécessiterait une impulsion négative de 1,6 point ;

— la Finlande et l'Autriche qui, en raison de faibles déficits avant-crise, n'ont pas mis en place de véritable politique de rigueur budgétaire en 2012, devraient voir l'austérité se renforcer en 2013, avec des impulsions budgétaires respectives de -0,8 et -0,6 point de PIB pour 2013.

Tableau 5. Évolution du solde public des pays de la zone euro

En points de PIB

	2009	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
DEU	-3,1	-4,1	-0,8	0,2	-0,4	-0,1
AUT	-4,1	-4,5	-2,5	-3,0	-2,5	-1,8
BEL	-5,5	-3,8	-3,7	-3,0	-2,8	-1,9
ESP	-11,2	-9,7	-9,4	-10,2	-6,5	-5,8
FIN	-2,5	-2,5	-0,6	-1,6	-1,5	-0,9
FRA	-7,5	-7,1	-5,2	-4,8	-3,9	-3,0
GRC	-15,6	-10,7	-9,4	-6,6	-5,4	-4,5
IRL	-14,0	-31,5	-13,3	-8,2	-8,4	-6,6
ITA	-5,4	-4,5	-3,9	-3,0	-3,9	-3,4
NLD	-5,6	-5,1	-4,5	-4,1	-3,4	-3,0
PRT	-10,2	-9,8	-4,4	-5,0	-4,4	-3,0
EUZ – 11*	-6,2	-6,2	-4,0	-3,2	-2,6	-1,8

*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2013.

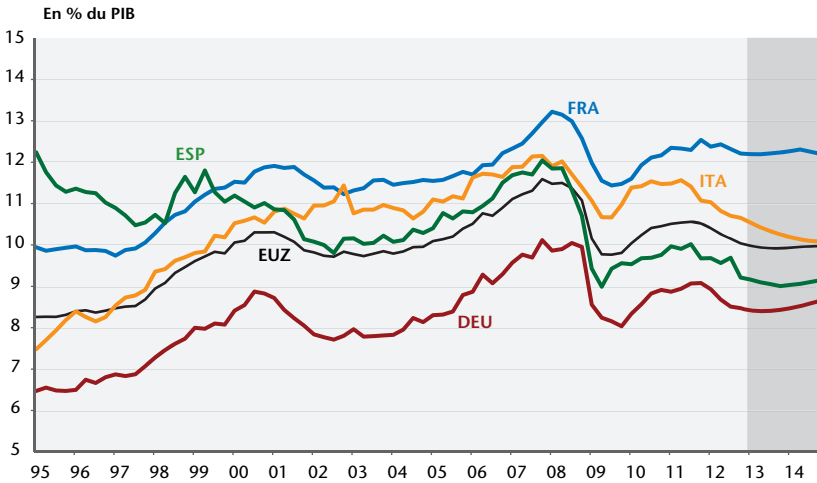
Dans plusieurs pays, on note une inflexion des mesures d'austérité. Alors que jusqu'à présent, l'effort budgétaire portait principalement sur la hausse des recettes, la France, l'Italie, l'Espagne, la Grèce ou l'Irlande mettent désormais l'accent sur la baisse des dépenses publiques. Or, les multiplicateurs budgétaires

associés aux baisses de dépenses sont plus forts que ceux associés à la hausse de la fiscalité³⁰, par conséquent, cela plaide pour un maintien de multiplicateurs élevés à l'horizon de la prévision. Une exception notable à cette tendance est le Portugal, pour lequel les 5,3 milliards d'euros d'économies seront financés à plus de 80 % par des hausses d'impôts. Les baisses de dépenses vont donc s'accroître, notamment la prolongation du gel des salaires des fonctionnaires (Espagne, France), la réduction de la masse salariale (Grèce), la baisse des pensions de retraite (France, Grèce, Portugal), la baisse des dépenses d'assurance-chômage (Italie, Irlande, Portugal), de santé et d'éducation (Irlande, Espagne, Italie, Grèce, Portugal). En outre, dans certains pays, la réforme des retraites visant à augmenter l'âge légal de départ se poursuit (Italie, Grèce).

Bien que l'accent soit mis sur la baisse des dépenses, certaines mesures de hausse de la fiscalité seront également mises en œuvre, comme l'augmentation du taux de TVA : la TVA a augmenté de 3 points en septembre 2012 en Espagne ; en Italie, la TVA augmentera d'un point en juillet 2013. Dans le cas particulier du Portugal, les mesures portent essentiellement sur la fiscalité, via la hausse généralisée de l'impôt sur le revenu avec des taux variant de 14,5 % à 48 %, et une contribution exceptionnelle de solidarité pour les retraites supérieures à 1 350 euros. Des taxes supplémentaires seront introduites : citons l'augmentation des droits d'accise en Irlande fin décembre 2012/début janvier 2013 (alcool, tabac, taxes sur les véhicules), ou l'augmentation des taxes locales en Italie (impôt foncier, taxe municipale sur les ordures). Les privatisations se poursuivent également dans les pays aidés (Grèce, Portugal, Irlande). Dans ces conditions, la demande intérieure sera encore atone en 2013. La consommation des ménages diminuerait de 0,7 % sur l'ensemble de la zone euro tandis que l'investissement, toujours privé de perspectives de demande tant interne qu'externe, baisserait de 2,3 %. Le taux d'investissement baisserait encore légèrement dans l'ensemble de la zone euro et plus nettement en Italie (0,3 point) et en Espagne (0,4 point) en 2013 (graphique 10).

30. Éric Heyer, une récente revue de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte !, novembre 2012, *blog de l'OFCE*.

Graphique 10. Taux d'investissement productif



En 2014, les impulsions inscrites en prévision (tableau 6) anticipent une renégociation des cibles de déficit dans la plupart des pays, les objectifs de 2013 n'étant déjà probablement pas atteints. Du coup, nous anticipons une moindre austérité en 2014, avec une impulsion négative de 0,6 point, et une croissance de 0,9 % en zone euro. En revanche, si les objectifs de déficit restaient inchangés, l'impulsion budgétaire devrait être revue à la hausse, ce qui aurait un impact sur la croissance. En prévision centrale, nous prévoyons donc une reprise de la consommation et l'investissement privé qui progresseraient en rythme trimestriel moyen de respectivement 0,3 et 0,5 %. Néanmoins, il y aurait encore d'importants écarts entre les pays de la zone euro. En Allemagne et en France, la consommation des ménages retrouverait un rythme de croissance assez proche de celui qui prévalait avant la crise ; il serait même plus dynamique en Allemagne en lien avec une dynamique des salaires plus favorable. Par contre, l'ajustement se poursuivrait en Italie ou en Espagne où la consommation des ménages baisserait encore de respectivement 4,2 et 1,2 %.

Tableau 6. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)
DEU	1,4	-1,4	-1,0	0,1	0,0
AUT	0,7	-1,5	-0,3	-0,6	-0,3
BEL	-0,1	0,0	-1,5	-0,5	-1,0
ESP	-1,4	-1,5	-3,3	-2,0	-1,1
FIN	1,3	-0,9	0,0	-0,8	-0,7
FRA	-0,6	-1,9	-1,3	-1,8	-1,4
GRC	-7,6	-5,3	-4,8	-3,8	-2,0
IRL	-4,2	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8
ITA	-0,6	-0,2	-3,0	-1,4	-0,7
NLD	-1,1	-0,4	-1,4	-1,7	-0,7
PRT	-0,3	-3,7	-3,0	-2,1	-1,9
EUZ – 11*	-0,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,6

*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision octobre 2012.

Encadré 2. Grèce : le chemin de croix se poursuit

Le deuxième programme d'ajustement budgétaire pour la Grèce a été adopté en mars 2012. Dans ce cadre, 75,5 milliards ont été prêtés, dont 25 milliards pour les recapitalisations bancaires et 35 milliards par le FESF et le FMI. Depuis ce premier versement le programme avait connu neuf mois de blocage, d'abord avec les élections législatives en mai/juin 2012, puis un processus de négociation compliqué de juillet à novembre 2012. En décembre 2012, un nouvel accord a été trouvé pour satisfaire aux nouveaux besoins de la Grèce. Ainsi, 49,1 milliards serviront d'une part à recapitaliser les banques (pour un montant de 23,2 milliards), d'autre part à combler le besoin de financement du gouvernement (14,6 milliards) et enfin à racheter de la dette (11,3 milliards). Ces montants seront versés en plusieurs tranches : une première tranche de 34,3 milliards a été débloquée en décembre 2012, une deuxième tranche de 9,2 milliards en janvier 2013, une troisième tranche en février 2013 et une dernière tranche de 2,8 milliards doit être versée en mars 2013.

Cette aide sera conditionnelle à un nouvel ajustement budgétaire, avec un retour à l'équilibre retardé par rapport à l'objectif initial pour limiter l'impact récessif sur le pays. Ainsi, la nouvelle cible de déficit primaire est de 0 % en 2013 (contre 1,5 % précédemment), 1,5 % en 2014 (contre 4,5 % précédemment), 3 % en 2015 et 4,5 % en 2016. Pour atteindre cette nouvelle cible de déficit, l'ampleur de l'ajustement budgétaire est estimée à 13,5 milliards d'euros (soit 7 % du PIB). Ainsi, le Parlement grec a adopté un budget pour 2013 et une stratégie budgé-

taire à moyen terme (MIFS 2013-2016) prévoyant 9,4 milliards d'euros d'économies en 2013 (soit 5,3 points de PIB), essentiellement sur les dépenses, et 4 milliards d'euros d'économies en 2014 (2,3 points de PIB). Pour réduire les dépenses, les mesures principales sont la réforme des retraites (passage de l'âge légal de 65 à 67 ans), la baisse des pensions de retraite (5% entre 1000 et 1500 euros, 10% entre 1500 et 2000 euros, 15% entre 2000 et 3000 euros, 20% pour plus de 3000 euros), la réduction de la masse salariale (baisse des CDD de 10%), coupes dans les salaires des régimes spéciaux jusqu'à 35%, réduction de la masse salariale territoriale, généralisation de la règle d'un remplacement pour cinq départs, ...), la réforme du système de santé, la baisse des dépenses de fonctionnement de l'État ou encore la baisse des dépenses militaires. A cela s'ajoute la poursuite des privatisations.

Commerce et croissance

L'interdépendance diffuse et amplifie la récession dans la zone euro

Au sein de la zone euro, l'importance du commerce intra-zone est un facteur d'amplification des effets récessifs des plans de consolidation. Même si cette part a significativement baissé depuis 2007, ce n'est pas moins de 47,4 % de l'ensemble du commerce qui est réalisé entre les Etats membres. Tous les pays ne sont pas exposés de la même façon à la synchronisation des mesures de consolidation budgétaire. Ainsi, en Finlande, seulement 31,2 % des échanges sont réalisés avec les autres pays de la zone euro. À l'inverse, la sensibilité du Portugal à la situation de ces partenaires européens est plus forte puisque 63,3 % des échanges sont intra-zone euro (tableau 7). Le ralentissement de la demande intérieure à l'œuvre dans l'ensemble des pays se traduit par une plus faible croissance des importations. Ainsi, depuis le début de l'année 2011, on observe un tassement du commerce intra-zone euro (graphique 11). Alors que les exportations et les importations vers les autres pays que la zone euro ont continué à progresser, bien qu'à un rythme de croissance inférieur à celui de 2010 et de 2011, les échanges entre pays de la zone euro ont reculé de 0,4 % en 2012. Nous anticipons la poursuite de ce schéma en 2013 et dans une moindre mesure en 2014. La demande adressée à la zone euro progresserait de 2,3 % mais elle reculerait de 0,5 % si l'on tient compte uniquement de la demande provenant des autres pays de la

zone euro. Cette baisse serait de 1,1 % pour l'Allemagne et pour la France et de respectivement 0,3 et 0,1 % en Italie et en Espagne.

Tableau 7. Commerce intra-zone et récession importée

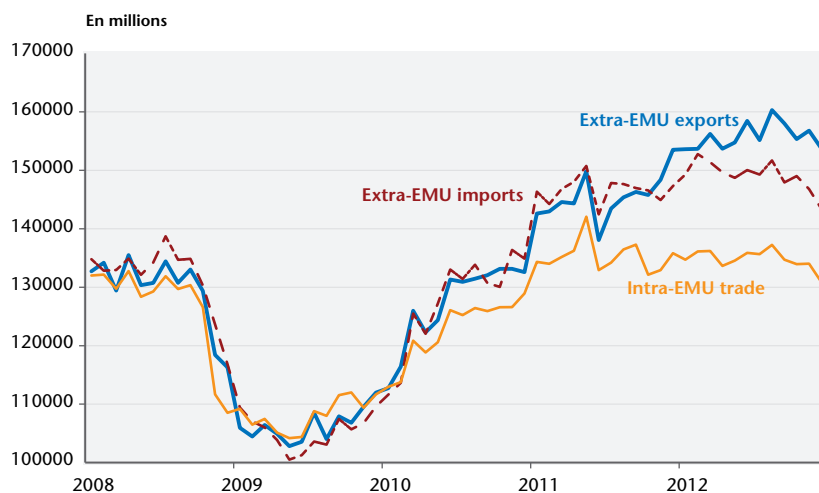
En %

	Part des exportations dans le PIB (2012)	Part du commerce intra-zone* en 2012	Récession importée en 2013	Récession importée en 2014
DEU	55,2	40,5	-0,9	-0,8
FRA	31,3	51,7	-0,6	-0,6
ITA	31,8	41,7	-0,7	-0,6
ESP	35,3	48,3	-0,7	-0,6
NLD	93,5	47,2	-0,8	-0,8
BEL	89,6	57,3	-0,7	-0,5
IRL	117,1	34,0	-1,2	-1,2
PRT	41,8	63,3	-0,8	-0,6
GRC	23,4	33,3	-0,5	-0,5
AUT	60,2	58,4	-0,5	-0,4
FIN	47,0	31,2	-0,5	-0,5

* : La part du commerce intra-zone est mesurée par le rapport entre le commerce réalisé avec les autres pays de la zone euro et le commerce total.

Sources : Calculs et prévision OFCE avril 2013.

Graphique 11. Commerce intra et extra-zone euro



Source : Eurostat.

Les exportations seront rognées, ce qui accentuera l'impact de la restriction budgétaire en 2013. Pour 2014, la réduction des plans d'austérité dans la zone euro atténuerait cet effet d'amplification lié à la synchronisation des politiques budgétaires. Il reste que la croissance serait encore amputée de 0,4 en Autriche à 0,8 point en Allemagne. Malgré une impulsion budgétaire neutre en 2013 et 2014, la croissance allemande sera principalement réduite par cet effet extérieur. L'Allemagne est ici rattrapée par sa forte sensibilité au commerce extérieur ; les exportations représentent en effet plus de 55 % de son PIB en 2012 contre moins de 32 % en France et en Italie. En Irlande cet effet *via* la demande adressée atteindrait -1,2 point de croissance en 2013 comme en 2014. Cette petite économie très ouverte pâtirait non seulement des restrictions budgétaires mises en œuvre dans la zone euro mais également de celles de ses deux autres principaux partenaires commerciaux : les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Inversement, l'effet le plus faible serait observé en Autriche, Finlande et en Grèce. En Autriche cela s'explique par une forte proximité avec l'Allemagne où l'impulsion budgétaire est neutre. Pour la Grèce et la Finlande, c'est surtout le fait d'une moindre exposition à la zone euro. Ainsi, encore une fois, la croissance de la zone euro sera liée à la stratégie macroéconomique poursuivie. Étant donné la valeur des multiplicateurs en temps de crise et la forte intégration économique, le coût en termes d'activité et d'emploi de cette stratégie est très élevé. L'effet global (interne et *via* la demande adressée) cumulé sur la période 2011-2014, atteindrait 4,4 points d'activité en Allemagne, principalement du fait d'un choc récessif importé. En France et en Italie, la consolidation budgétaire nationale expliquerait 70 % d'une perte d'activité cumulée qui atteindrait près de 8 points de PIB. Enfin, en Espagne l'impulsion budgétaire domestique aurait réduit la croissance de près de 10 points tandis que l'impact des restrictions budgétaires des partenaires commerciaux s'élèverait à 2,6 points. Une part importante de ces pertes d'activité serait due aux plans d'austérité mis en œuvre en 2011 et 2012. Les marges de manœuvre pour réduire le coût de la consolidation sont donc réduites. Néanmoins, en suivant la stratégie prônée dans le rapport iAGS 2013³¹ où la consolidation est étalée afin de ne pas dépasser

31. OFCE, IMK et ECLM (2013) « Failed Austerity, the Way out ».

0,5 point par an et par pays, le gain de croissance sur les deux années à venir serait non négligeable. Il serait compris entre 0,6 point en Allemagne et 3 points en Espagne. Ce calcul suppose que les primes de risque sur les taux d'intérêt ne soient pas significativement révisées à la hausse, ce qui ne serait le cas qu'à la condition que l'engagement de réduction des déficits à moyen terme soit crédible.

Gains de compétitivité et regain de parts de marché

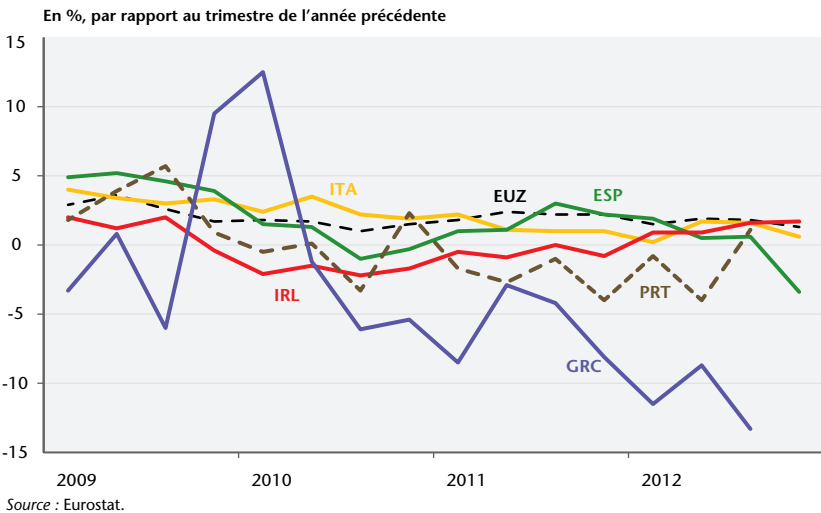
Ce coût de l'austérité a contribué à l'augmentation du chômage dans l'ensemble des pays de la zone euro à l'exception de l'Allemagne et de la Finlande. Les salariés sont désormais dans une situation où leur pouvoir de négociation est fortement réduit. Il devrait en résulter un ralentissement de la hausse des salaires³². Par ailleurs, les mesures de consolidation ont également en partie reposé sur une réduction des coûts salariaux, notamment dans la fonction publique, où les salaires ont été le plus souvent gelés (Italie) mais aussi parfois réduits. L'Irlande et l'Espagne ont dès 2010 voté une baisse des salaires des fonctionnaires d'au moins 5 %. En Grèce, les 13^e et 14^e mois ont été supprimés de même que la prime de Noël versée aux fonctionnaires espagnols.

Par ailleurs, considérant que la question de la soutenabilité des finances publiques n'était pas nécessairement la cause de la crise mais la conséquence de déséquilibres croissants des balances courantes, les gouvernements ont mis en œuvre des mesures visant à restaurer la compétitivité. Le salaire minimum a été gelé en Irlande depuis 2007 et en Espagne depuis 2011. En Grèce, le gouvernement a annoncé une baisse de 22 % du salaire minimum en février 2012, celui-ci passant de 680 à 586 euros brut sur quatorze mois. Enfin, de nombreuses réformes ont été adoptées afin de rendre le marché du travail plus flexible. Le recours aux CDD est ainsi facilité en Italie par la loi Fornero de 2012. Les Espagnols ont réduit le coût des licenciements et allongé à 12 mois la période d'essai de certains CDI. Les entreprises espagnoles ont même la possibilité de réduire le temps de travail et le salaire mensuel en cas de chute du chiffre d'affaire.

32. OFCE (2012) : « Déflation sous-jacente », *Revue de l'OFCE/Prévisions*, 123.

Conjuguées à l'effet de ralentissement des salaires qui résulte de l'augmentation du taux de chômage, ces mesures devraient contribuer à réduire le coût du travail relatif et améliorer la compétitivité. Comparativement à l'évolution moyenne de la zone euro, la progression du coût du travail a été généralement moins rapide en Italie, Espagne, Grèce, Irlande et au Portugal (graphique 12). Cette modération des coûts du travail se reflète ensuite directement dans l'évolution des indicateurs de compétitivité-coût calculés par la Commission européenne. Ainsi, entre 2009 et 2012, les coûts unitaires nominaux ont augmenté de 1,2 % en Allemagne, de 2,5 % en France et de 3,5 % en Belgique. Ils ont baissé de 6 % au Portugal, de 7,5 % en Espagne, de 11 % en Grèce et de 12,3 % en Irlande. Par contre, pour l'Italie, les mesures prises n'ont pas encore eu un effet notable sur la compétitivité puisque l'indicateur des coûts salariaux unitaires a progressé de 0,9 % depuis 2009.

Graphique 12. Coût du travail (ensemble de l'économie)



Cette modération des coûts salariaux limite la progression des revenus des ménages, ce qui pèse en retour sur leur consommation, freine la demande intérieure et prolonge l'effet récessif de la consolidation. Cependant, elle favorise la compétitivité, ce qui devrait se traduire à terme sur l'évolution des parts de marché et par une amélioration de la contribution du commerce extérieur à la croissance. Une estimation en panel (voir encadré 3) sur les pays de la

zone euro suggère en effet un effet significatif à long terme de la compétitivité, quelle que soit sa mesure, sur l'évolution des parts de marché. Selon les spécifications retenues, l'élasticité serait comprise entre -0,63 et -1,10. En outre, l'élasticité-coût pourrait même être plus élevée pour les pays en crise du fait d'une spécialisation ou d'un positionnement sur une gamme différente. C'est en effet ce que suggère une régression où sont distingués les pays en crise (Italie, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) des autres pays de la zone euro. L'élasticité estimée s'élève pour ces pays -1,4 contre -0,6 pour les autres. Cette stratégie s'est déjà avérée payante pour la Grèce et l'Espagne et dans une moindre mesure pour le Portugal puisque ces trois pays ont gagné des parts de marché à l'exportation entre 2009 et 2012. Néanmoins, une telle stratégie ne peut être bénéfique à l'ensemble des pays de la zone euro puisque les gains de parts de marché de l'Espagne, la Grèce ou le Portugal se feront au moins en partie au détriment des autres pays de la zone euro qui n'auront pas engagé de politique déflationniste. Et, s'ils le faisaient, la zone euro dans son ensemble pourrait plonger dans la déflation.

Encadré 3. L'effet compétitivité et les parts de marché

L'impact de l'amélioration de la compétitivité observée en Espagne, Irlande, Portugal, Grèce peut être analysé à partir d'une équation standard où les exportations sont expliquées par la demande adressée et un indicateur de compétitivité³³ (une hausse de l'indicateur traduisant une détérioration de la compétitivité). La relation de long terme entre ces différentes variables, exprimées en logarithme, est estimée à partir d'un modèle en panel où nous supposons donc implicitement l'homogénéité de l'élasticité-prix ou coût des exportations. Des effets individuels fixes ou aléatoires sont intégrés. Un test de spécification d'Hausman permet de préciser la nature des effets. L'échantillon regroupe 11 pays de la zone euro sur la période premier trimestre 1994-troisième trimestre 2012. Les différentes spécifications sont illustrées dans le tableau E3. Deux spécifications alternatives peuvent être testées selon que l'on contraint ou non le coefficient de la demande adressée à l'unité, ce qui revient alors à estimer l'évolution des parts de marché :

$$\exp(i,t) = \alpha(i) + \beta_1 * da(i,t) + \beta_2 * \text{compet}(i,t)$$

33. La compétitivité est mesurée par le rapport entre un indicateur de prix (des exportations, du PIB ou l'indice de prix à la consommation) ou le coût domestique et le prix ou le coût équivalent des concurrents.

ou toutes les variables (*exp* pour les exportations de biens, *da* pour la demande adressée et *compet*, l'indicateur de compétitivité) sont exprimées en logarithme.

Enfin, une variable indicatrice permet de capter l'hétérogénéité de l'élasticité-coût entre deux groupes de pays : l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, la Grèce et le Portugal d'une part et les autres pays de la zone euro d'autre part.

Tableau 8. Résultats économétriques

	EC*	ENC**	EC*	ENC**	EC*	ENC**	EC*	ENC**
Demande adressée	0,84	1,0		1,0	0,82	1,0	0,77	1,0
Demande adressée (Portugal, Italie, Irlande, Espagne, Grèce)				0,79				
Demande adressée (autres pays)				0,86				
Compétitivité-coût (indicateur Commission européenne)	-0,82	-1,10						
Compétitivité-coût (Portugal, Italie, Irlande, Espagne, Grèce)				-0,66	-1,43			
Compétitivité-coût (autres)				-0,72	-0,59			
Compétitivité-prix (indicateur CE)					-0,75	-1,01		
Compétitivité-prix (indicateur OFCE)							-0,73	-0,63
Statistique du test d'Hausman	7,58	12,50	3,27	37,45	3,18	4,62	2,71	1,63

* EC : Estimation contrainte.

** ENC : Estimation non contrainte.

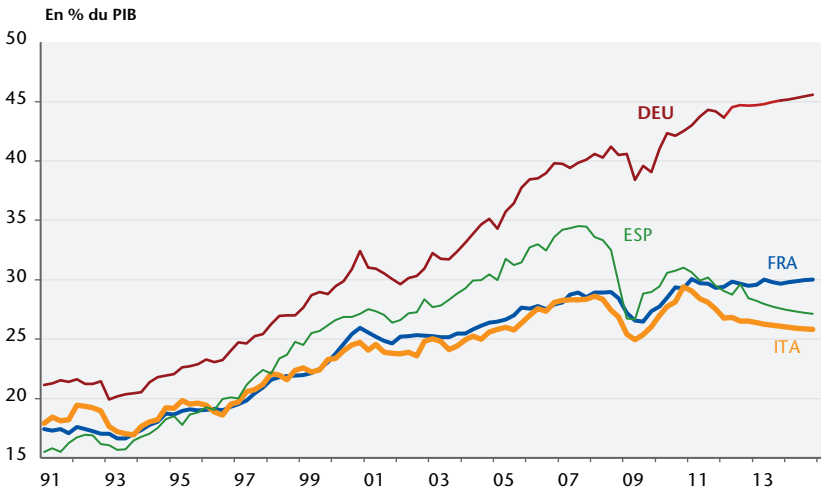
Échantillon : Données trimestrielles 1994-2012/11 pays.

Source : Estimations des auteurs.

Ces mesures visant à restaurer la compétitivité produiront encore leurs effets en 2013 et 2014. Le mouvement de gains de parts de marché se poursuivrait donc, notamment en Espagne, si bien qu'entre 2009 et 2014 l'Espagne pourrait avoir gagné plus de 10 points de parts de marché. De fait, le commerce extérieur sera de nouveau la seule source de croissance en 2013 et 2014 en Italie, Espagne, Portugal, Irlande et Grèce. Même s'il faut souligner qu'une part de cette contribution positive sera liée à la poursuite du mouvement de baisse des importations. Le taux de pénétration baissera en Espagne et en Italie en 2013 et 2014 tandis qu'il se stabilisera en France et poursuivra sa progression en Allemagne (graphique 13). Sur l'ensemble de la zone euro, les importations

reculeront de nouveau en rythme annuel en 2013. Elles retrouveront cependant un rythme trimestriel de croissance de 0,3 % à partir du quatrième trimestre 2013 puis de 0,4 % à partir du deuxième trimestre 2014. Les exportations progresseront un peu plus rapidement sur l'ensemble des trimestres si bien que la croissance annuelle atteindra 1,2 % en 2013 et 2,1 % en 2014. La contribution du commerce extérieur à la croissance sera de nouveau positive mais moindre qu'en 2011 (1 point) et 2012 (1,6 point) puisqu'elle s'élèvera à 0,6 point en 2013 et 0,4 point en 2014, une contribution inférieure à celle de la demande intérieure pour 2014.

Graphique 13. Taux de pénétration



Marché du travail : sombres perspectives

Le chômage s'installe...

Comme nous l'avons vu, la situation de l'emploi s'est fortement détériorée au sein de la zone euro en 2012. Plus d'un million d'emplois ont été détruits, ce qui est la plus mauvaise performance depuis 2009 et porte à 4,7 millions le nombre total d'emplois détruits depuis le début de la crise à l'échelle de la zone euro. Parallèlement, la population active a continué de progresser de 900 000 personnes, de sorte que le nombre de demandeurs

d'emploi a crû de près de deux millions en 2012. L'évolution de l'emploi est très différente selon les pays. L'économie espagnole a détruit 600 000 emplois tandis que l'Allemagne en a créé 330 000. La France et l'Italie ont aussi détruits des emplois, mais dans une proportion bien moindre (60 000 en France et 80 000 en Italie). Les disparités sont accentuées si l'on observe les évolutions depuis 5 ans : l'Espagne a perdu 3,3 millions d'emplois et l'Allemagne compte 1,4 millions de travailleurs supplémentaires.

Après une pause en 2011, où l'emploi avait progressé au même rythme que la population active (tableau 9), le taux de chômage est reparti à la hausse en 2012. Il atteint 11,8 % de la population active fin 2012, contre 10,6 % fin 2011. Là encore, les situations des pays en crise (Irlande, Portugal, Grèce et Espagne) sont particulières, avec des taux de chômage au-dessus de 15 %. Il faut toutefois noter une stabilisation du taux de chômage irlandais en 2012 mais celle-ci résulte essentiellement d'une baisse de la population active, du fait du mouvement d'émigration qui est apparu depuis 2010. Inversement, un petit groupe de pays autour de l'Allemagne (incluant les Pays-Bas, l'Autriche et le Luxembourg) conservent un taux de chômage inférieur à 6 %. Les taux d'activité s'étaient tassés en 2009 ou 2010 selon les pays, permettant d'amortir quelque peu la hausse du chômage. Mais ceux-ci se sont stabilisés ou sont repartis à la hausse dès la mi-2011 (Italie et France en particulier) pour des raisons institutionnelles (réformes des retraites ou du marché du travail).

Tableau 9. PIB, emploi et chômage

Croissance annuelle, en %

	PIB	Productivité	Emploi	Population active	Taux de chômage
2011	1,5	1,3	0,3	0,3	10,2
2012	-0,5	0,3	-0,7	0,6	11,4
2013	-0,4	0,3	-0,6	0,2	12,2
2014	0,9	0,9	0,0	0,3	12,4

Sources : Eurostat comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2013.

La productivité du travail, qui s'était montrée dynamique en 2010 et 2011 amorçant la fermeture du cycle, a subi un coup d'arrêt en 2012 du fait de la récession. Une des grandes incertitudes qui subsistent dans notre scénario est l'évolution du cycle de producti-

tivité. La crise a-t-elle modifié la tendance de productivité ? Les entreprises pourront-elles faire face à une productivité durablement dégradée ? Nous anticipons une croissance très modérée de la productivité en 2013 et 2014, de sorte qu'une légère reprise de la croissance pourra être créatrice d'emplois.

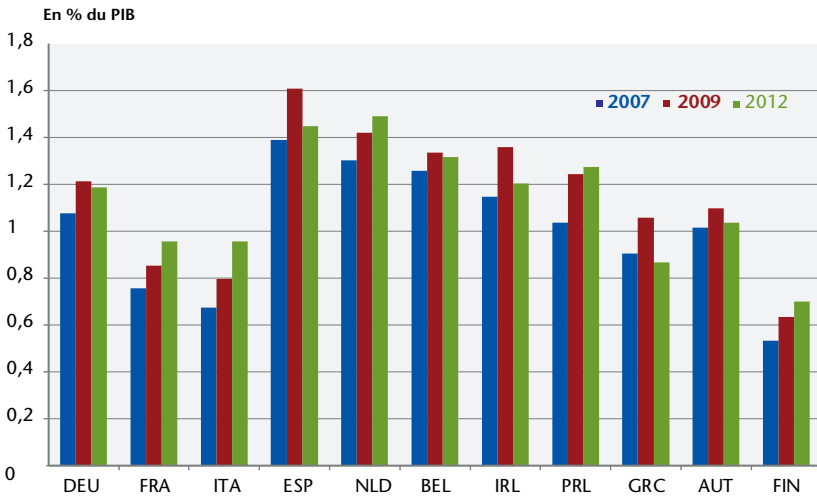
... et la déflation s'enclenche

Cette persistance du chômage accroît le risque de déflation et ce d'autant plus que les problèmes bancaires de la zone euro ne semblent pas totalement résolus, comme le montre le nouvel épisode de crise à Chypre. Dans ces conditions et en l'absence d'une remise en cause de la stratégie macroéconomique européenne, la zone euro pourrait connaître une situation durablement dégradée. Au cours de l'année 2012, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a stagné, voire diminué dans les pays de la zone euro. En Espagne, la baisse du revenu réel des ménages est enclenchée depuis le début de l'année 2010. Cette dynamique s'explique en premier par celle des salaires. En rythme annuel, le coût salarial horaire du travail, pour l'ensemble de l'économie, a baissé de 7,4 % en termes réels en Espagne au quatrième trimestre 2012. En Grèce, la chute était supérieure à 12,2 % au dernier trimestre connu (le troisième). Tant qu'une situation de chômage de masse prévaudra dans la zone euro, la pression sur les salaires sera à la baisse. En outre, une part croissante des chômeurs basculera dans une situation d'extrême pauvreté au fur et à mesure qu'ils arrivent en fin de droits et qu'ils basculent vers les minima sociaux. Une telle situation viendra rendre de plus en plus douloureux le processus de désendettement privé entamé avec le dégonflement des bulles immobilières. Si ce schéma de déflation par la dette n'est à l'œuvre que dans quelques pays, il pourrait néanmoins se généraliser partout où le chômage se développe et où les mesures visant à améliorer la compétitivité se traduiront par des baisses de coûts salariaux, ce qui sera encore le cas en France. En Espagne et en Italie, le chômage baisserait à partir du début de l'année 2014 mais de façon très lente.

On peut alors craindre une nouvelle vague de défauts, cette fois-ci des ménages, qui porterait alors un coup fatal à un système bancaire exsangue et qui doit, dans certains pays, déjà faire face à une fuite des dépôts. En Espagne, les dépôts autres que ceux des

institutions financières et du gouvernement ont chuté de plus de 200 milliards d'euros entre 2010 et 2012, une baisse qui représente 2 points de PIB. En Grèce, la baisse des dépôts entre 2009 et 2012 dépasse 3,9 points de PIB. De fait, partout dans les pays en crise, on observe une fuite des dépôts (graphique 14) qui représente une réelle menace supplémentaire pour la croissance. Toute nouvelle panique bancaire remettrait en cause notre scénario central de croissance. Si le coût d'une nouvelle crise bancaire peut difficilement être chiffré *ex-ante*, il reste qu'il ne ferait plus de doute que la zone euro traverserait à son tour une décennie perdue. En l'absence d'une idée de nation européenne, la différence de taille avec ce qu'a connu le Japon résiderait dans le risque d'un éclatement de la zone euro, malgré les efforts récents qui viennent d'être réalisés pour écarter ce risque.

Graphique 14. Dépôts autres que ceux des IFM et des gouvernements



Sources : ECB, Comptes nationaux.