LE PIÈGE DE LA DÉFLATION

PERSPECTIVES 2014-2015 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

Département analyse et prévision[1], sous la direction de Xavier Timbeau

Depuis 2010, la plupart des pays industrialisés ont engagé une stratégie de réduction des déficits budgétaires. Cette stratégie a cassé la reprise naissante de l'économie mondiale et plongé à nouveau la zone euro en récession. L'austérité et la récession y furent en effet amplifiées par la crise des dettes souveraines et la forte hausse des taux d'intérêt. Si les efforts budgétaires se sont poursuivis en 2014, ils se sont néanmoins atténués dans la zone euro, ce qui avait laissé entrevoir une accélération de la croissance. La reprise escomptée ne s'est cependant pas matérialisée, à l'exception de l'Espagne. La France est restée en situation de stagnation et l'Italie en récession. Même l'Allemagne, principal moteur de la zone euro, donne des signes de ralentissement. Par conséquent, la divergence avec les États-Unis ou le Royaume-Uni devient de plus en plus grande. Même si l'austérité est moins importante en moyenne, elle reste significative pour certains pays, d'autant plus que les multiplicateurs sont élevés. En outre, si les taux nominaux ont baissé, les taux réels ont augmenté avec la chute des taux d'inflation. Enfin, l'appréciation de l'euro en 2013 a également réduit ou atténué les efforts faits pour améliorer la compétitivité dans la zone euro.

Par ailleurs, la situation des banques porte encore les stigmates de la crise comme le reflète l'augmentation des créances douteuses dans de nombreux pays. Les bilans des agents non-financiers restent également dégradés, ce qui obère les perspectives de croissance. Cette situation s'avère d'autant plus dangereuse que le risque déflationniste se précise. Les forces qui pourront conduire la zone euro vers la déflation sont à l'œuvre. Le chômage de masse contraint la dynamique des salaires. Les dévaluations internes sont encouragées car elles sont perçues comme un outil pour regagner en compétitivité et retrouver le chemin de la croissance. Elles conduisent cependant des pays fortement intégrés commercialement à s'engager dans une course sans fin et dangereuse.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2014. Il a été rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane et Christine Rifflart. Il intègre les informations disponibles au 15 octobre 2014.

Il aura fallu quelques mauvaises nouvelles sur la situation économique de l'Allemagne au début du mois d'octobre 2014 pour faire renaître les craintes d'une nouvelle récession dans la zone euro. Même s'il faut éviter de sur-interpréter le flux constant des indicateurs économiques, la dynamique récente de la zone euro témoigne de sa fragilité. Alors que les agents privés sont encore endettés, que les banques n'ont pas résorbé leurs fragilités, que le chômage n'a pas amorcé sa baisse, la zone euro entre doucement mais sûrement en déflation. Or l'appréciation réelle des dettes publiques comme privées, le nouveau coup porté aux bilans des agents économiques nourriront à nouveau les mécanismes par lesquels la zone euro est entrée dans la récession et pourrait y retourner et y rester longtemps. La comparaison avec les États-Unis, malgré la contraction du PIB au premier trimestre 2014, ou le Royaume-Uni est frappante et la priorité donnée à la réduction de la dette publique dès 2011 et renforcée comme condition de l'intervention de la Banque centrale européenne à l'été 2012 apparaît de plus en plus comme une erreur majeure.

En outre, ces mauvaises nouvelles s'inscrivent dans un contexte géopolitique tendu avec la crise ukrainienne et suivent le ralentissement observé de la croissance dans certains pays émergents, notamment en Chine et au Brésil. L'économie mondiale reste en « convalescence » et l'atonie européenne aura des répercussions au-delà de ses frontières.

La menace déflationniste se précise

Dans la zone euro, la progression de l'indice des prix a été de 0,3 % en septembre et plusieurs pays sont déjà en déflation (Espagne, Grèce, Slovaquie et Italie). Si la baisse du prix du pétrole conduit mécaniquement à la baisse des prix, tous les autres ingrédients nécessaires à l'enclenchement de la spirale déflationniste sont aujourd'hui réunis : chômage élevé, effort de réduction des déficits publics, absence de perspectives de croissance. Ailleurs, la menace est moins précise mais l'inflation a également chuté : de 3 points au Royaume-Uni depuis la fin de l'année 2011 (mais de 1,6 point seulement hors effets de la fiscalité indirecte) et de 1,5 point aux États-Unis. Au troisième trimestre 2014, l'indice des prix à la consomma-

tion progressait encore respectivement de 1,5 % et de 1,8 % en glissement annuel sur 1 an. Quant au Japon, la politique audacieuse des Abenomics pourrait avoir mis fin à la longue phase de déflation. À moins que la hausse de 3 points du taux de TVA au 1er avril 2014, qui a temporairement augmenté l'inflation, n'induise une rechute de l'activité et à terme un retour de la déflation.

Les révisions de nos perspectives de croissance sont significatives (tableau 1) et résument la montée des inquiétudes. En 2014, la croissance mondiale serait réduite de 0,4 point par rapport à notre précédent exercice de prévision[2]. Les révisions à la baisse de croissance seraient importantes dans la zone euro (-0,5 point) et notamment dans les trois plus grands pays de l'Union monétaire. De fait, si l'inquiétude est venue d'Allemagne, la révision à la faiblesse de la croissance s'explique surtout par la situation de la France et de l'Italie : l'une en situation de stagnation et l'autre toujours en récession depuis le premier trimestre 2011.

Pourtant, les espoirs d'une accélération de la croissance avaient été nourris par une réduction de l'austérité budgétaire, exception faite du Japon et du Royaume-Uni. Il était certes établi que l'orientation de la politique budgétaire serait encore restrictive et qu'elle pèserait à ce titre sur les taux de croissance, mais l'effet aurait dû être moindre. La dynamique récente conduit à revoir cette conclusion et à considérer que d'autres facteurs ont pu contribuer à ralentir l'activité. De fait, le mouvement de désinflation entraîne une hausse des taux d'intérêt réels, toutes choses égales par ailleurs. Dans la zone euro, elle annihile complètement la réduction observée des taux publics nominaux, réduction qui apparaissait là encore comme une bonne nouvelle, reflétant la fin de la crise des dettes souveraines. Il n'en reste sans doute pas grand-chose aujourd'hui.

Dans ce schéma marqué par la poursuite de l'austérité et l'assouplissement contrarié des conditions monétaires, les pays n'ont d'autres options que de s'en remettre aux stratégies de dévaluation. La Banque du Japon s'est lancée dans une politique d'assouplissement quantitatif d'une envergure exceptionnelle qui a fait plonger le yen. La BCE s'est également inquiétée de l'appréciation de l'euro observée en 2013 et du risque déflationniste. Elle a réagi par

2. Voir OFCE, 2014.

l'annonce de nouvelles mesures non-conventionnelles en ciblant notamment la distribution de crédit aux entreprises. Mais au sein de la zone euro, les ajustements de taux de change ne peuvent être utilisés. Le chômage record et la stratégie macroéconomique résultant de la nouvelle gouvernance européenne poussent les pays vers une stratégie de dévaluation interne. Les gains de compétitivité, obtenus non pas par la dévaluation monétaire mais par l'ajustement à la baisse des coûts de production, doivent permettre de réduire les déséquilibres courants et de regagner de la croissance par la stimulation des exportations. Mais les efforts des uns sont rapidement contrariés par ceux des autres engagés sur un même sentier de perdition. Il y a là un puissant mécanisme qui pousse l'ensemble de la zone euro vers la déflation.

En prime, la déflation vient également contrarier les efforts des agents privés et des gouvernements pour se désendetter. Les contraintes financières pèsent encore sur les agents. Les créances douteuses ne sont probablement pas encore totalement apurées dans de nombreux systèmes bancaires européens. La dette des ménages ou celle des entreprises non-financières reste élevée aux États-Unis et au Royaume-Uni, notamment pour certaines catégories de la population. Dans la zone euro, le processus de désendettement des agents privés est à peine amorcé et la réduction de la dette publique et privée pourrait être de plus en plus difficile à atteindre dans un environnement déflationniste. Dans ce schéma, la zone euro pourrait ne pas échapper à sa décennie perdue à l'instar du Japon dans les années 1990. Or ces efforts de réduction de la dette seront considérables pour les gouvernements. La dette publique du Japon dépasse 240 % de son PIB et celle des États-Unis 100 %. En Europe, les contraintes de désendettement public sont institutionnelles car inscrites dans le TSCG. Les pays devront encore réaliser des efforts de réduction des déficits structurels afin de converger vers une cible de 60 % en 20 ans. L'austérité est donc loin d'être terminée, ce qui pourrait rendre difficile toute volonté de soutien de la croissance par l'investissement public. Dans ces conditions, les risques d'affaiblissement de la croissance vont largement au-delà des perspectives de court terme.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume			Révision 2014 (écart avec la prévision d'avril 2014)	Révision 2015 (écart avec la prévision d'avril 2014)
		2013	2014	2015		
DEU	4,2	0,2	1,4	1,5	-0,4	-0,2
FRA	3,1	0,4	0,4	1,1	-0,8	-0,5
ITA	2,6	-1,8	-0,2	0,5	-0,9	-0,5
ESP	2,0	-1,2	1,3	2,1	0,1	0,1
NLD	1,0	-0,7	0,7	1,4	-0,7	0,3
BEL	0,6	0,2	1,3	1,6	-0,6	-0,1
FIN	0,5	-1,3	-0,1	1,3	-0,9	-0,5
AUT	0,5	0,3	0,9	1,7	-0,2	0,1
PRT	0,3	-1,4	0,8	1,4	-0,6	0,0
GRC	0,3	-3,7	-0,3	0,6	0,0	0,0
IRL	0,3	0,2	4,0	2,8	2,1	1,1
EUZ	15,5	-0,4	0,8	1,3	-0,5	-0,3
GBR	3,2	1,7	3,0	2,1	0,3	0,1
SWE	0,5	1,6	2,1	2,7	-0,3	-0,1
DNK	0,3	0,4	1,4	1,8	0,0	0,0
Union européenne à 15	19,4	-0,1	1,2	1,5	-0,4	-0,1
13 nouveaux pays membres	2,7	1,4	2,0	2,2	-0,4	-0,6
Union européenne à 28	22,1	0,1	1,3	1,5	-0,4	-0,2
CHE	0,5	2,0	1,7	2,1	-0,4	-0,2
NOR	0,4	2,0	2,2	2,2	0,2	-0,1
Europe	22,9	0,2	1,3	1,6	-0,4	-0,2
USA	20,8	2,2	2,2	3,1	-0,4	0,2
JPN	6,3	1,5	0,9	0,8	-0,4	-0,5
CAN	1,9	2,0	2,2	2,4	0,0	0,0
Pays développés	53,5	1,2	1,6	2,1	-0,4	-0,1
Pays candidats à l'UE[2]	1,5	3,9	2,9	3,5	0,7	-0,2
RUS	3,3	1,3	0,2	0,5	-0,7	-1,5
Autres CEI[3]	1,3	4,2	2,0	4,0	2,0	0,2
CHN	11,5	7,7	7,3	7,1	-0,2	-0,3
Autres pays d'Asie	13,2	4,4	4,0	4,8	-0,5	0,1
Amérique latine	8,7	2,5	1,2	2,3	-0,8	-0,5
Afrique subsaha-rienne	2,3	5,1	5,1	5,8	-1,0	0,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,8	2,3	2,6	3,8	-0,7	-1,0
Monde	100,0	2,7	2,6	3,2	-0,4	-0,2

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.
2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

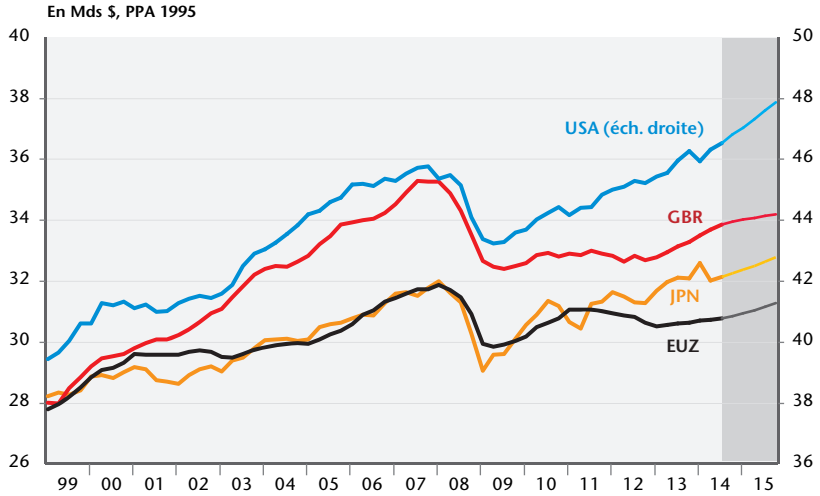
1. L'austérité s'atténue en zone euro mais la croissance reste en berne

Depuis 2010, à l'exception du Japon, les pays industrialisés ont engagé une stratégie de réduction des déficits budgétaires, qui s'est traduite par des impulsions fortement négatives. Les différentes mesures prises à cet effet ont cassé la reprise naissante alors même que celle-ci avait été permise par la conjonction de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes ; la croissance mondiale est en effet retombée à 2,8 % en 2012 et 2,7 % en 2013 alors qu'elle atteignait 5,0 % et 3,6 % les deux années précédentes. Dans la zone euro, cette situation s'est conjuguée avec une crise institutionnelle sans précédent qui a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt publics à long terme en Grèce, en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie, rompant avec le mouvement de convergence observé après l'adoption de l'euro. Une première phase de divergence était apparue pendant la Grande Récession mais les écarts de taux étaient restés modérés. L'annonce de la révision du déficit budgétaire de la Grèce intervenue en fin d'année 2009 a provoqué un changement de régime puisqu'elle a fait éclater au grand jour les risques de non soutenabilité de la dette grecque et mis en évidence les carences institutionnelles de l'Union monétaire. La hausse des taux d'intérêt des emprunts publics a été brutale et durable faisant état de la fragilité des modèles de croissance de certains pays (Irlande et Portugal, puis Espagne et Italie). La hausse des taux souverains dans les pays concernés par la défiance des marchés a précipité le besoin de consolidation budgétaire légitimé par ailleurs par les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance. L'objectif des gouvernements était de rassurer les marchés en montrant leur engagement à réduire rapidement les déficits budgétaires. Dans le même temps, le mouvement de défiance à l'égard de la dette souveraine des pays en crise a provoqué une réallocation des portefeuilles au sein de la zone euro qui a eu pour contrepartie la baisse des taux d'intérêt dans les pays du cœur de l'Union, en particulier ceux de l'Allemagne et de la France, qui ont bénéficié d'un effet positif de fuite vers la qualité.

La conjugaison de l'austérité budgétaire dans l'ensemble de la zone euro et de la hausse des taux dans les pays en crise a fait plonger l'activité dans l'ensemble des pays de la zone euro dès la fin de l'année 2011, provoquant une nouvelle récession (graphique 1).

Le PIB a reculé de 0,6 % en 2012 et de 0,4 % en 2013 après une croissance positive de 1,7 % en 2011. Les États-Unis ont échappé à cette double crise à la fois parce qu'ils n'ont pas été touchés par la panique sur leur dette publique et parce qu'ils ont bénéficié d'une politique monétaire[3] plus expansionniste qui est parvenue à compenser en partie les mesures de consolidation budgétaire. En outre, dans le cas américain, les effets indirects de l'austérité des autres pays ont été moindres, les États-Unis étant un grand pays alors que la zone euro est composée de petites économies ouvertes très interdépendantes. Au Royaume-Uni, la mise en œuvre d'une politique budgétaire restrictive a également freiné l'activité entre 2010 et 2013. Le PIB par tête a en effet stagné sur cette période. L'effet fut cependant plus faible que dans la zone euro, car le Royaume-Uni a bénéficié de la politique monétaire plus expansionniste et dont la transmission était plus efficace. Les taux d'intérêt publics sont en effet restés très faibles grâce au programme d'achat de titres publics mis en œuvre par la Banque d'Angleterre.

Graphique 1. PIB par tête



Source : Comptes nationaux, Calcul et prévision OFCE octobre 2014.

3. Outre le caractère expansionniste de la politique monétaire, le fait que les États-Unis ou le Royaume-Uni bénéficient de leur pleine souveraineté monétaire, contrairement aux pays de la zone euro qui doivent la partager, explique selon De Grauwe (2012) l'absence de crise sur la dette publique aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les marchés ont en effet anticipé que la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre pourraient se porter acheteur en dernier ressort de la dette publique, ce qu'ils ont fait au travers de leur politique monétaire non-conventionnelle.

Quant au Japon, il s'est remis en 2012 de la catastrophe de Fukushima et a retrouvé une croissance de 1,5 % après une chute de 0,4 % du PIB en 2011, soutenue par la politique monétaire de la Banque du Japon[4] et par la politique budgétaire. En contrepartie, le gouvernement japonais acceptait de garder un déficit budgétaire de 9,8 % du PIB en 2011 et encore de 8,7 % en 2012. Enfin, le ralentissement de la croissance fut également très net dans les pays émergents, à la fois frappés par le ralentissement de la demande dans les pays industrialisés de la zone euro et par la volatilité des mouvements de capitaux, provoquée en partie par les fortes turbulences sur marchés européens. Il s'en est suivi des mouvements de fuite vers la qualité puisque les investisseurs ont, dans un climat d'incertitude, privilégié les actifs jugés les plus sûrs et les plus liquides comme les titres de dette publique américaine.

Cette orientation restrictive des politiques budgétaires s'atténuerait dans la zone euro en 2014 et 2015, ce qui pourrait laisser entrevoir des perspectives de croissance plus favorables puisque l'impulsion budgétaire passerait de -1 point en 2013 à -0,2 en 2014 puis -0,1 en 2015. L'impulsion resterait cependant forte aux États-Unis (-1,1 point de PIB) et augmenterait au Royaume-Uni (-0,7 point en 2014 après -0,4 en 2013).

Dans ces conditions on aurait pu imaginer une accélération de la croissance et l'enclenchement de la reprise en zone euro. Les performances au cours du premier semestre ont cependant déçu. La croissance a certes été globalement positive mais a donné des signes d'essoufflement au deuxième trimestre 2014 avec une stagnation du PIB. L'Allemagne, moteur de la zone euro, a calé avec un recul du PIB de 0,2 %, qui fait cependant suite à une croissance de 0,7 % au premier trimestre 2014. La France est en pleine stagnation avec une croissance nulle au cours des deux derniers trimestres tandis que la récession se poursuit en Italie. Deux pays de la zone euro ont cependant vu leur situation relative s'améliorer : l'Irlande et l'Espagne. L'Irlande a affiché une croissance de 2,8 et de 1,5 % au cours des deux premiers trimestres de l'année et semble ainsi avoir amorcé un processus de reprise. L'accélération est moins forte en Espagne mais le PIB a progressé sur les quatre derniers trimestres. En glissement annuel, la croissance a atteint 1,2 % à l'issue du

4. Voir Uchida (2014) pour une analyse récente de la politique monétaire japonaise.

deuxième trimestre. Mais il n'en demeure pas moins que les raisons de la contre-performance de la zone euro rappellent que la sortie de crise est un processus lent et difficile. Premièrement, l'austérité se poursuit dans un contexte où les multiplicateurs restent élevés. Ensuite, la baisse récente des taux nominaux publics ne s'est que très faiblement répercutée sur les taux bancaires et a surtout été rognée par la baisse rapide des taux d'inflation, ce qui a conduit à une hausse des taux réels. De plus, l'euro s'est apprécié en 2013, réduisant la compétitivité dans un environnement déjà peu porteur. Enfin, les dépenses d'investissement et de consommation sont contraintes par un processus de désendettement des agents privés qui se met en route très progressivement.

Ces performances plutôt décevantes pour l'ensemble de la zone euro contrastent avec la situation des États-Unis (voir *infra*) et plus encore avec celle du Royaume-Uni (voir *infra*) où la dynamique de croissance est bien mieux orientée (graphique 1). Il faut cependant noter que même la croissance américaine connaît quelques soubresauts puisqu'on enregistrait une baisse de 0,5 % du PIB américain au premier trimestre 2014. Cet épisode ne marque cependant pas un coup d'arrêt sur la croissance qui a ensuite nettement accéléré. Le Japon se trouve dans une position différente puisque la politique budgétaire est devenue restrictive en 2014 alors qu'elle avait été expansionniste les trois années précédentes (voir *infra*). De fait, la hausse de 3 points de la TVA effective depuis le 1er avril a fortement conditionné la croissance du deuxième trimestre. Le PIB a en effet reculé de 1,8 % contre une hausse de 1,5 % le trimestre précédent. La consommation des ménages explique l'essentiel de ces évolutions puisqu'elle a contribué pour 1,2 point à la croissance au premier trimestre et elle a chuté le trimestre suivant (de plus de 5 %) contribuant négativement (-3,1 points) au PIB. On observe également un ralentissement très net de la croissance en Amérique latine, lié à la dégradation de l'environnement international et aux politiques monétaires restrictives, et dans une moindre mesure en Asie (voir *infra*). La tendance au ralentissement se poursuit en Chine. Ce ralentissement souligne certains déséquilibres, accumulés pendant la période de croissance, en particulier la montée du risque crédit.

Au-delà des politiques budgétaires, les performances économiques récentes ont également été affectées par l'évolution des

conditions monétaires et le fort mouvement de désinflation qui s'est amorcé, particulièrement dans la zone euro, faisant écho au ralentissement de l'activité provoqué par l'austérité mise en œuvre depuis 2010.

* * *

États-Unis : croissance inégale

Aux États-Unis, depuis la reprise amorcée en 2010, le taux de croissance de l'économie est plutôt stable, autour de 2,2 % en moyenne par an (voir « Résumé des prévisions » en Annexe). L'année 2014 ne fera pas exception et 2015 pourrait s'accélérer autour de 3,1 %. La dernière version des comptes nationaux, basée sur les informations des comptes annuels 2011-2013 modifie légèrement la vision du passé. En moyenne sur ces années, la croissance américaine a été un peu moins forte et moins heurtée que ce que montraient les versions antérieures des comptes (1,6 % contre 1,8 % en 2011 ; 2,3 % contre 2,8 % en 2012 et 2,2 % contre 1,9 % en 2013). Elle a notamment mieux résisté au choc fiscal de 2013. La dynamique est ainsi ancrée sur une trajectoire de croissance molle, à peine supérieure à la croissance potentielle calculée par l'OCDE, et le recul du PIB au premier trimestre 2014 est davantage à mettre sur le compte d'aléas climatiques qui n'entament en rien les bonnes performances attendues au deuxième semestre 2014. La consommation des ménages progresse au rythme moyen de 2,4 % par an. Confrontées à un retard d'investissement et une remontée des taux d'utilisation des capacités, les entreprises augmentent leurs dépenses depuis la mi-2013 (à 6,8 % sur un an au deuxième trimestre 2014). Leurs taux de marge restent très élevés et ont probablement atteint un point maximal. Tous les indicateurs de court terme sont bien orientés. La production industrielle progresse de plus de 4 % depuis mai dernier, les enquêtes auprès des entreprises sont supérieures à leur moyenne de long terme et les commandes de biens d'investissement sont élevées. Mais si l'indicateur de confiance des ménages continue à se redresser, il demeure malgré tout encore inférieur à sa moyenne de long terme et les indicateurs concernant l'immobilier continuent à marquer le pas depuis près d'un an. Sur le marché du travail, le chômage, qui est repassé sous la barre des 6 % en septembre dernier après 10 %

au début 2010, confirme cette amélioration. Enfin, l'inflation reste contenue : hors effets pétrole et produits alimentaires, elle oscille entre 1,7 et 1,9 % depuis le début de 2013. Le déflateur des prix à la consommation est un peu plus bas puisqu'il se situe entre 1,2 et 1,5 % sur la même période. L'absence de tensions inflationnistes est la conséquence de cette croissance modérée, qui a du mal à monter en régime

Dans le même temps, le déficit public a été ramené à 5 % du PIB sur le premier semestre 2014, après 5,7 % en moyenne 2013 et 9 % en 2012. Même si la dette publique reste supérieure à 100 % du PIB (101,8 % au deuxième trimestre 2014) et devrait encore augmenter dans les prochains trimestres, la contrainte de l'ajustement pèse moins que dans la zone euro. L'effort d'ajustement des finances publiques devrait se relâcher en 2014 et surtout en 2015 : après -1,5 % du PIB en 2013, l'impulsion budgétaire passerait à -1,1, % en 2014 et -0,6 % en 2015. La politique budgétaire reste restrictive mais moins que précédemment. Sur le marché de la dette publique, les conditions de financement restent favorables. Les taux d'intérêt long publics sont bas (2,4 % en septembre), malgré la fin progressive des achats de titres annoncée par la Réserve fédérale en mai 2013 et rendue effective en janvier dernier. Ils avaient augmenté d'un point à l'annonce de la décision du FOMC mais ils ont perdu un demi-point depuis le début de l'année, les investisseurs étant rassurés par le discours de la Réserve fédérale.

Car depuis un an, la Réserve fédérale n'a cessé d'affirmer que la baisse progressive de ses achats de titres publics sur les marchés financiers ne signifiait pas un changement de cap de sa politique. En période de trappe à liquidité, la transmission de la politique par les taux directeurs ne se faisait pas, les banques préférant garder les liquidités plutôt que les placer. La Réserve fédérale avait alors décidé d'intervenir directement sur les volumes achetés pour faire pression sur les taux d'intérêt publics à moyen et long termes, et agir indirectement, par le report d'achats vers les autres titres, sur toute la chaine des taux privés. S'il est difficile de connaître les effets des interventions sur la courbe des taux, l'annonce en mai 2013 de sa suppression avait provoqué un resserrement brutal des taux publics et privés, les agents craignant un resserrement prochain de la politique monétaire. Mais les propos rassurants de la Réserve fédérale sur le maintien d'une politique très accommo-

dante aussi longtemps que nécessaire, ont permis que le retrait progressif des achats de titres, qui devrait s'achever en décembre 2014, s'accompagne d'une détente d'un demi-point des taux public et privés. Ceux-ci sont donc revenus à des niveaux très bas. Pour maintenir cet équilibre, la Réserve fédérale mène une politique de communication intense car la question de la normalisation de ses outils de politique est posée clairement eu égard à l'amélioration de la situation économique mais elle ne doit pas introduire de volatilité sur les marchés financiers. Aussi, en septembre dernier, le FOMC a rendu public la réflexion qu'il mène sur cette question. Il affirme qu'il augmentera dans un premier temps ses taux directeurs et agira dans un second temps sur la taille de son bilan en cessant ou réduisant ses réinvestissements en titres publics progressivement. Pour l'heure, l'activité économique est trop modérée pour entrevoir un tel scénario et la nécessité d'une politique monétaire encore active reste la priorité. Les tensions inflationnistes sont au plus bas (l'inflation est à 1,7 % en septembre 2014) et malgré les apparences, l'économie américaine est encore convalescente et porte des stigmates de la crise: prudence et vigilance restent de mise, prudence des agents privés et vigilance de la part des autorités.

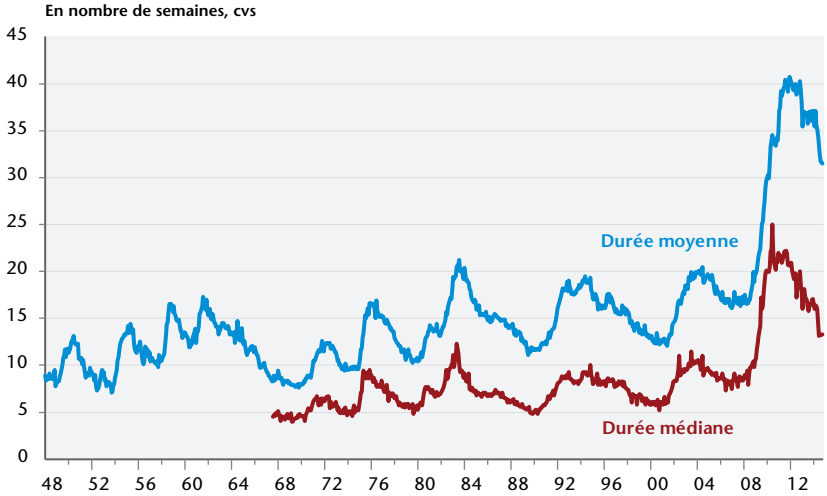
Le revenu des ménages s'est raffermi au premier semestre 2014 sous l'effet d'une progression plus forte des revenus du travail (plus fortes créations d'emplois dans le secteur privé et légère accélération des salaires depuis un an (+2,3 % sur un an au deuxième trimestre après 1,9 % à la même période de l'an passé). Les ménages ont ainsi pu redresser leur taux d'épargne qui avait chuté fortement en 2013 (à 4,9 %, après 7,2 % en 2012), à la suite de la remontée des prélèvements obligatoires au 1er janvier 2013 (la fameuse « falaise fiscale »). Le taux d'épargne est revenu à 5,5 % à l'été 2014.

Mais en dépit de la croissance, la situation sur le marché de l'emploi demeure préoccupante. Malgré la reprise, le taux d'emploi ne parvient pas à se redresser véritablement : à peine un demi-point en un an (0,7 point par rapport au point bas de 2011). Autant dire que les 4 points qu'il faudrait rattraper pour retrouver les 63 % d'avant-crise ne sont pas près d'être comblés. Sur un an, entre septembre 2013 et septembre 2014, 2 330 000 nouveaux emplois ont été créés mais sur le même temps, la population en âge de

travailler a augmenté de 2 278 000. La hausse de l'emploi couvre donc à peine la croissance de la population en âge de travailler. Et si le taux de chômage continue à baisser, c'est aussi et surtout parce que les inactifs, découragés de retrouver un emploi, ne reviennent pas sur le marché du travail.

Car la baisse du taux de chômage masque une dualité croissante entre d'une part un taux de chômage de court terme (inférieur à 5 semaines), qui n'a jamais été aussi bas (1,5 % de la population active en septembre 2014), un taux de chômage de moyen terme (entre 5 et 26 semaines) revenu à sa tendance de 2,5 %, et un chômage de long terme (supérieur à 26 semaines) qui reste encore très élevé et qui concerne un tiers des chômeurs déclarés (3 millions de personnes). Une autre façon de présenter le problème : si 1 chômeur sur 2 passe moins de 13,5 semaines au chômage, soit un peu plus que ce qui est traditionnellement observé sur le long terme, la durée moyenne de chômage, elle, se situe à un niveau historiquement élevé de 31,5 semaines (les pics jusque-là ne dépassaient pas 20 semaines) (graphique 2).

Graphique 2. Durées moyenne et médiane du chômage aux États-Unis



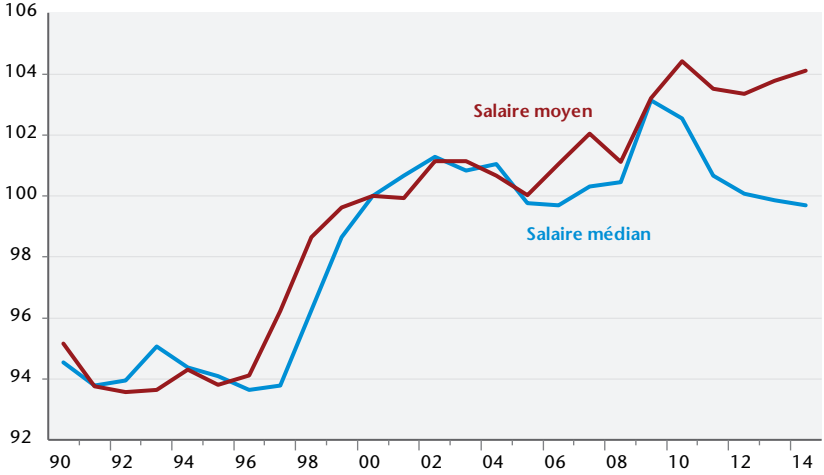
Source : BLS.

Simultanément à cette dualité entre chômeurs de court terme et chômeurs de long terme, et à ce très faible taux d'emploi qui traduit un réservoir de main-d'œuvre inoccupée, les inégalités sala-

riales n'ont jamais autant progressé. Selon les données du Bureau of Labor Statistics, si le pouvoir d'achat du salaire hebdomadaire moyen a stagné (-0,3 %) entre le deuxième trimestre 2010 et le deuxième trimestre 2014, celui du salaire hebdomadaire médian a baissé de 3,5 % sur la même période (Graphique 3). Cette situation est confirmée par le dernier *Survey 2013 of Consumer Finances* selon lequel le revenu moyen des familles a progressé de 4 % en termes réels entre 2010 et 2013 tandis que le revenu médian baissait de 5 %, sous l'effet d'une concentration accrue des revenus. A l'exception des 10 % les plus riches qui ont vu leur revenu augmenter fortement (10 % en moyen et 2 % en médian) du fait de leur revenu financier, toutes les autres catégories ont enregistré une baisse de leurs revenus réels médians entre 2010 et 2013.

Graphique 3. Salaires hebdomadaires réels moyen et médian aux États-Unis

2000=100, à partir de $ de 1982-1984

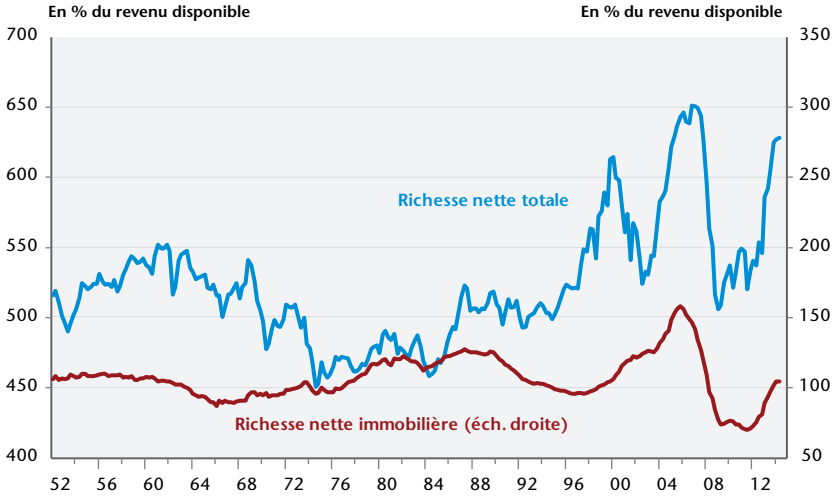


Sources : BLS, US Department of Labor.

Dans ce contexte, les ménages poursuivent leur assainissement financier. Le taux d'endettement est revenu à son niveau du début 2003, période à partir de laquelle se sont développés les crédits *subprime*, mais reste encore un peu supérieur à son niveau de long terme. Et même si les flux nets de nouveaux crédits à la consommation sont repartis à la hausse depuis 2011, ceux sur les crédits hypothécaires restent négatifs sur la première moitié de l'année 2014 (après une reprise de quelques mois en 2013). Pourtant,

rapportée à la richesse brute des ménages, la dette totale des ménages est faible, relativement à la moyenne de long terme. Dit autrement, la richesse nette totale des ménages se rapproche de son point historique de 2007 alors que paradoxalement, la richesse nette immobilière demeure inférieure à ce qu'elle était au regard du passé (graphique 4). La différence s'explique par l'emballement de la valeur des actifs financiers, au regard de la hausse modérée du prix des actifs immobiliers. Même s'ils sont bien repartis à la hausse depuis 2012, les prix immobiliers restent encore 10 % inférieurs au pic du printemps 2007. À la mi-2014, la valeur des actifs financiers est donc 3 fois supérieure au patrimoine immobilier des ménages. Ce rapport est supérieur à la situation de la fin des années 1990, avant l'éclatement de la bulle Internet. Ces déséquilibres expliquent au moins en partie l'extrême sensibilité de l'investissement logement à toute variation des taux d'intérêt : la remontée d'un point au deuxième semestre 2013 avait mis un frein brutal aux transactions immobilières et aux mises en chantiers. Depuis le début de l'année, les taux se sont stabilisés, voire ont légèrement baissé, ce qui a permis une timide reprise de l'activité dans le secteur. Mais l'investissement logement n'a progressé que de 1,2 % sur un an au deuxième trimestre 2014.

Graphique 4. Richesse nette des ménages américains



Source : Flow of Funds, Réserve fédérale

Au final, si la correction des déséquilibres financiers des ménages est en passe de se terminer, des contraintes fortes subsistent pour une grande partie des ménages. Ces contraintes pèsent sur la capacité des ménages à réduire leur taux d'épargne, ou bien à emprunter, ce qui plus généralement pèse sur la croissance à court terme, mais aussi probablement à moyen terme.

* * *

Royaume-Uni : consolidation de la reprise[5]

Au Royaume-Uni, après avoir marqué le pas en 2012, l'activité a nettement accéléré depuis le début de l'année 2013. Au deuxième trimestre 2014, le PIB était en hausse de 3,2 % sur un an et nos prévisions sur l'ensemble de l'année sont à 3 %. La croissance pourrait néanmoins ralentir au second semestre et s'approcher en 2015 d'un rythme de 2 %. La publication des comptes nationaux en base 2010 donne une nouvelle vision de la croissance passée par rapport à celle des comptes en base 1995. La situation y apparaît moins dégradée : la récession aura été au final moins forte et la reprise entamée en 2009, plus soutenue. Le PIB a dépassé son niveau d'avant-crise dès l'automne 2013 et revient progressivement vers sa trajectoire antérieure, rattrapant ainsi une partie du retard accumulé pendant ces dernières années.

Alors qu'en 2013, la croissance avait été essentiellement portée par la consommation et l'investissement des ménages, qui avaient bénéficié d'un effet de richesse positif et puisé dans leur épargne, les ressorts de la croissance sont désormais mieux établis. Certes, la faible baisse des prix de l'immobilier observée entre 2008 et 2012, puis la reprise des prix de l'immobilier au début de l'année 2013, avaient eu pour corollaire de maintenir le patrimoine net des ménages à un niveau historiquement élevé et ce, malgré une dette encore très élevée.

Au premier semestre 2014, l'accélération de la consommation des ménages est davantage due à une amélioration du revenu des ménages qu'à des effets de richesse positifs, et cette dynamique devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Depuis le milieu de l'année dernière, les créations d'emplois se sont accélérées,

5. Pour plus d'informations, voir : « Royaume-Uni : le cavalier seul », présenté dans cette revue.

surtout dans les services aux entreprises ; la durée du travail a augmenté et le taux de chômage ne cesse de baisser : il est passé de 7,7 % au deuxième trimestre 2013 à 6,3 % un an plus tard, un niveau cependant encore supérieur à son niveau d'avant-crise, d'environ 5 %. Par contre, le taux d'emploi est revenu à son niveau de 2008 et était à la mi-2014 légèrement plus élevé que sa moyenne 2000-2008. Pourtant, les salaires restent stables. Aucun signe d'accélération ne se manifeste : dans le secteur privé, ils progressent de 1 % sur un an et baissent donc encore en termes réels, bien que la baisse se soit atténuée au cours des derniers mois du fait de la désinflation. Face à un cycle de productivité toujours très dégradé par rapport à la tendance de long terme (de 2,2 % / an), les entreprises continuent d'ajuster leur coûts sur les salaires et non sur l'emploi.

Le caractère plus soutenu de la reprise qui ressort de la nouvelle version des comptes tient pour une part importante à l'investissement des entreprises. Celui-ci a, selon les derniers comptes, augmenté de 5 % par an en volume de 2010 à 2013, ce qui a ramené dès 2013 le ratio de l'investissement rapporté au PIB à son niveau d'avant crise, alors que selon les comptes précédents, l'investissement des entreprises n'avait augmenté que de 0,8 % par an de 2010 à 2013, et était resté stable à un niveau historiquement faible rapporté au PIB. Nous avons fait l'hypothèse que les entreprises britanniques continueraient à accroître leurs investissements à l'horizon 2015, en lien avec les indications fournies par les enquêtes.

Dans ce contexte de consolidation de la reprise, la politique économique maintiendra son cap avec quelques ajustements. Le déficit public reste encore élevé et la dette continue à augmenter. L'ajustement budgétaire devrait en 2014 peser un peu plus sur la croissance qu'en 2013 et la politique de concurrence fiscale se poursuivra (baisse du taux d'imposition des sociétés notamment). L'impulsion budgétaire devrait être de -0,7 point de PIB en 2014 et 2015.

La politique monétaire restera très expansionniste. La Banque d'Angleterre devrait laisser inchangé le montant de ses interventions sur les marchés financiers et donc ne pas chercher à réduire la taille de son bilan. Un premier relèvement du taux directeur pourrait intervenir au second semestre 2015, dans la lignée de ce que pourrait décider la Réserve fédérale. Cette mesure serait, comme aux États-Unis, le signe de la normalisation des outils de politique monétaire et ne signifierait en rien un durcissement. La Banque

d'Angleterre avait annoncé à l'été 2013 qu'elle ne resserrerait pas sa politique tant que le taux de chômage serait supérieur à 7 %. La baisse du taux de chômage en dessous de ce seuil n'a pas pour autant provoqué de durcissement de la politique monétaire, vu le ralentissement de l'inflation observé dans le même temps (passée de 2,7 % à 1,2 % sur un an entre septembre 2013 et septembre dernier) et la faiblesse des pressions inflationnistes. Entre la modération salariale, la baisse des coûts salariaux unitaires (-2 % sur un an au deuxième trimestre 2014) et du prix des importations, l'absence de risques inflationnistes favorise la poursuite d'une politique de soutien à l'activité. Pour l'heure, les taux d'intérêt long publics restent à des niveaux très bas (2,5 % en septembre 2014, pour le taux à 10 ans), malgré la remontée d'un point en 2013, en phase avec l'accélération de la croissance. Ils ont d'ailleurs baissé de 0,5 point depuis le début de l'année, comme cela a été le cas pour les taux des États-Unis.

* * *

Japon : une convalescence qui n'en finit pas

Au Japon, malgré l'ambitieuse politique de relance mise en place en début d'année dernière avec l'arrivée du nouveau Premier ministre Abe, l'activité a progressé au rythme modéré 1,5 % en 2013. Ce n'est que cinq années après la reprise que le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise. Et l'année 2014 devrait connaître un nouveau fléchissement avec le changement de cap de la politique budgétaire ; la croissance pourrait atteindre 1 % cette année et revenir à 1,4 % en 2015. Ainsi, le relèvement au 1er avril dernier du taux de TVA de 5 à 8 % a suscité une vague de dépenses anticipées au premier trimestre, suivie d'un effondrement au deuxième. Après 1,5 % de croissance début 2014, le PIB s'est contracté de 1,8 % au deuxième trimestre, plombé par le recul de 5, % de la consommation des ménages, de 10,4 % de l'investissement résidentiel et de 4,8 % de l'investissement des entreprises privées. Les indicateurs conjoncturels indiquent un rebond au troisième trimestre mais la croissance continuera de pâtir de la perte de pouvoir d'achat des revenus et de la reprise de l'inflation. Il est vrai que les ressorts de la demande sont fragiles, et le soutien de la politique monétaire reste indispensable. Depuis le début de la mise

en place de ses rachats de titres publics sur les marchés financiers, la Banque du Japon a injecté l'équivalent de 15 % du PIB dans l'économie. Les conditions monétaires sont très favorables et surtout la faiblesse des taux d'intérêt qui en découle permet de financer une dette publique (250 % du PIB) à bas prix et de garantir la soutenabilité de cette dette.

L'autre facteur de soutien à la croissance est la chute du yen depuis presque deux ans qui favorise le retour de la compétitivité japonaise et devrait permettre d'enrayer le déclin des parts de marché à l'exportation. Le taux de change effectif réel du Japon est revenu à son niveau de la première moitié des années 1980, à l'époque où les produits japonais pénétraient en masse sur les marchés étrangers. Depuis la fin 2007, les entreprises ont perdu plus de 20 % de leurs parts de marché. Si désormais, la tendance s'inverse, la léthargie du commerce international pèse sur les exportations mais celles-ci devraient s'accélérer avec la timide reprise qui s'amorce. Après un très bon premier trimestre (+ 6,5 % par rapport au quatrième trimestre 2013) suivi d'un léger repli au deuxième (-0,5 % par rapport au précédent), elles pourraient progresser en moyenne de 0,8 % par trimestre. La baisse du yen a aussi permis aux entreprises de restaurer leurs marges. Après le choc fiscal du deuxième trimestre, l'investissement résidentiel et des entreprises devraient repartir à la hausse mais à un rythme plus lent qu'en 2013. Par ailleurs, les négociations de printemps ont montré une accélération du salaire des travailleurs réguliers. Ces hausses devraient se poursuivre pour permettre aux salaires d'absorber une inflation désormais élevée : 3,3 % en septembre contre 0,9 % un an plus tôt. L'inflation hors TVA reste en-deçà des 2 % fixés comme objectif par la Banque du Japon. Dans un contexte d'ajustement des finances publiques en 2014 et 2015 (l'impulsion budgétaire est prévue pour être négative), le gouvernement a prévu un nouveau train de mesures de soutien à l'économie (40 milliards d'euros) pour compenser le relèvement passé des 3 points de TVA et celui de 2 points prévus en octobre 2015. Mais avec un déficit public de 9 % du PIB en 2013, les marges sont étroites.

L'amélioration de l'économie devrait se poursuivre en 2014 et 2015, mais c'est surtout désormais sur la baisse du yen et la politique monétaire que la reprise devra s'appuyer. A priori, les

conditions sont réunies pour que le Japon sorte de la déflation et continue sur le chemin d'une croissance modérée.

* * *

Pays émergents : la dépendance externe en pleine face

La croissance des économies développées peine à s'accélérer en 2014 et 2015, et les pays émergents entrent à leur tour dans une période maussade. Le ralentissement du commerce international depuis deux ans, en phase avec le ralentissement de la croissance des pays développés et de la Chine, la baisse du prix des matières premières à la suite d'une moindre demande, l'annonce de la fin du *quantitative easing* aux États-Unis au printemps 2013 et la réallocations des portefeuilles au profit des placements dans les économies développées, tous ces éléments ont mis un terme aux conditions exceptionnelles que les pays émergents avaient connues jusqu'à l'année dernière. Certes, cette période avait été marquée par une forte instabilité des taux de change, de l'inflation importée et des entrées de capitaux spéculatifs, mais la croissance s'en était nourrie, portée notamment par un cycle d'endettement, au risque d'alimenter des tensions inflationnistes.

Aujourd'hui, la situation est toute autre. Le resserrement de l'environnement international met en lumière les déséquilibres qui se sont accumulés pendant la phase précédente. En Asie et en Amérique latine, les crédits bancaires ont fortement ralenti mais le tassement de la croissance combiné au durcissement des politiques monétaires souligne les risques de crédits dans plusieurs pays (Chine, Brésil, Inde et Turquie notamment).

En **Amérique latine**, à l'exception du Mexique qui bénéficie de la dynamique américaine, le ralentissement est de mise. Le retour de la contrainte extérieure pèse de tout son poids sur cette région ouverte sur l'extérieur, exportatrice de matières premières tant industrielles qu'agricoles, et de plus en plus dépendante de la croissance chinoise. Les plus affectés par la dégradation des termes de l'échange sont les pays andins, le Brésil et l'Argentine. Pour autant, à l'exception de l'Argentine et du Venezuela, la région ne présente pas de risque de financement majeur. Les flux d'investissements directs restent importants et les *spreads* qui avaient augmenté sur le

marché des titres de la dette souveraine émergente baissent depuis le début de l'année 2014.

Après deux trimestres de croissance négative, le Brésil vient d'entrer techniquement en récession. Mais face aux tensions inflationnistes fortes, la politique monétaire ne peut se relâcher. Le taux directeur de la Banque centrale est à 11 %, et aucune baisse n'est à attendre tant que l'inflation ne reviendra pas durablement en deçà de la limite fixée dans le cadre de la politique d'*inflation target* (4,5 % +/- 2 points). En attendant, le durcissement de la politique monétaire pèse sur l'activité, et notamment la consommation des ménages lourdement endettés. Aucun soutien n'est à attendre des finances publiques qui sont au plus mal. Malgré un taux de change encore pénalisant, les parts de marché à l'exportation ont cessé de se dégrader.

Certains pays tels que le Chili ou le Pérou, où les pressions inflationnistes se sont détendues, ont pu desserrer leur politique monétaire pour soutenir une activité en recul. En Argentine, le défaut sur la dette publique a été officiellement prononcé le 31 juillet. La récession est en marche et la meilleure gestion macroéconomique mise en place depuis un an ne peut qu'aller dans le bon sens. Mais l'inflation avoisine 40 % en août 2014 et le peso continue à s'effondrer. La même situation pourrait se reproduire au Venezuela où le risque de défaut est évalué à 50 % par les agences de notation au cours des deux prochaines années. Globalement, la croissance pourrait atteindre 1,2 % en 2014 et 2,3 % en 2015, soit des performances très médiocres au regard du passé.

Au sortir de la crise financière de 2009, les pays émergents d'**Asie** ont fait preuve d'une grande résistance, confortant ainsi leur solidité financière. La croissance régionale avait connu un rebond spectaculaire, grâce aux plans de relance massifs et à un assouplissement généralisé des politiques monétaires. Mais de 9,9 % en 2010, celle-ci n'a cessé de ralentir pour atteindre 6 % en 2013 (voir tableau A9 en annexe). L'année 2013 a été difficile : nouveau ralentissement de la croissance économique, dépréciation des taux de change, déséquilibres extérieurs, troubles politiques et sociaux. Du côté des agents privés, les ajustements sont nécessaires pour faire face aux déséquilibres engendrés par plusieurs années d'expansion du crédit. En début d'année 2014, ce processus d'ajustement se

poursuit, et le taux de croissance réel du crédit est tombé à moins de 10 %, en particulier en Chine, en Malaisie et en Indonésie.

Partout, les politiques de soutien à la demande intérieure s'estompent. Le commerce extérieur est de moins en moins tiré par les besoins de la croissance chinoise ; les monnaies nationales s'apprécient, et la demande atone des pays avancés, en particulier de l'Union européenne, pèse sur les exportations. En 2014 et 2015, la croissance régionale restera sur un rythme de croissance de 6,0 %. Malgré un taux de croissance plus rapide que dans le reste du monde, les performances sont là aussi inférieures au taux de croissance moyen de 7,7 % pour la période 2009-2013.

En Chine l'accélération de la croissance observée à l'été 2013 a été de courte durée. Sur l'ensemble de l'exercice écoulé, elle est de 7,7 %. La tendance au ralentissement paraît se poursuivre. La croissance du PIB pourrait s'établir autour de 7,4 % en 2014 puis diminuerait à 7,1 % en 2015. La contribution principale viendrait de la demande externe. Sur le plan interne, la dette du secteur privé non-financier demeure colossale (188 % du PIB fin 2013). D'où le dilemme pour les autorités entre d'une part la nécessité de resserrer les conditions de crédit et d'autre part celle de soutenir la croissance. Sur le marché de l'immobilier, l'ajustement est en cours et la hausse des prix du logement s'est ralentie. Avec le ralentissement de la croissance, l'inflation s'est ralentie au point de susciter la crainte que s'installent des tensions déflationnistes. Face au ralentissement, le gouvernement a annoncé au printemps dernier des réductions fiscales et décidé de plusieurs petits assouplissements monétaires pour encourager les crédits et soutenir l'économie.

En dehors de la Chine, la vigueur de la demande intérieure et l'amélioration de la performance des exportations devrait aider l'Asie émergente à maintenir une croissance du PIB réel d'environ 4,3 % par an en 2015. Les exportations sont bien placées en bénéficiant du renforcement de la demande et des gains de compétitivité. Néanmoins, la croissance devrait rester bien en deçà des taux d'avant la crise en dépit de la reprise conjoncturelle mondiale.

* * *

2. Des politiques budgétaires toujours restrictives

Même si la consolidation budgétaire s'est globalement atténuée en 2014 et ralentira de nouveau en 2015 (tableau 2), l'orientation restera restrictive et rognera donc encore la croissance. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire s'élèvera à -1,1 point en 2014 et à -0,6 point en 2015 tandis que dans la zone euro, nous passerions d'une restriction budgétaire équivalente à 1 point de PIB en 2013 à un effort de 0,2 en 2014 puis de 0,1 point 2015. Par contre, la politique budgétaire se durcira au Japon et au Royaume-Uni. Au Japon, l'impulsion sera de -1 point de PIB, principalement liée à la hausse de la TVA qui est passée de 5 à 8 %. Quant au Royaume-Uni, l'impulsion s'élèvera à -0,7 point en 2014 et 2015 après -0,4 point en 2013.

Néanmoins, l'impact de la politique budgétaire ne dépend pas uniquement du niveau de l'impulsion mais également de la taille du multiplicateur qui varie en fonction des conditions macroéconomiques, financières et monétaires, ainsi qu'en fonction de la composition de l'ajustement, selon qu'il porte sur les dépenses ou les recettes[6]. Ainsi, le multiplicateur s'accroît lorsque le chômage est important – ou lorsque l'écart de production est fortement creusé –, lorsque les conditions de crédit sont plus restrictives, ou lorsque la situation financière des agents est dégradée. Les agents deviennent alors plus sensibles à une baisse de leurs revenus qu'ils ne peuvent compenser par l'accès au crédit parce qu'ils subissent des contraintes de liquidités et/ou de solvabilité. Par ailleurs, les effets de la politique budgétaire peuvent être atténués par une politique monétaire plus expansionniste, ce qui n'est pas le cas lorsque la banque centrale est contrainte par le niveau plancher des taux d'intérêt (*Zero lower bond*). Enfin, en phase basse (respectivement haute) du cycle, l'effet multiplicateur est plus élevé (respectivement plus faible) pour les dépenses que pour les recettes.

Or, dans la zone euro, les arguments exposés précédemment nous amènent à supposer que la valeur des multiplicateurs reste élevée et pourrait même augmenter dans certains pays, de telle sorte que la réduction de l'impulsion dans la zone euro n'aurait

6. Voir Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth & Timbeau (2014a) ou Creel, Heyer & Plane (2011) pour plus une discussion plus approfondie.

qu'un effet limité sur la croissance. Le taux de chômage reste à un niveau record et ne baisse que très marginalement sur l'ensemble de la zone euro. Il se stabilise en France et augmente encore en Italie. Par ailleurs, la situation des banques de la zone euro n'est pas totalement apurée puisque les créances douteuses continuent de croître (*cf.* partie 3) et que le bilan des agents financiers privés reste dégradé par un cycle de désendettement à peine entamé. Enfin, dans certains pays, en particulier en France, l'ajustement budgétaire se fait dorénavant par les dépenses dans un contexte de chômage élevé. Ainsi, même si l'impulsion budgétaire *ex-post* – c'est-à-dire tenant compte des variations de l'élasticité des recettes budgétaires[7] – a baissé entre 2013 et 2014, l'effet récessif serait encore significatif, de l'ordre de -0,8 point, en tenant compte uniquement de l'impact direct de la politique budgétaire française.

Tableau 2. Impact des impulsions budgétaires

En % du PIB

	2013	2014			2015		
	Impulsion budgétaire	Impulsion budgétaire	Effet direct	Effet indirect	Impulsion budgétaire	Effet direct	Effet indirect
DEU	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,1	-0,4
FRA	-0,9	-0,3	-0,8	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3
ITA	-0,5	0,2	0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,4
ESP	-1,6	-1,0	-1,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,4
NLD	-1,7	-0,9	-1,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4
BEL	-1,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
IRL	-3,1	-1,8	-1,8	-0,8	-1,1	-1,1	-0,6
GRC	-1,7	-1,7	-1,9	-0,3	-1,3	-1,4	-0,3
PRT	-2,1	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	-0,4
AUT	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3
FIN	-1,0	0,1	0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
GBR	-0,4	-0,7	-0,7	-0,4	-0,7	-0,7	-0,3
USA	-1,5	-1,1	-1,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,1
JPN	0,6	-1,0	-0,5	-0,2	-1,2	-0,7	-0,2

Note : L'effet direct de l'impulsion budgétaire dépend de l'hypothèse faire sur le multiplicateur. L'effet indirect résulte de l'effet des mesures prises dans les autres pays. Il est lié à la baisse de l'activité qui entraîne une baisse des importations et par ce biais de la demande adressée. En effet, même en l'absence de mesure de politique budgétaire, des effets indirects proviennent de l'effet retour des mesures nationales. L'impulsion négative dans le pays (a) réduit la demande adressée du pays (b) ce qui réduit également sa croissance et ses importations, freinant en retour la demande adressée au pays (a).
Source : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2014.

7. Voir Synthèse France pour plus de détails.

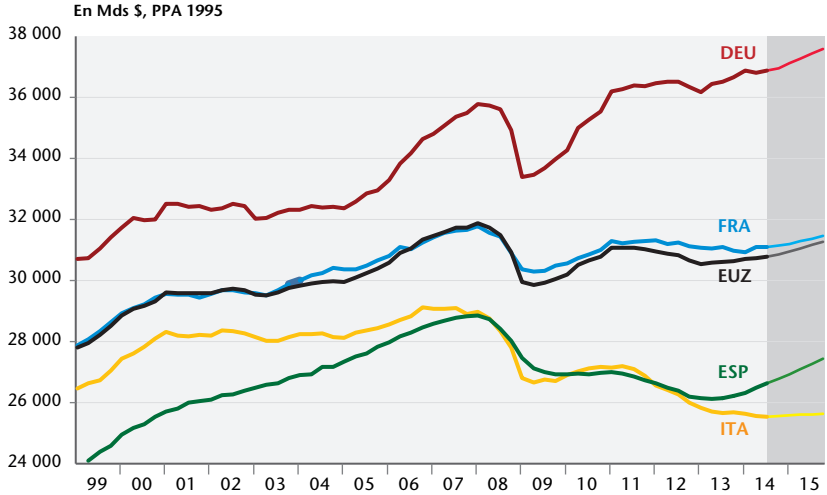
Dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, en dépit d'une impulsion qui reste plus forte que celle de l'ensemble de la zone euro, l'effet multiplicateur serait atténué par rapport à la situation de la France, l'Espagne ou l'Italie. La décrue du chômage et des contraintes d'endettement moins prégnantes (*cf.* partie 3) justifient une telle hypothèse. Cet effet multiplicateur sera encore significatif, parce que même avec un chômage en baisse, le niveau d'emploi ne s'améliore que progressivement. Enfin, dans le cas de l'Allemagne, la situation sur le marché du travail et la quasi-fermeture de l'écart de croissance suggèrent que le multiplicateur a baissé et serait plutôt proche de 0,5.

Pour autant, l'impact de la politique budgétaire sera encore négatif pour l'Allemagne malgré une impulsion légèrement positive en 2014 et 2015. Ceci résulte des effets indirects liés aux restrictions budgétaires menées dans les autres pays de la zone euro. En effet, bien que l'impulsion moyenne diminue dans la zone euro, il subsistera d'importantes disparités. Dans certains pays (Espagne, Pays-Bas, Irlande ou Grèce), les impulsions seront proches de -1 point de PIB en 2014, avec des effets multiplicateurs importants. La faiblesse de l'impulsion moyenne s'explique par l'orientation neutre ou légèrement expansionniste des politiques budgétaires italienne et allemande. L'Allemagne dispose en effet de marges manœuvre budgétaires avec des finances publiques à l'équilibre depuis 2011 tandis que l'impulsion budgétaire italienne est positive en 2014 du fait du versement des arriérés de paiement du fisc en faveur des entreprises. Dans ces deux pays, les effets négatifs s'expliquent par leur forte intégration avec le reste de la zone euro. Ainsi, la croissance allemande serait amputée de 0,6 point en 2014 et de 0,4 en 2015, celle de l'Italie de respectivement -0,5 et -0,4 point. Ces estimations témoignent de la sensibilité de la croissance allemande à l'environnement extérieur et en particulier à celui la zone euro. Ces effets expliquent probablement bien plus le retournement des indicateurs conjoncturels[8] allemands au milieu de l'année 2014 que le contexte géopolitique dont les effets tangibles sont mineurs. Bien que les exportations vers la Russie aient baissé de plus de 16 % sur la période janvier

8. Les indicateurs de confiance outre-Rhin se sont en effet nettement retournés depuis le mois de mai 2014. La production industrielle et les exportations ont également fortement baissé au mois d'août.

2014-août 2014 par rapport aux 8 premiers mois de l'année 2013, l'impact global reste limité puisque cette baisse n'a contribué que pour -0,6 point à la dynamique des exportations en valeur. La part de la Russie dans le commerce allemand ne dépasse pas 4 %. L'effet négatif sur les exportations fut en outre très légèrement compensé par une baisse des importations (d'un peu plus de 3 % en valeur). Pour autant, au-delà de l'ajustement du commerce, la crise ukrainienne a sans doute accru l'incertitude, ce qui a pu freiner les décisions de consommation et d'investissement. Il reste néanmoins que cet effet est de second ordre relativement aux effets récessifs des politiques budgétaires restrictives menées chez les principaux partenaires européens de l'Allemagne. Si la dynamique de croissance de la zone euro ne sera certainement pas uniquement marquée par la politique budgétaire en 2014 et 2015, il reste qu'elle contribuera encore à accentuer les divergences récemment observées entre les pays (graphique 5).

Graphique 5. PIB par tête à l'intérieur de la zone euro



Source : Comptes nationaux, Calcul et prévision OFCE octobre 2014.

Aux États-Unis et au Japon, ces effets indirects des politiques budgétaires seront largement réduits, en comparaison avec ceux observés en Europe. Ils ne dépasseront pas 0,2 point de PIB si bien que l'impact récessif sera principalement dû aux mesures nationales qui contribueront à baisser la croissance de respectivement 1,3 point et 0,8 aux États-Unis en 2014 et 2015 et de 0,5 et 0,7 point au Japon.

Enfin, il faut souligner que si les mesures de restriction budgétaire prises sur l'année 2014 et sur l'année 2015 sont effectivement plus faibles, il reste qu'en cumul, la consolidation budgétaire aura atteint des niveaux historiques, à la fois par l'ampleur des plans de consolidation mais aussi par le degré de synchronisation. Selon l'OCDE[9], tous les pays – à l'exception de l'Allemagne[10], la Suède et la Suisse – auront mené une politique budgétaire restrictive entre 2010 et 2015, soit 6 années consécutive de consolidation. Pour la Grèce et l'Irlande, l'effort total dépasse 10 points de PIB selon l'OCDE[11]. Or, certaines mesures peuvent avoir des effets dynamiques complexes et amputer la croissance au-delà de l'année où elles ont été mises en œuvre. En outre, si la dynamique de croissance des années 2012 et 2013 s'expliquait principalement par l'orientation de la politique budgétaire, d'autres facteurs joueront sur l'évolution de la croissance en 2014 et 2015.

Les taux d'intérêt nominaux baissent mais les taux réels augmentent

Les taux d'intérêt réels ont globalement connu une évolution défavorable en 2014. Plusieurs effets ont joué, de façon antagoniste : la baisse marquée des taux publics se transmet lentement vers l'économie réelle et ne parvient pas à compenser la baisse du niveau d'inflation. Par conséquent, nous anticipons une hausse globale des taux d'intérêt réels en 2014 et 2015, ce qui pèsera négativement sur la dynamique de crédit, et partant, sur la croissance.

La baisse des taux publics a été rapide et significative. Ainsi, entre janvier et septembre 2014, le taux des obligations d'État à 10 ans est passé de 3 % à 1,8 % en zone euro-11[12] (graphique 6). En outre, on assiste à une convergence des taux au sein de la zone

9. Voir le tableau 30 de l'annexe du *World Economic Outlook*, 95. Nous nous référons ici aux calculs de l'OCDE dans la mesure où l'impulsion globale inclut celle de l'ensemble des pays industrialisés (c'est-à-dire y compris le Canada, l'Australie…).

10. Notre estimation de l'impulsion budgétaire peut différer de celle de l'OCDE pour certains pays. Ainsi, pour l'Allemagne, nos propres calculs nous conduisent à estimer que l'orientation de la politique budgétaire fut globalement restrictive (-0,7 point) contre une expansion de 0,2 point pour l'OCDE. Les différences résultent principalement d'hypothèses différentes sur la croissance potentielle ou sur les variations d'élasticités fiscales.

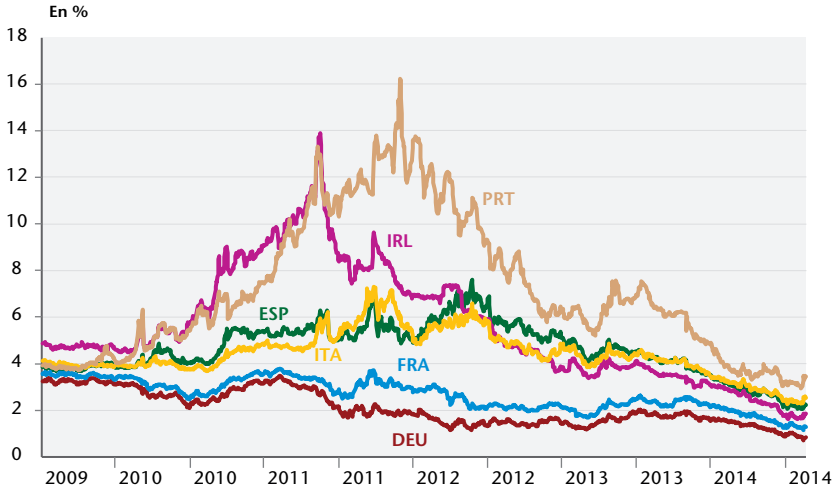
11. Nos estimations pour ces deux pays sont respectivement de 19 et 13 points de PIB. Fitzgerald (2014) estime que les mesures *ex-ante* prises par l'Irlande ont presque atteint 20 points de PIB.

12. Zone euro – 11 : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal.

euro : la variance est ainsi passée 3,6 à 2,1 entre janvier et septembre 2014. Même si on n'est pas revenu au niveau de convergence de 2009, avec une variance de 0,3, les taux se sont resserrés.

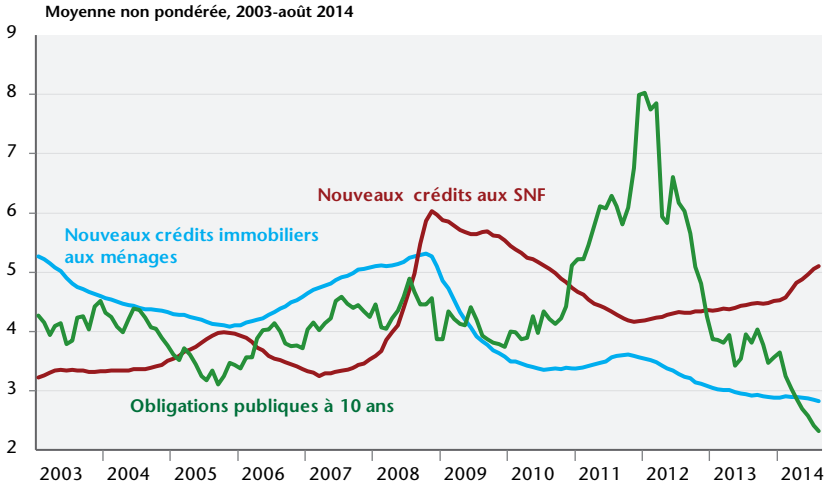
Malgré cette baisse des taux publics, on observe que la transmission vers les taux de crédit pratiqués aux agents privés (*pass-through*) est lente. Plusieurs études empiriques portant sur l'analyse de la transmission des taux directeurs aux taux de marché concluent qu'il existe une transmission partielle des taux directeurs au mécanisme d'ajustement des taux bancaires en zone euro. Ces études – notamment De Bondt (2002), Kleimeier et Sander (2004), Sorensen et Werner (2006), Blot et Labondance (2013) – aboutissent à des conclusions proches : malgré le processus d'intégration économique et de libéralisation, la transmission aux taux d'intérêt est partielle et hétérogène dans la zone. Ces hétérogénéités sont fortement liées au fonctionnement des marchés immobiliers nationaux, aux caractéristiques des systèmes bancaires et à la santé des banques. Nous observons empiriquement que la transmission est très partielle en zone euro (graphique 7) : en 2014, malgré la baisse des taux obligataires publics, les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux ménages baissent peu, et on observe même une hausse des taux sur les entreprises.

Graphique 6. Taux des obligations d'État à 10 ans



Source : Datastream.

Graphique 7. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF en zone euro-11*



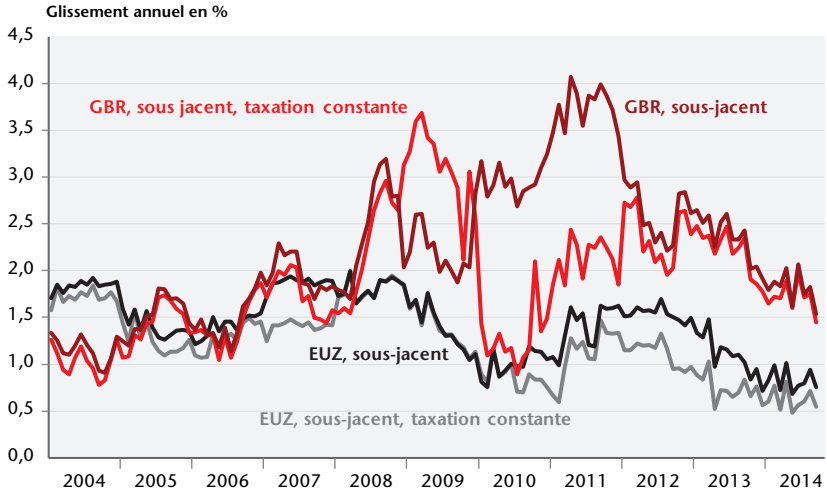
*Zone euro-11 : Autriche, Belgique, Allemagne, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal.
Note : Pour les taux sur les crédits aux ménages, la Grèce est exclue de l'analyse.
Source : BCE, calculs OFCE octobre 2014.

Enfin, la baisse de l'inflation se poursuit en zone euro : l'Indice des prix à la consommation (IPC) est ainsi passé de 1,3 % au troisième trimestre 2013 (en glissement) à 0,3 % au troisième trimestre 2014 (graphique 8). Depuis le début de l'année 2014, l'inflation sous-jacente corrigée des taxes est restée faible, mais stable autour de 0,6 % en glissement annuel depuis début 2014. L'essentiel de la baisse de l'IPC est imputable à une baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires. En glissement annuel, les prix de l'énergie sont en baisse depuis fin 2013 ; cette baisse s'est même accélérée pendant l'été 2014, la baisse du prix du baril étant plus forte que l'effet de dépréciation de l'euro par rapport au dollar. La composante alimentaire a également ralenti, passant de 3 % au troisième trimestre 2013 à -0,1 % au troisième trimestre 2014.

Depuis le début de l'année 2013, l'IPC a ralenti dans tous les pays, y compris en Allemagne où il n'est que de 0,9 % au troisième trimestre 2014. La Grèce et le Portugal sont toujours en déflation, et en Italie et en Espagne, l'IPC est devenu négatif au troisième

trimestre 2014 (glissement annuel). Le maintien de l'inflation sous-jacente à des niveaux bas s'explique par le niveau élevé du chômage et la déflation salariale dans les pays soumis aux plans d'ajustement (Irlande, Portugal, Grèce). La hausse du chômage freine la hausse des salaires, qui n'est pas compensée par une réduction des gains de productivité[13]. En Allemagne, la demande interne devrait soutenir les prix en 2014 et en 2015, et l'instauration du salaire minimum et la dynamique globale des salaires plus favorable en Allemagne devraient entraîner une légère accélération de l'inflation. D'après l'estimation commune des instituts de conjoncture allemands au printemps 2014, 4 millions de salariés seraient concernés par l'introduction du salaire minimum en 2015[14].

Graphique 8. Inflation sous-jacente



Source : Eurostat (jusqu'en février 2014), Calculs et prévisions OFCE, octobre 2014.

En conséquence, dans les grands pays de la zone euro, on constate que les taux bancaires réels ont crû en 2013, à cause de la baisse de l'inflation, et partant de l'inflation anticipée (tableau 3). Cet effet devrait s'accentuer en 2014, notamment dans les pays menacés par la déflation (Italie, Espagne). L'effet des taux réels joue-

13. À l'horizon d'un an, la baisse d'un point de taux de chômage augmenterait les prix à la consommation de 0,45 point en France, 0,2 point en Allemagne, 0,1 en Espagne et 0,08 en Italie, d'après nos simulations (voir OFCE, Étude spéciale, Déflation sous-jacente, Perspectives 2012-2013).
14. Voir également Chagny et Le Bayon (2014).

rait négativement sur la croissance *via* deux effets : d'une part, les entreprises et les ménages seraient encouragés à reporter leurs achats, compromettant une reprise de la demande interne, d'autre part, le poids de la dette publique serait encore alourdi. En termes d'impact sur la croissance du PIB, on constate que l'effet n'est pas négligeable en Italie, en Espagne ou aux Pays-Bas (tableau 4). En Italie, la hausse des taux d'intérêt réels amputerait la croissance de 0,7 point en 2014 et 0,2 point en 2015, en Espagne, l'effet serait négatif (0,4 point) et 2014, mais légèrement positif en 2015 (0,1 point). Aux Pays-Bas, l'effet serait plus marqué en 2015 qu'en 2014.

Tableau 3. Taux bancaires réels* sur les nouveaux crédits aux ménages et aux SNF, 2011-2015(p)

	Ménages					SNF				
	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD
2011	1,7	1,7	2,0	1,4	2,7	2,2	2,3	2,5	3,1	2,2
2012	1,1	1,7	2,0	2,5	2,4	1,9	2,1	3,1	3,8	1,4
2013	1,3	2,0	3,2	3,7	2,5	1,9	2,3	4,0	3,9	1,5
2014 (p)	1,5	2,1	3,9	4,0	3,8	2,2	2,3	4,6	3,9	3,1
2015 (p)	1,2	1,8	3,4	3,3	3,5	1,9	2,0	3,9	3,2	2,7

* Pour calculer un taux réel, on fait la différence entre le taux nominal des crédits et l'inflation anticipée. On considère une inflation anticipée à 5 ans *ex-ante* sous l'hypothèse d'une convergence vers une cible donnée (2 %) dans un temps défini (10 ans).

Note : le calcul du taux réel se fonde sur une hypothèse d'inflation anticipée sur un horizon donné. Nous supposons que l'inflation anticipée à la date (t) est égale au produit des taux d'inflation entre les dates (t) et (t+k) sous l'hypothèse que le taux d'inflation converge vers une cible de 2 % en 10 ans.

Source : BCE, calculs OFCE.

Tableau 4. Impact sur le PIB de la hausse des taux d'intérêt réels, 2011-2015 (p)

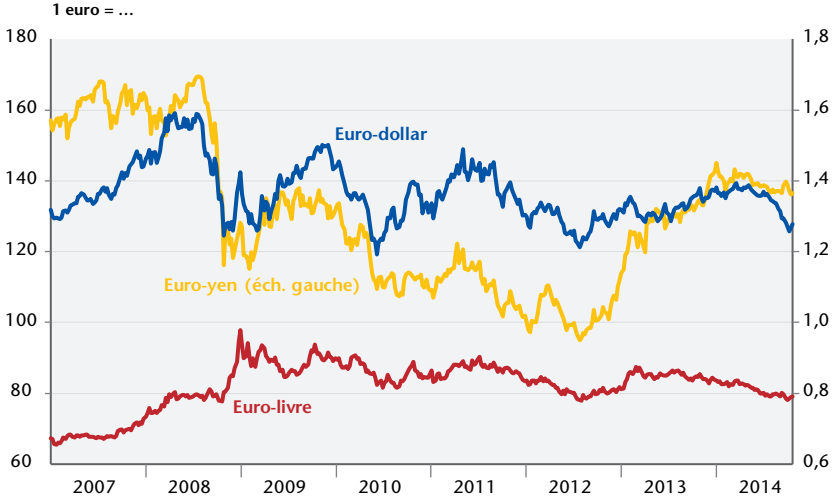
	DEU	FRA	ITA	ESP	NLD
2011	0,8	1,0	0,7	1,2	0,4
2012	0,5	0,1	0,2	-0,3	0,6
2013	0,2	0,0	-0,3	-0,7	0,2
2014 (p)	-0,1	-0,1	-0,7	-0,4	-0,3
2015 (p)	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,6

Source : BCE, calculs OFCE.

La dévaluation à tout prix

Un autre facteur expliquant les moins bonnes performances de la zone euro réside dans l'évolution du taux de change. En effet, jusqu'aux annonces d'assouplissement quantitatif faites par le Président de la BCE, Mario Draghi, en juin 2014, l'euro s'était apprécié de près de 10 % par rapport au dollar et de plus de 40 % par rapport au yen (graphique 9) depuis la mi-2012. Le rebond de l'euro coïncide avec la fin de la crise de la dette souveraine lorsque le même Président de la BCE annonçait en juillet 2012 qu'il entreprendrait tout ce qui était nécessaire pour sauver l'euro. Cette annonce, confirmée en septembre par la mise en place de l'OMT (*Outright monetary transaction*), a calmé les craintes d'un éclatement de la zone euro puis réduit le risque de défaut de paiement de la part d'un État membre. L'euro est alors sorti d'une période de fortes turbulences. Depuis cette fameuse intervention, la trajectoire de l'euro s'est retrouvée plus en ligne avec les fondamentaux. En effet, à l'exception de l'écart de croissance du PIB, de nombreux facteurs macroéconomiques ont poussé à la stabilité ou à l'appréciation de l'euro. Du côté de la politique monétaire, si la BCE a poursuivi une politique de baisse des taux entre mi-2012 et mi-2014, le taux interbancaire au jour le jour (taux EONIA, *euro overnight interest rate average)* est resté en moyenne supérieur au taux équivalent du

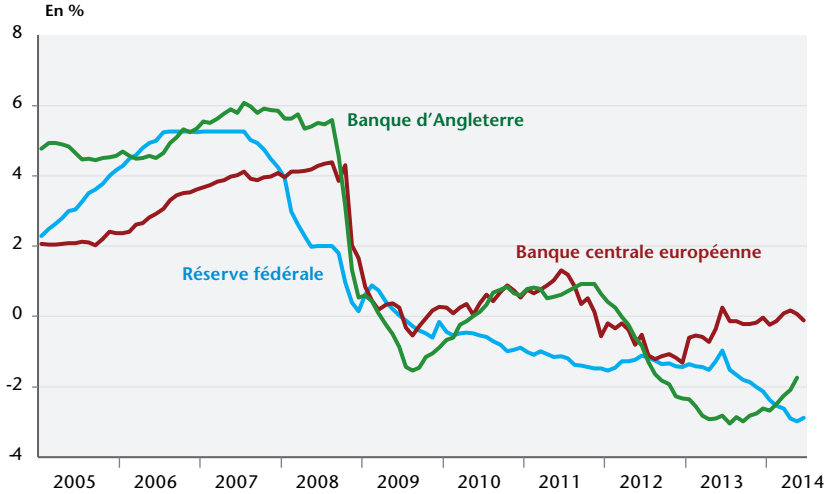
Graphique 9. Taux de change de l'euro



Source : Datastream.

marché monétaire américain (taux des fonds fédéraux). Mais, dans le même temps, le bilan de la BCE s'est fortement réduit (de plus de 10 points) alors que celui de la Réserve fédérale continuait à augmenter (de près de 8 points). Cet écart ne s'explique par forcément par un retrait des mesures non-conventionnelles de la part de la BCE mais par une moindre demande de liquidités de la part des banques commerciales. Les mesures synthétiques[15] de l'orientation de la politique monétaire suggèrent d'ailleurs que sur la période, les politiques monétaires américaine, britannique ou japonaise furent globalement plus expansionnistes que celle de la BCE (graphique 10). Le taux implicite de politique monétaire de la BCE – taux qui permet de tenir compte des mesures non-conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales – est ainsi remonté sur cette période alors qu'il continuait à baisser aux États-Unis. Outre la politique monétaire, l'inflation et le solde courant ont sans doute contribué à cette appréciation. Le mouvement de baisse du taux d'inflation a été plus rapide et plus fort dans la zone euro qu'aux États-Unis. Même si le déficit courant des États-Unis s'est réduit, la zone euro est, dans le même temps, passée d'une position

Graphique 10. Taux implicite (*shadow rate*) de politique monétaire



Source : Wu & Xia (2014), http://faculty.chicagobooth.edu/jing.wu/research/data/WX.html.

15. Il s'agit des *shadow rates*. Voir Wu & Xia (2014) pour une description de la méthode de calcul et voir l'étude spéciale « Politique monétaire » pour plus de détails.

d'équilibre externe en fin d'année 2011 à une situation d'excédent dépassant 2 % au deuxième trimestre 2014. Cette amélioration du compte courant reflète l'atonie de la demande en zone euro. De fait, seule la dynamique relative des taux de croissance du PIB aurait pu contribuer à une baisse de l'euro.

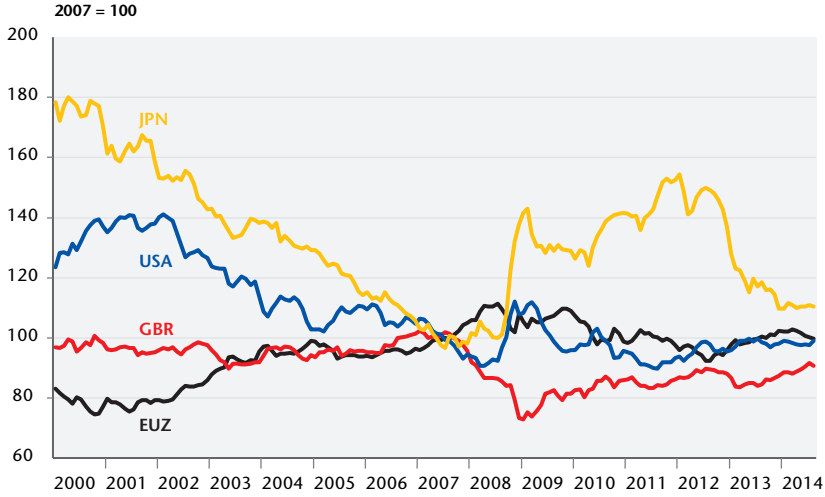
Ces mouvements du taux de change bilatéral de l'euro se sont également traduits par une appréciation réelle. Le graphique 11 montre en effet que le taux de change effectif de l'euro (pondéré ici par les coûts unitaires du travail) a augmenté de près de 9 %, signifiant ainsi que le mouvement de l'euro vis-à-vis du dollar s'est quasi intégralement répercuté sur le taux de change réel. Dans le même temps, la baisse du taux de change effectif du yen a dépassé 25 % tandis qu'en termes de taux de change effectif, le dollar et la livre sterling sont restés plutôt stables. Ainsi, la compétitivité des pays de la zone s'est globalement dégradée réduisant ainsi les exportations. Pour la France, avec une élasticité-prix des exportations estimée à 0,6[16], la dégradation de la compétitivité pourrait amputer la croissance de 0,2 point sur l'année 2014 selon les simulations réalisées à partir du modèle *e-mod.fr*. La dynamique de la compétitivité des pays de la zone euro ne résulte cependant pas uniquement des évolutions du taux de change de l'euro. Une part importante du commerce se fait en effet entre les pays de la zone euro. Cette part atteint 37 % pour l'Allemagne. Elle est inférieure à celle des autres grands pays de la zone euro qui dépasse 50 % en Espagne et se situe à 46 % en France et 41 % en Italie. Dès lors, autant que le taux de change de l'euro, l'évolution des prix relatifs à l'intérieur de la zone euro a pu peser ou au contraire stimuler la croissance. À cet égard, il apparaît que l'Espagne a fortement amélioré sa compétitivité depuis l'éclatement de la crise. Il ressort même que l'appréciation récente de l'euro n'a pas interrompu ce mouvement (graphique 12), à l'inverse de la France qui avait réussi à améliorer sa compétitivité depuis la fin de l'année 2009 et qui a vu la situation se renverser en 2013. La trajectoire récente suivie par l'Allemagne fut assez proche mais il faut néanmoins noter que, depuis la crise, la compétitivité allemande se stabilise. La récession moins forte que dans les autres pays et le taux de chômage bien

16. Voir l'étude spéciale « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? »pour plus de détail.

plus faible ont favorisé une meilleure dynamique des salaires qui devrait en outre se poursuivre avec l'instauration du salaire minimum[17]. Toutefois, les niveaux élevés de marge des entreprises allemandes devraient limiter la perte de compétitivité en 2014 et 2015. Enfin, la situation de l'Italie en matière de compétitivité a continué à se dégrader.

Outre le poids du commerce intra-zone, l'impact de l'évolution de la compétitivité dépend du poids des exportations dans le PIB et de l'élasticité-prix des exportations. Si l'Allemagne apparaît comme le pays le plus dépendant du commerce extérieur sur la base du premier argument, elle l'est moins si l'on considère la sensibilité des exportations au taux change effectif réel. La part des exportations dépasse en effet 45 % (en 2013) contre 28 % en France, 29 % en Italie et 34 % en Espagne. Par contre, l'élasticité-prix des exportations est plus faible en Allemagne (0,4) qu'en France et en Italie (0,6) et en Espagne (0,95)[18].

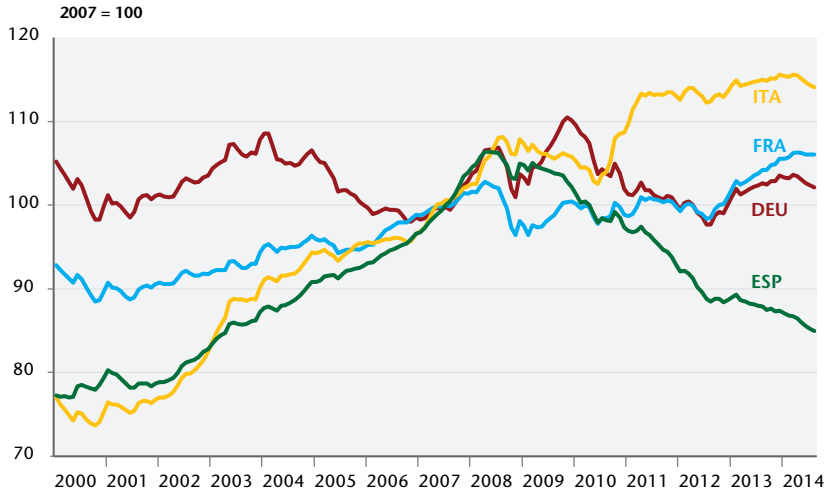
Graphique 11. Taux de change effectifs réels



Source : FMI.

17. Voir Chagny et Le Bayon (2014).
18. Voir l'étude spéciale « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? ».

Graphique 12. Taux de change effectifs réels des grands pays de la zone euro

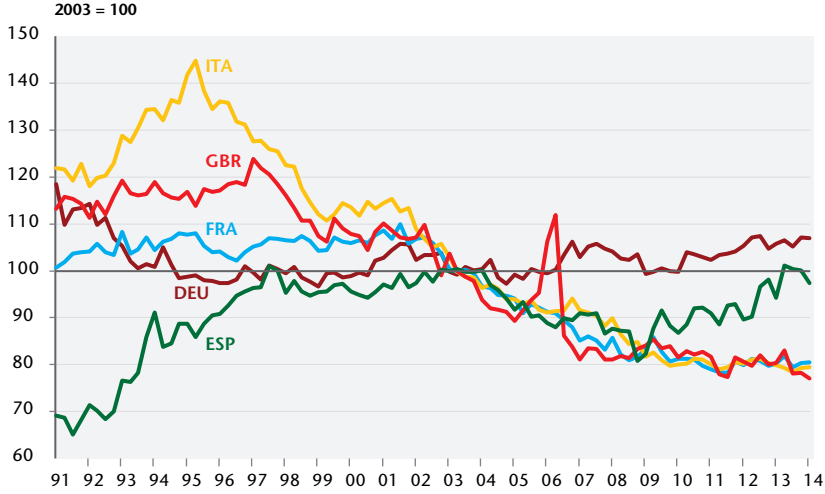


Source : FMI.

Ces différents facteurs ont influencé la croissance en fin d'année 2013 et ont pu également contribuer au ralentissement observé dans la zone euro au cours du premier semestre 2014. Il faut cependant distinguer l'effet de l'appréciation de l'euro, qui a réduit l'activité toutes choses égales par ailleurs. Pour autant, cet effet a pu être compensé par les gains de compétitivité liés à l'amélioration des coûts unitaires de production dans d'autres pays et notamment l'Espagne où le commerce extérieur est resté un moteur de la croissance en 2013 avec une contribution de 1,6 point à la croissance et une progression des exportations de 4,9 % contre une faible augmentation des importations (de 0,4 %). Cette amélioration de la compétitivité s'est également traduite par des gains de parts de marché à l'exportation (graphique 13) alors que dans le même temps les parts de marché de la France et de l'Italie ont été stables depuis 2011. Dans ces deux pays, les exportations ont ralenti au cours du premier semestre 2014 et la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative en moyenne. L'effet d'appréciation de l'euro s'est ici cumulé avec les forts gains de compétitivité enregistrés dans d'autres pays de la zone euro et notamment ceux de l'Espagne. Du côté des États-Unis (graphique 14) et du Royaume-Uni, on observe également une stabilité sur la période récente

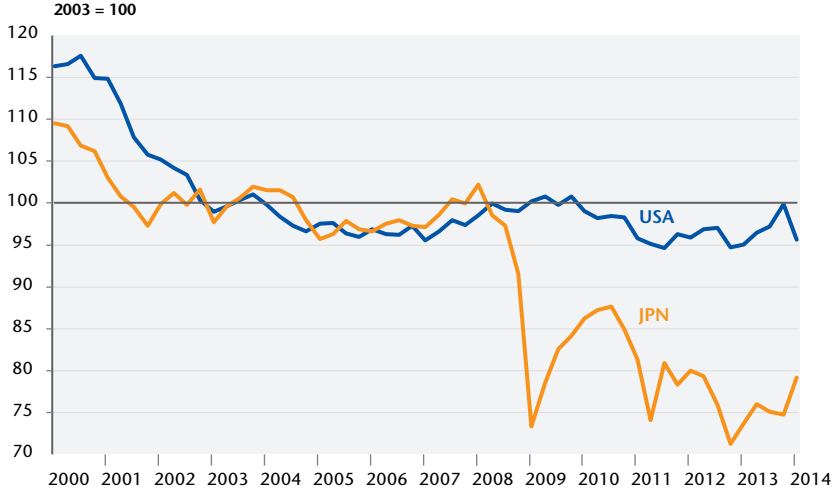
tandis que la stratégie expansionniste de la Banque du Japon et de dépréciation du yen a permis la remontée des parts de marché.

Graphique 13. Parts de marché à l'exportation des grands pays européens



Sources : Données FMI, comptabilités nationales, calculs OFCE octobre 2014.

Graphique 14. Parts de marché à l'exportation des États-Unis et du Japon



Sources : Données FMI, comptabilités nationales, calculs OFCE octobre 2014.

L'Allemagne a également gagné en compétitivité depuis 2010 mais la tendance semble s'être interrompue au cours des derniers trimestres laissant présager un effet négatif de l'appréciation de l'euro et des pertes de compétitivité enregistrées vis-à-vis des partenaires européens. Nous anticipons que cet effet devrait se poursuivre en raison de la dynamique des salaires. Pour l'année 2015, nous anticipons un retournement de l'euro après les annonces de nouvelles mesures de la BCE afin de contrer le risque déflationniste. La baisse de l'euro a déjà commencé pendant l'été 2014 et devrait se poursuivre en lien avec l'arrêt du gonflement du bilan de la Réserve fédérale. À l'intérieur de la zone euro, la stratégie espagnole se poursuivra notamment parce que le chômage continuera à alimenter les pressions à la baisse sur les coûts de production. La Allemagne sera également engagée dans cette course à la compétitivité avec la montée en charge progressive du CICE et du Pacte de responsabilité, ce qui permettra une baisse du coût du travail[19]. Dans ces conditions, les parts de marché de la Allemagne se stabiliseront, tandis que celles de l'Allemagne se réduiront très légèrement.

3. La possibilité d'une récession liée à la dégradation des bilans (*balance sheet recession*)

Ce panorama de l'environnement économique mondial invite à examiner les performances récentes de la zone euro au-delà des seuls effets des facteurs conjoncturels. L'absence de croissance au premier semestre 2014 témoigne de la vulnérabilité des pays de la zone euro. L'absence de reprise, la chute rapide du taux d'inflation et l'incapacité de la politique monétaire à stimuler le crédit reflètent sans doute un mal plus profond qui n'est pas sans rappeler la situation du Japon au début des années 1990. Sept ans après l'éclatement de la crise financière, le PIB de la zone euro est toujours inférieur de 1,6 % à son niveau d'avant-crise. La croissance moyenne sur la période 2007-2013 est de -0,2 %. À titre de comparaison, le PIB du Japon a cru de 0,5 % en moyenne entre 1992 et 1999, période qualifiée de *décennie perdue*. La zone euro

19. Voir Plane (2012) et Guillou & Trebich (2014) pour des analyses détaillées sur l'impact du CICE sur l'activité et la compétitivité des entreprises françaises.

peut-elle à son tour plonger dans une situation de croissance anémique et de déflation ? Après la crise des *subprimes* et celle des dettes souveraines, le système bancaire reste en effet fragile. Du côté des agents non-financiers (ménages et sociétés non-financières), l'objectif principal reste sans doute le désendettement. Ces deux éléments, fragilité du système bancaire et désendettement des agents non-financiers, renvoient à l'idée de récession par le bilan (*balance sheet recession*) telle que décrite par Koo (2011). Il en résulte une faiblesse de la demande interne et en particulier de l'investissement. Cette situation alimente les pressions déflationnistes qui dégradent à leur tour la situation des agents endettés et rend inopérante la politique monétaire.

La situation des banques de la zone euro n'est pas totalement apurée

La crise financière qui a éclaté pendant l'été 2007 a fortement touché le système bancaire mondial et notamment celui de la zone euro. Aux pertes sur les actifs toxiques se sont ajoutés les effets de la récession et, pour certains pays – notamment l'Irlande ou l'Espagne – les conséquences de l'effondrement du marché immobilier. La fragilisation du système bancaire s'est ensuite accrue avec la crise des dettes souveraines. La chute du prix des obligations publiques grecques, italiennes, portugaises, espagnoles ou irlandaises a affaibli la valeur des actifs détenus par les banques européennes détenant un portefeuille de titres publics. La dégradation des notes souveraines a accru leur exposition au risque les forçant à accélérer les ventes d'actifs publics et amplifiant ainsi la baisse des prix. Une étude de la BRI en septembre 2011[20] montrait ainsi que non seulement les banques européennes étaient très exposées au risque souverain de leur propre pays mais également à celui des autres pays de la zone euro en raison d'une intégration croissante du marché obligataire au cours des années 2000. Cette situation a conduit la BCE à proposer des refinancements exceptionnels à très long terme (pour une durée de trois ans) afin d'améliorer la situation financière du système bancaire. Etant donné le rôle des banques dans le financement de l'activité des agents non-financiers, la santé du système bancaire est un élément clé pour

20. Voir Davies and Ng (2011).

accompagner un mouvement de reprise. Ce fut également une dimension importante de la faible croissance du Japon au cours des années 1990. Le gouvernement a tardé à prendre les mesures nécessaires après l'éclatement des bulles boursières immobilières. Pendant cette période de crise bancaire larvée, les banques, qui avaient déjà subi des pertes sur leurs actifs, ont maintenu leur activité de prêt à des agents financiers non solvables (Ueda, 2012). Elles ont donc continué à accumuler des créances douteuses les poussant progressivement vers une situation d'insolvabilité. Pourtant, de 1991 à 1997, les faillites sont rares (Nakaso, 2001) et les autorités ont laissé les problèmes s'accumuler en maintenant des banques insolvables en activité. La confiance s'est progressivement délité et la qualité de l'intermédiation financière s'est dégradée. Après, la crise asiatique et la hausse de TVA décidée en 1997, le pays plonge en récession en 1998. La confiance s'est détériorée sur le marché interbancaire après la faillite de Sanyo Securities. Le nombre de faillites s'est s'accéléré brutalement contraignant le gouvernement à intervenir de façon plus significative et plus systématique, notamment après la chute de Long Term Credit Bank of Japan. Plusieurs plans de recapitalisation et de restructuration du système bancaire ont vu le jour ainsi qu'une nouvelle instance en charge de la supervision bancaire et une structure chargée de recapitaliser les banques, créées en 1998. Des nationalisations ont été décidées et une structure de défaisance fut également mise en place afin de résoudre le problème des créances douteuses[21].

Après les deux crises qui ont frappé le système bancaire de la zone euro, la question de sa santé et de sa capacité à absorber le choc se pose donc avec une forte acuité dans la mesure où une éventuelle fragilité pourrait peser sur leur bilan et leur capacité à distribuer des crédits, contribuant ainsi à freiner le processus de reprise. Or, force est de constater que les créances douteuses ne sont pas complètement apurées du côté des banques (en Espagne, en Italie, voire ailleurs), ce qui freine l'appétence pour le risque des banques et renforce la fragmentation des systèmes bancaires européens dans la mesure où certains pays n'ont pas été frappés par les mêmes chocs ou ont déjà pu les absorber. La persistance de ces

21. Voir Blot, Creel, Rifflart et Schweisguth (2009) pour une analyse de la stratégie de sortie de crise.

créances douteuses à un niveau élevé obère la distribution de nouveaux crédits par les banques, malgré la politique monétaire très accommodante de la BCE, et le programme TLTRO.

Pour comparer les montants de créances douteuses entre pays (tableau 5), les données proviennent essentiellement de deux sources : les indicateurs de stabilité financière du FMI et les données bancaires consolidées de la BCE. Or, la définition des « créances douteuses » diffère entre pays (voir S. Barisitz, « Nonperforming Loans in Western Europe – A selective Comparison of countries and national définitions »), car les deux critères essentiels (impayé du principal ou des intérêts de plus de 90 jours et/ou débiteur dans l'incapacité de rembourser ses obligations sans mise en œuvre de garanties) donnent lieu à des interprétations différentes. Ainsi, la Banque d'Italie utilise une définition plus stricte des prêts non-performants, ce qui la conduit à une surestimation (relative), alors que la Finlande, le Portugal ou le Royaume-Uni les sous-estiment. Pour contourner le problème, nous étudions surtout les évolutions des ratios prêts non-performants/total des créances dans les pays de la zone euro, entre 2008 et 2013.

Tableau 5. Évolution des prêts non performants entre 2008-2013, dans quelques pays de la zone euro

	Capital réglementaire/Actif pondéré	Variation en points de %	Prêts non performants/ encours de prêts	Variation en points de %
	2013	2008-2013	2013	2008-2013
DEU	19,2	5,6	2,7	-0,2
ESP	13,3	2,0	9,4	6,6
FRA	15,4	4,9	4,5	1,7
GRC	13,5	3,5	31,9	27,2
IRL	20,4	8,4	25,3	23,4
ITA	13,7	3,3	16,5	10,3
NLD	14,9	3,0	3,2	1,5
PRT	13,3	3,9	10,6	7,0

Source : FMI *Financial Soundness Indicators*, octobre 2014.

Si l'Allemagne, les Pays-Bas ou la France se caractérisent par un faible taux des prêts non-performants rapportés à l'encours de créances, on constate que les pays périphériques (Grèce, Chypre,

Irlande, Portugal), ainsi que l'Italie et l'Espagne ont connu une forte progression du taux de créances douteuses. Les bilans bancaires sont donc loin d'être apurés, et les banques sont restées frileuses dans l'attente des résultats de l'examen des actifs bancaires (AQR), annoncés le 26 octobre 2014, et permettant de dresser un état des lieux de la situation des 130 principales banques de la zone euro.

En Irlande, les prêts non-performants représentaient presque 27 % du total des prêts pour les trois principales banques du pays mi-2013. Les difficultés financières des ménages perdurent : les arriérés de paiement sur les prêts hypothécaires atteignent 16,5 % sur les résidences principales en juin 2014, en léger reflux par rapport au point haut de juin 2013 (17 %).

En Grèce, au Portugal, en Espagne et en Italie, on constate que les créances douteuses progressent plus vite pour les entreprises que pour les ménages, signe que les entreprises sont encore dans une santé financière très fragile et que la purge n'est pas terminée. En France, en revanche, les entreprises semblent dans une meilleure santé financière, et le montant des créances douteuses recule de -4,7 % au deuxième trimestre 2014 (glissement annuel). En revanche, sur la même période, la situation des ménages se dégrade, avec une progression de 6,8 % des créances douteuses.

En Grèce, le taux de créances douteuses reste très élevé (31,9 % en 2013). D'après la Banque de Grèce, ce taux atteindrait 33,5 % au premier trimestre 2014, soit 77 milliards d'euros. Plus de la moitié (42 milliards) est le fait des entreprises, suivie par les prêts immobiliers (25 milliards) et les prêts à la consommation (10 milliards). Le taux de prêts non-performants dans le secteur des prêts à la consommation atteint 47,3 % en 2013 (contre 38,8 % en 2012), contre 31,8 % pour les entreprises en 2013 (contre 23,4 % en 2012) et 26,1 % pour les prêts immobiliers (contre 21,4 % en 2012). Dans le cas des prêts immobiliers, la forte progression depuis 2008 est liée à la loi votée en 2010, par laquelle le gouvernement a gelé les saisies sur les résidences ayant une dette hypothécaire de 200 000 euros maximum. La loi a également permis aux propriétaires pouvant régler leurs hypothèques de cesser leurs paiements. Depuis, on va plutôt vers un durcissement de la loi, avec une série d'amendements apportés à la loi de 2010. Depuis janvier 2014, les banques peuvent saisir les biens sauf pour les emprunteurs ayant

fait une demande de restructuration de leurs prêts. Le texte amendé ne protège plus que les résidences d'un montant inférieur ou égal à 200 000 euros si le revenu net du ménage est inférieur à 35 000 euros annuels et si le ménage utilise au moins 10 % de son revenu annuel net pour rembourser son hypothèque. En août 2014, la Banque de Grèce a adopté un nouveau code de conduite destiné à résoudre les problèmes de prêts non-performants pour les ménages, *via* des rééchelonnements, des facilités de paiement, et, en cas de non-coopération, des possibilités de saisies de biens.

En Espagne, le ratio des prêts non-performants sur le total des prêts a progressé de 14,1 % en décembre 2013. Les prêts non-performants ont progressé davantage pour les entreprises que pour les ménages (d'après la Banque d'Espagne). Les prêts non-performants au secteur privé résident ont crû de 21,1% entre février 2013 et février 2014. Les prêts non-performants ont davantage augmenté pour les ménages (34,6 % entre décembre 2012 et décembre 2013) que pour les SNF (13,1 %). Cependant, si on exclut les entreprises de construction et d'immobilier, qui ont transféré de nombreux actifs à SAREB (structure de défaisance espagnole), le taux de croissance des prêts non-performants est comparable entre ménages et entreprises, pour lesquelles il atteint alors 33,5 %. Au sein des ménages, c'est surtout l'achat de logement qui a conduit à la forte hausse des créances douteuses (+43 % entre décembre 2012 et décembre 2013).

En Italie, d'après les données nationales, les prêts non-performants représentent 10,6 % de l'encours de prêts et 70 % de ces prêts sont le fait des entreprises. Depuis novembre 2008, le montant des créances douteuses a été multiplié par 4, alors que l'encours de créances a stagné. Même si le taux de créances douteuses progresse toutes catégories confondues, ce sont les sociétés non-financières qui connaissent la progression la plus rapide, avec une hausse moyenne annuelle de 30 % du taux de créances douteuses sur 2008-2014, contre 14 % pour les entreprises individuelles et 16 % pour les ménages. Ainsi, en août 2014, le taux de créances douteuses atteint 15 % pour les entreprises et pour les entreprises individuelles[22].

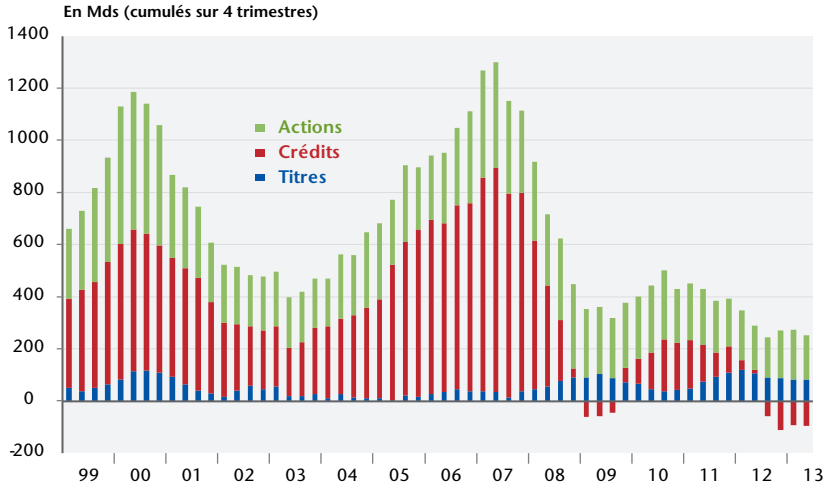
22. Source : Banque d'Italie, calculs OFCE.

Au Portugal, on constate également une progression des créances douteuses, plus marquée pour les entreprises que pour les ménages. D'après la Banque du Portugal, en juillet 2014, le taux de créances douteuses atteint 4,5 % pour les ménages et 15,5 % pour les entreprises, avec une progression en glissement annuel de 6 % pour les ménages et 20 % pour les entreprises.

Les difficultés des PME se reflètent dans le montant des créances douteuses, mais également dans les difficultés auxquelles elles font face pour obtenir des financements. Ainsi, l'enquête SAFE menée par la BCE entre octobre 2013 et mars 2014 montre que pour l'accès au financement, les PME continuent à se heurter à de grandes difficultés en Grèce (où 66 % des PME évoquent de grandes difficultés), Italie (52 % des PME), Espagne (45 % des PME) et Portugal (43 % des PME). La France est en position intermédiaire (38 % des PME). Au contraire, aux Pays-Bas, en Autriche et en Allemagne, l'accès au financement est plus aisé (autour de 30 % des PME évoquent de grandes difficultés).

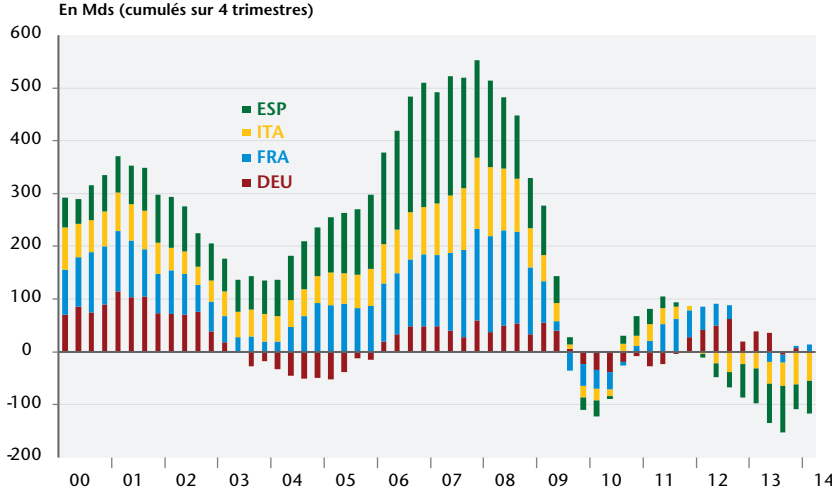
Ces difficultés sont confirmées par la baisse des flux de financement de crédit des SNF qui sont désormais négatifs (graphique 15). En parallèle, les émissions de titres de dette sur les marchés ont augmenté mais elles sont loin de compenser la baisse des crédits bancaires. De plus, les financements par actions ont également reculé si bien que l'ensemble des flux de financement des SNF de la zone euro est inférieur au creux observé en 2003. Il s'agit-là d'ailleurs d'un élément témoignant que les effets d'offre ne sont pas la seule source de la baisse du crédit. En effet, lorsque les problèmes se concentrent sur les banques, les agents non-financiers maintiennent, voire augmentent, les sources de financement alternatives. La décomposition géographique sur les 4 plus grands pays de la zone euro montre que cette réduction des flux de crédit se concentre particulièrement sur l'Italie et l'Espagne (graphique 16). Ceux-ci sont en effet négatifs depuis le début de l'année 2012. Surtout, ils sont loin d'être compensés par une activité de crédit plus dynamique en Allemagne alors que dans le même temps la croissance allemande a été bien plus forte que celle de ces deux pays d'Europe du Sud. En fait, les nouveaux flux de crédit ont été plus importants en France au cours du troisième trimestre 2013 et du premier trimestre 2014. Il faut cependant noter que ce n'était pas le cas en 2011 et 2012.

Graphique 15. Flux de financement au passif des SNF de la zone euro



Source : BCE.

Graphique 16. Flux de crédits au passif des SNF des pays de la zone euro



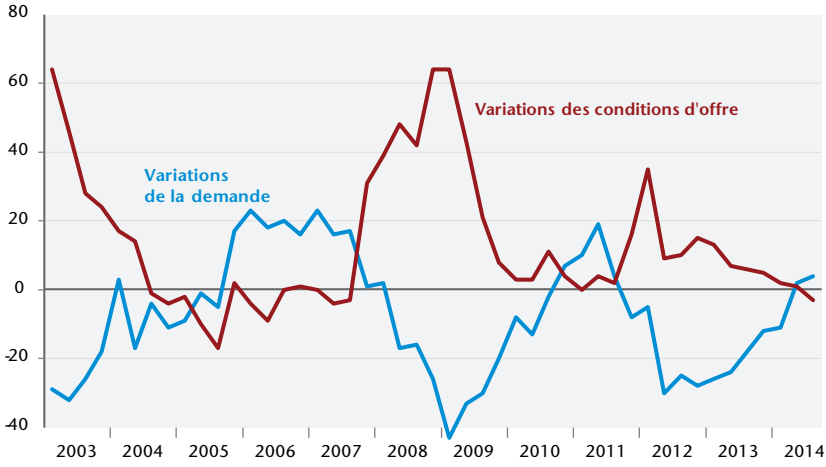
Source : BCE.

Le désendettement des agents non-financiers ne fait que commencer

La faible dynamique du crédit dans la zone euro n'est cependant pas uniquement liée à la situation des banques entraînant une

restriction du crédit. Les enquêtes sur la distribution[23] de crédit dans la zone euro indiquent notamment que les facteurs de demande ont au moins été aussi importants que les facteurs d'offre sur la période récente (graphique 17). La demande de crédit est donc atone dans la zone euro, à la fois parce que l'activité économique est faible mais aussi parce que la situation financière des agents non-financiers s'est dégradée, amplifiant ainsi la baisse du crédit. En effet, les entreprises ou les ménages, soit parce qu'ils subissent une érosion de leur revenu ou de leur profitabilité, soit par qu'ils ne sont plus en mesure d'offrir des garanties suffisantes, voient leur accessibilité au financement externe se réduire. Le coût du financement externe devient plus onéreux, qu'il soit bancaire ou de marché. En pratique, les entreprises vont-elles-même réduire leur demande de financement parce qu'elles savent que leur situation s'est dégradée et qu'elles ne peuvent donc pas prétendre à des conditions de financement intéressantes. Dès lors, il est délicat de distinguer précisément ce qui relève des conditions d'offre ou de demande de crédit. En effet, du point de vue des banques, le refus

Graphique 17. Enquête sur les conditions de crédit aux SNF de la zone euro



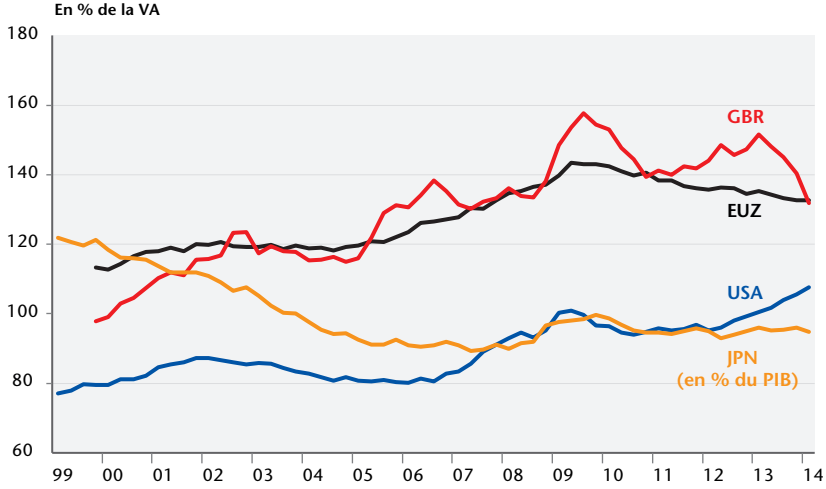
Note : Les courbes sont exprimées en pourcentage net. Pour les conditions d'offre, il s'agit de la différence entre les établissements qui ont durci leurs conditions et ceux qui les ont assouplies. Pour la demande, il s'agit de l'écart entre les établissements déclarant une hausse de la demande et ceux déclarant une baisse de la demande.
Source : BCE (Bank Lending Survey)

23. Il s'agit pour la zone euro de l'enquête du *Bank lending survey*, réalisée par la BCE auprès des banques des pays de la zone euro.

de l'accès au crédit peut refléter cette dégradation de la qualité moyenne des emprunteurs alors que l'emprunteur peut lui considérer que l'offre de crédit a été rationnée s'il s'est vu refuser une demande de financement.

La baisse de la demande de financement externe s'appuie sur la dégradation des bilans des agents non-financiers et les contraintes réelles ou implicites que ces modifications de bilan induisent. Pour autant, sur le plan macroéconomique, ces effets sont difficiles à mettre en évidence, notamment parce que les indicateurs macroéconomiques ne permettent pas forcément de capter des dynamiques d'entreprises qui peuvent être très hétérogènes. Dans ces conditions, certains agents non-financiers peuvent être amenés à privilégier le désendettement tandis que d'autres ne sont pas contraints. Koo (2011) caractérise ce type de problème en le qualifiant de *balance sheet recession*, précisant qu'en cas de dégradation de leur bilan, les agents non-financiers ne visent plus la maximisation de leur profit mais la réduction de leur dette. La dynamique de la dette des entreprises et des ménages peut donc donner un premier éclairage sur les comportements récents des agents non-financiers dans la zone euro. La dette des sociétés non-financières, exprimée en pourcentage de la valeur ajoutée, avait augmenté de près de 40 points dans la zone euro entre 2005 et 2009 (graphique 18). Un mouvement assez similaire fut observé pour les États-Unis et pour le Royaume-Uni. On note depuis que le

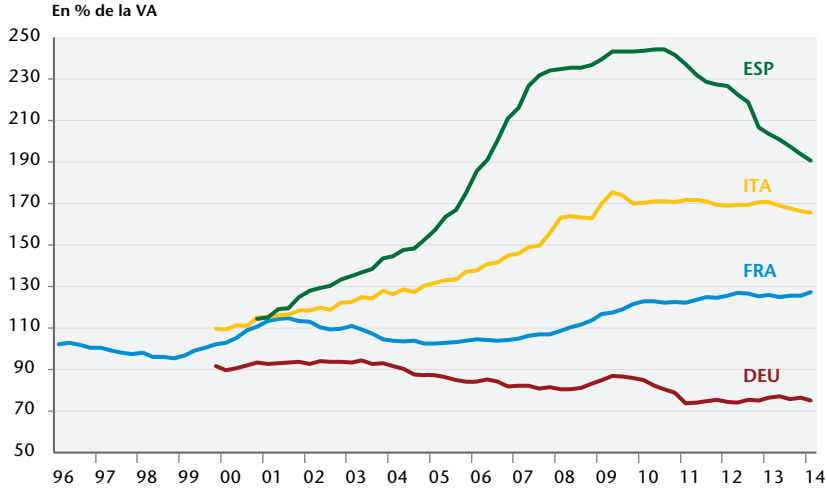
Graphique 18. Dette des Sociétés non financières (SNF)



Source : Banque de France.

processus de désendettement s'est amorcé, notamment en Europe. Pour la zone euro, la réduction de la dette des entreprises est particulièrement marquée en Espagne, mais moindre en Allemagne ou en Italie, alors qu'en France, l'endettement des entreprises s'est stabilisé autour de 127 % de la valeur ajoutée (graphique 19). Aux États-Unis, après une baisse de l'endettement en 2009-2010, celui-ci est reparti à la hausse dépassant de nouveau le pic atteint en 2009. S'il n'existe pas de cible explicite en matière de dette privée, la logique de désendettement observée dans la zone euro indique bien que les entreprises sont moins enclines à prendre des risques ou qu'elles préfèrent recourir à l'autofinancement. L'attitude par rapport au risque pris par les entreprises peut également être mesurée par le levier[24].

Graphique 19. Dette des SNF de la zone euro



Source : Banque de France.

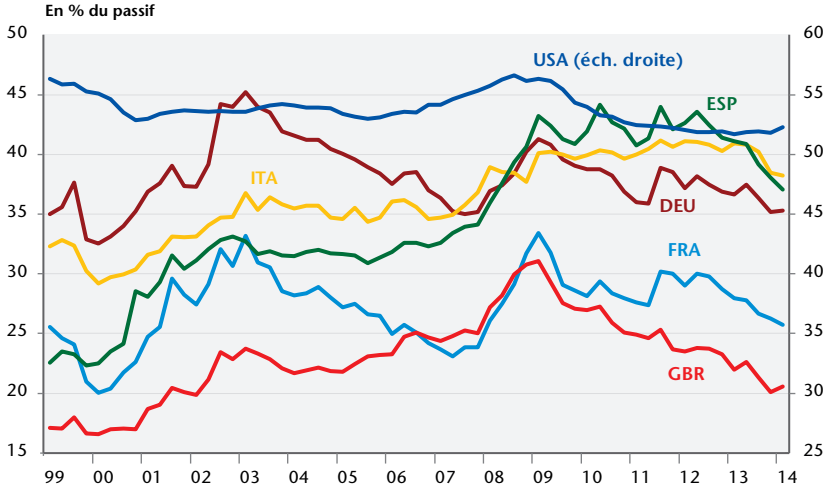
Le graphique 20 illustre ce comportement en rapportant l'ensemble des dettes (bancaires et de marché) au total du passif[25]. Le risque pris par les SNF des 4 grands pays de la zone euro baisse depuis 2012. Il ressort donc que la période récente témoigne de la

24. Le levier financier se définit comme le ratio entre l'endettement net et les capitaux propres. Il mesure donc le risque financier.

25. La mesure ainsi adoptée n'est pas strictement équivalente à la définition généralement retenue (cf. supra). Il s'agit donc d'une proxy qui peut être calculée à partir de données comparables entres les pays.

volonté des entreprises de la zone euro à réduire leur endettement et leur exposition au risque. Il faut cependant noter qu'il existe une forte hétérogénéité du niveau de risque pris par les sociétés non-financières dans les différents pays. De fait, aucune cible de référence ne permet de déterminer la durée du processus de désendettement. Il reste que ces éléments contribuent sans aucun doute au ralentissement de l'investissement et peuvent freiner le rythme de croissance dans les prochains trimestres si le mouvement devait se poursuivre. À cet égard, la dynamique observée au Japon de la fin des années 1990 jusqu'en 2008 rappelle que ce type de processus peut être long.

Graphique 20. Levier des SNF

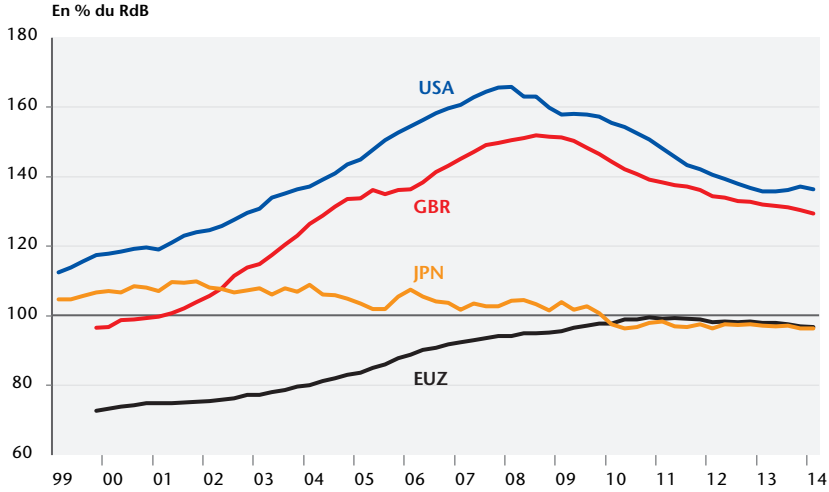


Note : Le levier est ici mesuré comme la part des dettes (bancaires et de marché) sur le passif total des entreprises non-financières.
Source : BCE.

Du côté des ménages, le désendettement a été très net au Royaume-Uni et aux États-Unis alors qu'il reste limité pour la zone euro dans son ensemble (graphique 21). On retrouve une distinction entre les pays assez proches de celle faite pour les entreprises, à savoir que les ménages espagnols ont déjà réduit leur dette alors que celle-ci a progressé en France et qu'elle tend à se stabiliser en Italie (graphique 22). Du côté de l'Allemagne, il y a un fort décalage en lien avec le cycle immobilier puisque les prix ont très peu augmenté depuis le milieu des années 1990. La dynamique relative de la richesse immobilière et de la dette des ménages peut

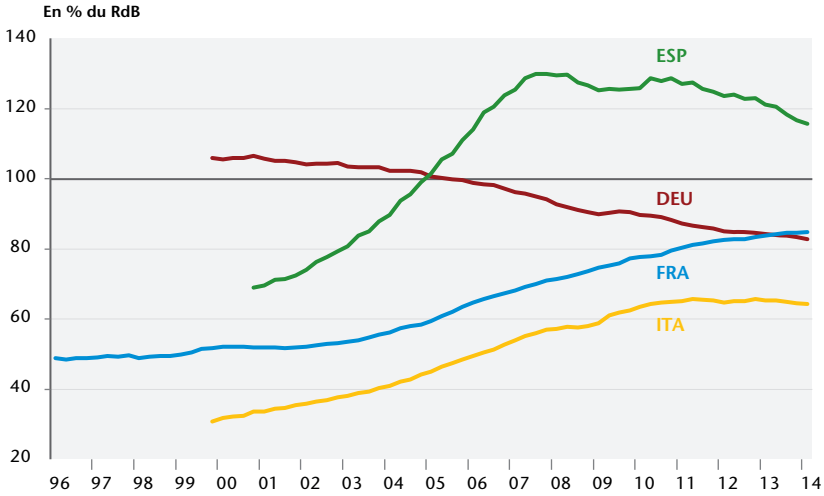
d'ailleurs être un puissant vecteur contribuant à la dégradation de la situation financière et pesant par ce biais sur la demande intérieure. Ainsi, les ménages endettés, dont la valeur du patrimoine est réduite en cas de baisse des prix, peuvent se retrouver contraints financièrement. C'est notamment vrai aux États-Unis où le mécanisme d'extraction hypothécaire permet d'accroître l'endettement lorsque la valeur du patrimoine augmente. Inversement, en cas de baisse de la richesse, les ménages subissent une contrainte de liquidité qui peut peser sur la consommation. Dans le cas du Japon, Horioka (2006) suggère également que la baisse de la richesse des ménages (richesse immobilière et richesse financière) a contribué à la stagnation de la consommation et donc à la faible croissance économique observée pendant les années 1990. En Europe, les possibilités de faire de l'extraction hypothécaire sont inexistantes si bien que les effets de richesse sont le plus souvent limités. Néanmoins, la contrainte de désendettement peut être significative, notamment pour certaines catégories de ménage (voir encadré 1), ce dont peuvent difficilement rendre compte les indicateurs macroéconomiques.

Graphique 21. Endettement des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 22. Endettement des ménages de la zone euro



Source : Banque de France.

Encadré 1. Ce que disent les données agrégées et ce que montrent les enquêtes : le cas des États-Unis

Avec la reprise économique engagée en 2010 et après de 8 années d'effort ininterrompu de désendettement, la situation patrimoniale des ménages américains, nette de leurs engagements financiers a recommencé à s'améliorer en 2013. Le taux d'endettement global est désormais proche de son niveau de 2003, avant la dérive financière liée à la diffusion des crédits *subprime*, et si l'on prend en compte la valorisation des actifs, la richesse nette totale est revenue à ses plus hauts historiques (6,3 fois le revenu des ménages au milieu de l'année 2014, pour une moyenne de très long terme à 5,3 fois).

Ces données, issues des *Flows of Funds* de la Réserve fédérale, montrent une situation où, au niveau agrégé, l'ajustement du bilan des ménages touche à sa fin, et où la contrainte qui pesait sur la reprise d'un nouveau cycle d'endettement, et donc sur le raffermissement de la croissance, est en passe d'être levée. Mais la réalité est plus complexe car la montée des inégalités depuis la reprise aux États-Unis fait qu'une grande partie de la population reste toujours en proie aux déséquilibres passés et ne peut accéder au marché du crédit. L'ajustement des bilans n'est pas fini pour une grande partie de la population.

La publication en septembre dernier du *Survey 2013 of Consumer Finances* nous donne des informations clés sur la façon dont ces ajustements ont eu lieu et comment, derrière les données agrégées, les disparités entre les ménages se sont accrues au cours de cette reprise.

Comment la crise a affecté le bilan des ménages (Enquête triennale, comparaison avec le *Survey 2010*).

Cette enquête nous apprend qu'entre 2010 et 2013 :

– La richesse nette médiane de l'ensemble des ménages a baissé de 2 % à 81 200 dollars tandis que la valeur moyenne de la richesse est restée inchangée à 534 600 dollars (contrairement à ce qui s'était passé entre 2007 et 2010 ou l'on observait une forte baisse des deux à la suite de la chute des prix des actifs financiers et immobiliers).

– Si les ménages les plus riches en termes de patrimoine ont connu des hausses de leur revenu, tant en valeur médiane qu'en moyenne (5 % et 13 % respectivement pour les 10 % les plus riches), le reste de la population a enregistré des baisses de revenu (-7 % et -10 % respectivement pour notamment les 25 % les plus pauvres).

– La plus forte baisse de la valeur médiane (-11 % à 21,2 millions de dollars) que de la valeur moyenne (-3 % à 270,1 millions) vient du fait que la perte de la valeur des actifs s'est répartie inégalement selon les ménages et les types d'actifs.

– On a une concentration forte et croissante de la détention d'actif financiers (hors comptes de transactions). Le dernier décile détient à 92,1 % des actions (après 88,1 % en 2010) pour une valeur moyenne de 969 millions de dollars tandis que la moitié des ménages aux plus bas revenus en détient à peine plus de 25 % pour une valeur moyenne de 53,6 millions de dollars.

– La valeur médiane des obligations détenues par seulement 1,4 % des ménages a baissé de 36 % à 94,5 millions de dollars et la valeur moyenne de 12 % à 581,7 millions de dollars.

– La valeur médiane des actions détenues par les 13,8 % des ménages les plus riches a progressé de 26 % à 27 millions de dollars et la valeur moyenne progressait de 31 % à 294,3 millions de dollars.

– La valeur médiane des Fonds communs de placement détenus par les 8,2 % des ménages les plus riches a baissé de 7 % à 80 millions de dollars mais la valeur moyenne progressait de 11 % à 462,9 millions de dollars.

– Concernant le patrimoine non-financier, la part des ménages propriétaires de son logement est passée de 67,3 à 65,2 %. Les valeurs médiane et moyenne ont baissé entre les deux années (de -7 % pour la valeur médiane à 170 millions, et -6 % pour la valeur moyenne), malgré la reprise des prix de l'immobilier et la stagnation des prix réels.

– La plus grande richesse non-financière des ménages est leur patrimoine immobilier : 65,2 % des ménages sont propriétaires de leur logement en 2013. Or, 49,2 % des ménages dont le revenu est inférieur au revenu médian sont propriétaires de leur logement tandis que 93,5 % de ceux du plus haut décile le sont. Cette part a baissé pour tous les ménages, à l'exception de ce dernier groupe qui lui voyait sa part

augmenter. Enfin, ce sont les ménages aux plus bas revenu qui ont continué d'enregistrer la plus forte baisse de la valeur de leur patrimoine immobilier entre 2010 et 2013 à 92,4 millions de dollars (-11 %)

Entre 2010 et 2013, la dette totale des ménages, rapportée au revenu et à l'actif des ménages, ainsi que le service de la dette rapporté au revenu ont baissé. Pour autant, là aussi, les inégalités se sont accrues :

– Ainsi, la valeur médiane du ratio dette / actifs des ménages endettés reste très supérieure à ce qu'elle était en 2007 (38,6 contre 41,3 en 2010 et 34,8 en 2007). Mais rapportés au revenu, la dette et son service sont revenus à des niveaux équivalents, voire inférieurs à ceux d'avant-crise, et la part des ménages ayant une charge financière supérieure à 40 % de leur revenu (soit 8,2 % des ménages) est à son plus bas niveau depuis l'enquête de 2001.

– Les contraintes de crédits demeurent néanmoins importantes. La part des ménages qui se refusent à faire une demande de crédit par crainte d'un refus continue à augmenter (19 % en 2013 contre 18,5 % en 2010 et 15,3 en 2007). De même, le nombre de ménages ayant recouru à un prêt sur salaires a continué d'augmenter (à 4,2 %) et l'usage de la carte de crédit pour reporter les débits ne cesse d'augmenter.

En résumé, les familles aux plus bas revenus ont vu un recul substantiel continu de leur richesse nette entre 2010 et 2013, tandis que les plus riches (et notamment ceux du dernier décile) ont vu leur richesse progresser par le biais principalement de leurs actifs financiers. Au final, cette situation pèse sur la capacité d'épargne et d'emprunt des ménages. Entre 2010 et 2013, la proportion de famille qui a épargné a légèrement augmenté mais reste inférieure à 2007 (56,4 %). En 2013, 82,4 % des familles du dernier décile épargnaient légèrement plus qu'en 2010 et autant qu'en 2007. Ce comportement d'épargne s'est également accru pour les familles du 5 au 8ie décile mais sans retrouver le niveau d'avant-crise. Par contre, les 50 % des familles aux plus bas revenus continuent de voir leur capacité d'épargne se réduire : 40,2 % pour les 5 premiers déciles de familles.

Tableau 6. Revenus médians et moyens des ménages américains selon le niveau de richesse

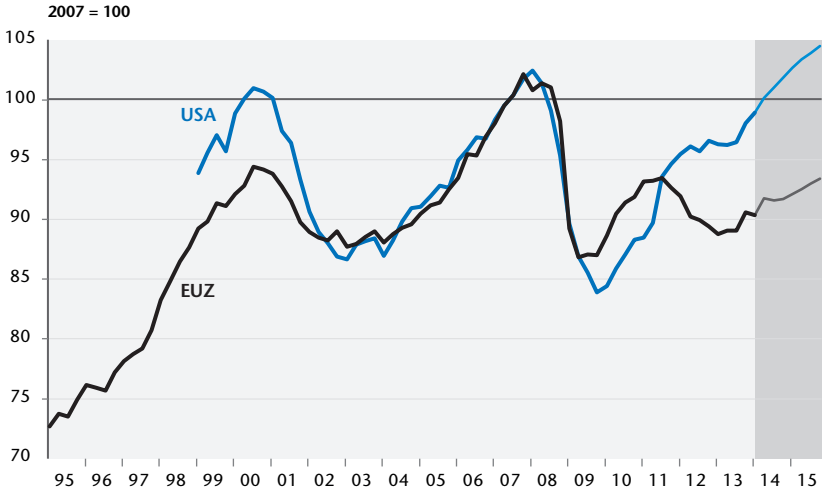
	Revenu médian			Revenu moyen		
Milliers $ 2013	2010	2013	%	2010	2013	%
Total	49,0	46,7	-5	84,1	87,2	4
Distribution selon le niveau de richesse nette :						
Moins de 25 %	25,4	23,7	-7	35,0	31,4	-10
25 - 49,9	40,6	38,6	-5	48,8	46,9	-4
50 - 74,9	58,8	55,8	-5	67,8	65,8	-3
75 - 89,9	79,9	87,5	10	95,4	100	5
90-100	174,9	183,4	5	319,2	361,2	13

Source : Changes in US Family Finances from 2010 to 2013 : Evidence from the Survey of Consumer Finances, september 2014, 100(4).

Les caractéristiques d'une *balance sheet recession*

Ces différents éléments ont sans doute pesé sur la situation économique de la zone euro s'ajoutant ainsi aux effets des politiques budgétaires d'austérité menées depuis 2010 et qui ont de nouveau conduit de nombreux pays de la zone euro en récession. Avec la réduction des plans de consolidation, la croissance reste entravée par les contraintes de désendettement et continueraient donc à obérer les perspectives de croissance à court terme. De ce point de vue, la situation semble globalement meilleure outre-Atlantique car le processus de désendettement y a été plus rapide et l'apurement du marché immobilier y est sans doute terminé, même s'il est prématuré d'anticiper une reprise soutenue comme le rappelle l'absence de reprise des mises en chantier aux États-Unis. Du point de vue des entreprises, cet ajustement plus rapide contribue sans doute à expliquer la reprise bien plus nette de l'investissement productif (graphique 23). Pour la zone euro, la crainte d'un scénario à la japonaise ne peut être écartée (voir encadré 2). Après avoir fortement augmenté à la fin des années 1980, le taux d'investissement des sociétés non-financières japonaises est passé d'un pic à 17 % à 13 % à la fin de l'année 1993. Il n'a depuis pas retrouvé le pic d'avant-crise, remontant légèrement avant la crise asiatique, puis entre 2002 et 2007 mais sans qu'une réelle dynamique de reprise de l'investissement ne soit enclenchée.

Graphique 23. Taux d'investissement productif aux États-Unis et dans la zone euro



Source : Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Comptes nationaux, Prévisions OFCE octobre 2014.

Un scénario assez proche se profile dans la zone euro. L'investissement total croîtrait de 1,2 % en 2014 et accélérerait ensuite pour progresser de 2,1 % en 2015. Comparativement, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'investissement augmenterait de respectivement 5,4 et 8,1 % en 2014. S'il faut souligner que le dynamisme de l'investissement britannique devrait aussi s'appuyer sur l'investissement-logement, la divergence sur l'investissement productif devrait s'accentuer puisqu'il augmenterait de 7,8 % au Royaume-Uni, de 6,1 % aux États-Unis mais de 3 % dans la zone euro.

Du côté de l'investissement-logement des ménages américains, la reprise observée en 2012 et 2013 s'essoufflerait en lien avec la remontée des taux hypothécaires depuis le printemps 2013[26]. Nous anticipons une croissance de 2,5 % en 2014, performance bien inférieure à celle que devrait enregistrer le Royaume-Uni puisque la hausse de l'investissement-logement dépasserait 13 %. L'ajustement à la baisse se poursuivrait dans la zone euro, notamment en France et en Espagne. Après une baisse de 2,4 % au deuxième trimestre 2014, l'investissement-logement reculerait à nouveau de 0,3 puis de 0,2 % au cours des derniers trimestres 2014.

Encadré 2. La situation de la zone euro rappelle-t-elle celle du Japon au cours des années 1990 ?

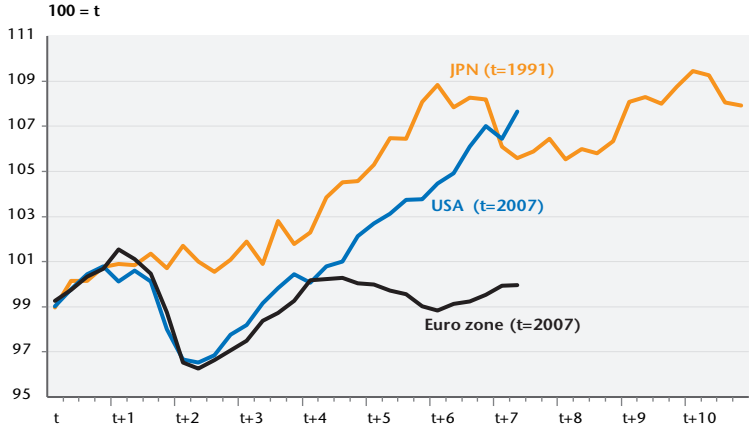
Au cours des années 1990, la croissance du Japon fut bien plus faible que celle des autres pays industrialisés. Cette situation a résulté de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier et sur le marché immobilière. Il s'en est suivi une crise bancaire latente jusqu'en 1998. Richard Koo (2011) suggère que cette période est caractéristique d'une *balance sheet recession*, débouchant sur un processus déflationniste amplifiant les contraintes de désendettement. La dynamique de quelques indicateurs macroéconomiques permet de voir dans quelle mesure l'évolution récente peut sembler inquiétante ou non au regard de la situation du Japon pendant les années 1990.

Le PIB de la zone euro (base 100 en 2007) est aujourd'hui bien inférieur au PIB japonais sept ans après le début de la crise en 1991 alors même que l'économie japonaise était touchée par la crise asiatique et tombait de nouveau en récession en 1997-1998 (graphique 24). Comparativement, les États-Unis semblent aujourd'hui faire aussi bien que le

26. Ceux-ci ont rebaissé ensuite mais sont restés supérieurs de 0,8 point au plancher atteint en fin d'année 2012.

Japon. Ceci pourrait être inquiétant au premier abord mais il faut cependant noter que la dynamique de l'activité aux États-Unis est bien plus favorable. Seul un sérieux coup de frein sur la croissance, que nous n'anticipons pas, pourrait révéler la pertinence d'une comparaison avec le Japon en 1998.

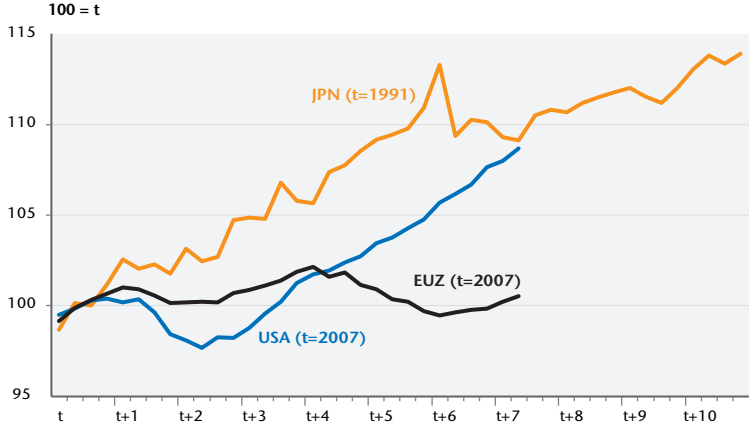
Graphique 24. Comparaison du PIB



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

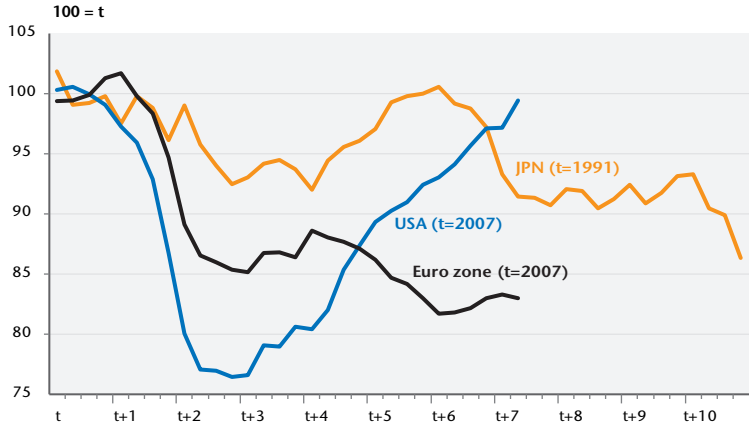
L'analyse des principales composantes du PIB ne modifie pas le constat dressé précédemment. Pour la consommation des ménages (graphique 25), l'investissement total (graphique 26) ou les exportations (graphique 27), la situation de la zone euro semble aujourd'hui relativement plus dégradée que celle du Japon sept ans après le début de la crise. Aux États-Unis, les positions sont plus comparables en niveau mais la dynamique de croissance est plus favorable outre-Atlantique qu'au Japon.

Graphique 25. Comparaison de la consommation des ménages



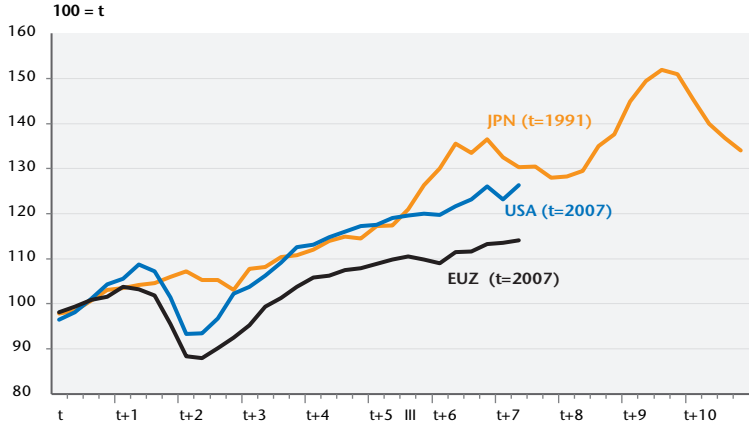
Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau

Graphique 26. Comparaison de la formation brute de capital fixe



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

Graphique 27. Comparaison des exportations



Sources : Eurostat, Bureau of Economic Analysis, Statistic Bureau.

Ainsi, quelle que soit l'origine des contraintes financières pesant sur les agents non-financiers, elles affecteront négativement les perspectives de croissance dans la zone euro. Dans ce contexte, le soutien de la politique monétaire aux conditions de crédit est essentiel, même s'il ne peut suffire pour stimuler efficacement la demande. Une analyse menée sur des données espagnoles bancaires et de firmes[27] montre que la probabilité d'obtenir un crédit s'accroît

27. Voir Jiménez, Ongena, Peydro & Saurina (2012).

lorsque le taux d'intérêt directeur de la BCE baisse. En même temps, cette même probabilité baisse lorsque la croissance du PIB est plus faible. Ces effets sont d'autant plus forts que les banques sont fragiles, la fragilité des banques étant soit mesurée par leur capitalisation, soit par leur liquidité. Ainsi, l'assouplissement mis en œuvre par la BCE permettrait bien de réduire les contraintes de crédit dans la zone euro, en particulier pour les banques les plus fragiles. Au-delà de la politique de taux, les effets des mesures non-conventionnelles de politique monétaire sur les taux d'intérêt bancaires ou sur les volumes de crédit octroyés sont plus incertains (voir Creel, Hubert et Viennot, 2013). De fait, dans un environnement marqué par la volonté des agents non-financiers de se désendetter, le rôle des banques centrales se borne sans doute principalement à maintenir des conditions de financement avantageuses. Le maintien des taux d'intérêt directeurs à un niveau faible ainsi que les opérations d'achat d'actifs permettant de faire baisser les prix d'actifs contribuent à améliorer le bilan des agents non-financiers et stimulent les dépenses des agents non-contraints mais ne desserrent que marginalement les contraintes financières qui pèsent sur les ménages ou les entreprises qui doivent se désendetter.

Il reste toutefois que l'impact de la politique monétaire pourrait également transiter par le taux de change, ce qui stimulerait alors la compétitivité et le commerce extérieur. Nous intégrons cette hypothèse dans notre scénario de croissance dans la mesure où la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre vont atténuer leur soutien à l'activité *via* les mesures non conventionnelles alors que celui de la BCE va s'accentuer avec la mise en place du TLRO (*targeted long-term refinancing operation*[28]).

4. Risque maximal de déflation

Lors de sa conférence de presse du 4 septembre dernier, Mario Draghi, Président de la Banque centrale européenne rappelait que le haut niveau du taux de chômage et de l'écart de production allaient de pair avec la déflation salariale, soulignant en particulier que le salaire réel des personnes entrant sur le marché du travail était dans certains pays revenu à son niveau des années 1980[29].

28. Voir l'étude spéciale consacrée à la politique monétaire pour plus de détails.

Cette situation décrite par M. Draghi est l'aboutissement d'un processus dont les fondations se sont construites avec l'entrée dans la crise en 2007.

La survenue d'une récession, d'ampleur inégalée depuis la Grande crise des années 1930, a en effet fait ressurgir des craintes que l'on croyait oubliées. Parmi elles, le risque d'une entrée en déflation des économies a été pointé dès 2009. De fait, l'enchaînement récessif à l'œuvre en 2008 et 2009 était de nature à activer des mécanismes déjà observés en pareille situation, comme lors de la Grande Dépression ou de la crise japonaise des années 1990. La paralysie des canaux de financement de l'économie, point d'entrée dans la crise, s'est transmise à l'activité par le gel du crédit en premier lieu, puis par les effets de richesse résultant de la chute du prix des actifs mobiliers et immobiliers. Le gel du crédit a asséché la dépense privée, notamment l'investissement, et la dévalorisation des patrimoines a fait jouer l'effet de richesse à rebours. Tous les pays développés ont subi un retournement de leurs demandes intérieures et extérieures dès le premier semestre 2008 qui a pris un tour dramatique dans la seconde moitié de l'année et au premier semestre 2009 avec une chute d'activité inégalée sur la période de l'après-guerre.

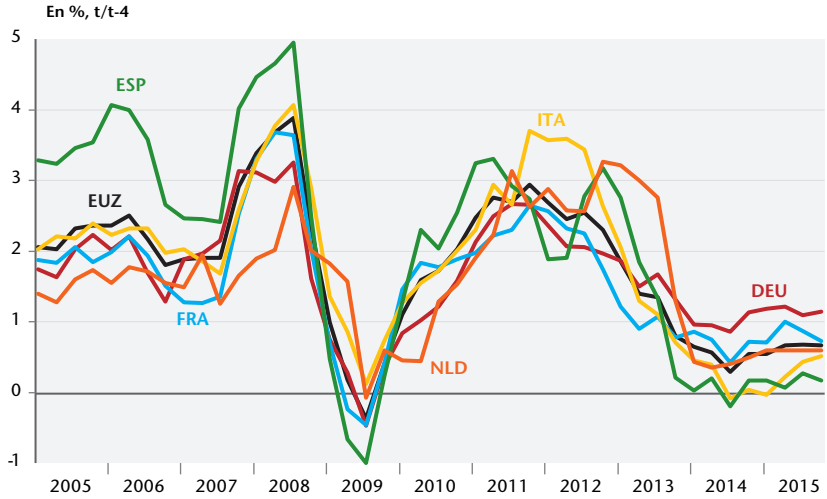
Tous les ingrédients pour le déroulement d'un scénario déflationniste étaient dès lors réunis. Le choc initial a provoqué une récession qui s'est transmise aux prix (graphique 28) : le relâchement brutal des tensions sur les appareils productifs et la hausse des taux de chômage portaient un sévère coup de frein à l'évolution des prix, amplifié par le retournement du marché des matières premières, en particulier celui du pétrole. Au final, à la mi-2009, plus aucun pays de la zone n'affichait une inflation positive. La zone euro était sur le fil du rasoir.

Pourtant, malgré la violence du choc et la chute de l'activité, le scénario déflationniste ne s'est pas enclenché immédiatement en 2009. D'une part, malgré les pertes d'emplois et la hausse du chômage, les entreprises ont accepté des pertes de productivité qui

29. "We've seen high unemployment, in some countries the highest in history, low growth for many years, a level of growth and production which is, in some countries, distant from what it was in 2007. In some countries the real wages of new entrants in the labour market are at the levels seen at the end of the 80s, previous century 80s."

ont évité une dégradation plus prononcée du marché du travail. D'autre part, conscientes du risque de développements incontrôlables de la situation, les gouvernements et les banques centrales ont rapidement réagi en mobilisant les leviers de politique économique ; dans un premier temps, la politique budgétaire avec la mise en place de plans de relance coordonnés, et la politique monétaire avec la baisse des taux d'intérêt, la garantie de liquidité du système financier et dans un second temps les mesures non-conventionnelles. Enfin malgré le choc de 2008-2009, les anticipations d'inflation sont restées positives, ce qui a évité le déclanchement d'un mécanisme de déflation par la dette du type de celui décrit dans l'encadré suivant.

Graphique 28. Taux d'inflation dans la zone euro

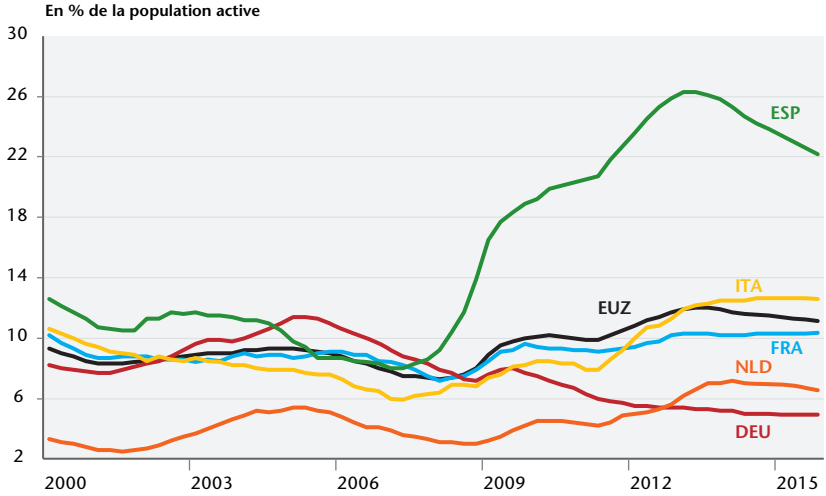


Source : Eurostat.

Tous ces facteurs ont permis de sortir les économies développées de l'enchaînement récessif initial. La croissance a redémarré dans la seconde moitié de 2009 dans la plupart des pays, inversant le jeu des mécanismes qui avaient précipité les économies au bord de la déflation. Les prix et les salaires ont à nouveau accéléré au cours de l'année 2010 et en 2011, contribuant au redémarrage de l'inflation sous-jacente, et le retournement en hausse du marché des matières premières ainsi que les augmentations de TVA intervenues dans plusieurs pays européens (Royaume-Uni, Espagne, Italie pour les principaux) ont soutenu l'inflation.

Pour autant, la retombée de la zone euro en récession à partir de 2011, sous l'effet des politiques d'austérité, a réactivé les processus déflationnistes neutralisés par le rebond antérieur. La rechute de l'activité a interrompu le mouvement de fermeture des écarts de production qui se sont à nouveau creusés. Les marchés du travail se sont à nouveau dégradés, avec une nouvelle poussée du chômage à partir d'un niveau déjà élevé (graphique 29). La sous-utilisation des capacités de production maintient donc actives les pressions à la baisse sur les salaires et les prix, avec un déclin continu de l'inflation en zone euro depuis la mi-2011, tombée à 0,3 en septembre 2014. À nouveau, les économies européennes se retrouvent sur le fil du rasoir.

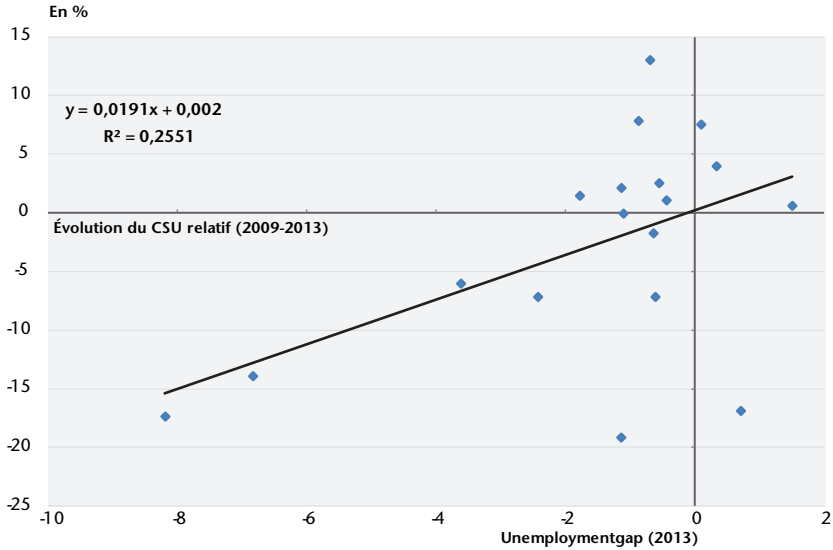
Graphique 29. Taux de chômage en zone euro



Source : Eurostat.

L'austérité budgétaire a conduit à une augmentation très forte du taux de chômage dans de nombreux pays européens, ce qui a pesé fortement sur l'évolution des salaires. La corrélation entre l'écart du chômage par rapport au taux de chômage structurel, estimé dans la base de données AMECO de la Commission européenne, et l'évolution des coûts salariaux unitaires (coûts salariaux par tête/productivité par tête) relativement aux pays partenaires est ainsi nette dans l'Union européenne (graphique 30).

Graphique 30. Écart du taux de chômage au taux de chômage structurel et évolution des coûts salariaux relatifs



Source : Eurostat, base de données AMECO.

L'évolution des salaires reflète aussi les réformes institutionnelles sur le marché du travail mises en œuvre notamment en Espagne, en Italie ou au Portugal et encouragées par la Commission européenne pour favoriser l'ajustement des salaires en fonction de la situation sur le marché du travail. Il s'agit principalement de dérogations pour permettre aux négociations d'entreprises de prévaloir sur les négociations de branches, d'un durcissement des conditions d'extension des conventions collectives existantes. Ces mesures ont entraîné une baisse du nombre de salariés couverts par une convention collective, limitant le pouvoir de négociation des salariés et amplifiant les pertes de pouvoir d'achat. Par ailleurs, le gel ou la réduction du salaire minimum ont conduit à une baisse du salaire minimum réel allant de 22 % en Grèce entre 2010 et 2014 à 2 % au Portugal. Aux Pays-Bas et en Belgique, le salaire minimum réel est resté stable sur cette période, seule la France ayant connu une hausse (4 %). Les évolutions récentes du salaire minimum dans les pays en crise sont d'autant plus problématiques que le niveau du salaire minimum y est souvent bien inférieur à 60 % du salaire médian de ces pays (40 % en Espagne, 45 % en Grèce, 48 % en Irlande). Seule exception, le Portugal, où il se situe à

58 % du salaire médian, le salaire minimum est proche en termes relatifs de celui de la France (61 %).

Ces ajustements salariaux ont été, on l'a vu, importants dans certains pays, quasi-inexistants dans d'autres. Ceci se reflète notamment dans l'évolution du prix des services. Ces derniers évoluent entre 0 et 1 % depuis 2013 dans les pays périphériques, mais restent encore sur des rythmes de croissance proches de 2 % dans les autres pays. L'écart est particulièrement significatif dans les services intensifs en main-d'œuvre, comme les soins à la personne ou les services domestiques, où la baisse des salaires et des prix est déjà une réalité en Espagne ou au Portugal.

Pour autant, l'évolution des salaires mesurée à l'échelon macroéconomique pourrait masquer la déflation salariale du fait d'une déformation de la structure des emplois en faveur des qualifications supérieures mieux rémunérées... Le salaire moyen reflète aussi la composition de l'emploi par âge. Quand la part des seniors augmente, comme ces dernières années sous l'effet des réformes des retraites dans de nombreux pays européens, tandis que celle des plus jeunes diminue dans un contexte d'entrée difficile sur le marché du travail ou d'arrivée à échéance des contrats temporaires, le salaire moyen apparaît plus rigide qu'en réalité. Ainsi, en Espagne, le ralentissement puis la baisse des salaires réels seraient sous-estimés de 1 à 2 points par an environ depuis 2007 selon les statistiques agrégées, d'après une étude de la Banque d'Espagne (2014)[30] qui tient compte des effets de composition de l'emploi sur l'évolution des salaires. De même, dans plusieurs pays, il se pourrait que la déflation salariale soit déjà à l'œuvre sans que cela ne soit visible dans les statistiques macroéconomiques.

Même si les sources d'informations macroéconomiques sur les salaires semblent imprécises pour prendre la mesure des effets de la crise, la trajectoire des indices de prix ne laisse guère de doute sur la nature déflationniste des ajustements en cours.

Pour conduire à la déflation, la baisse des prix doit être durable et modifier les anticipations d'inflation vers des niveaux durablement plus faibles. La politique monétaire conventionnelle devient

30. « Un análisis de los efectos composición sobre la evolución de los salarios », S. Puente et S. Galán, Boletín económico, février 2014.

alors inefficace, les taux directeurs ne pouvant être négatifs. Il en résulte une montée des taux d'intérêt réels susceptible, dans un contexte où l'endettement des agents reste élevé (graphiques 18 et 19), d'enclencher un mécanisme de déflation par la dette.

Les mouvements à la baisse de l'indice des prix entraînent des effets de redistribution forcés entre créanciers et débiteurs. Ainsi, la déflation accroît la charge financière future des emprunteurs, ce qui contraint leurs dépenses, imprimant une nouvelle réduction de l'activité qui entretient alors de nouvelles pressions à la baisse sur les prix (encadré 3).

Encadré 3. La déflation par la dette

En partant de la contrainte budgétaire du consommateur, on peut illustrer le schéma de déflation par la dette. Le ménage alloue son revenu entre la consommation et l'épargne. On a alors à chaque date t la situation suivante :

$$D_{t+1} = (1+i_t)\, D_t + p_t\, (C_t - Y_t)$$

Où D représente la dette nette, i le taux d'intérêt nominal, p l'indice des prix à la consommation, C et Y respectivement la consommation et le revenu. La dette nette à chaque période dépend donc de la dette passée majorée des intérêts et de l'épargne, notée : $S = Y - C$. Si l'on raisonne sur la dette réelle rapportée au PIB Y, on obtient en divisant l'équation précédente par P_{t+1} et Y_{t+1} :

$$\mathrm{d}_{t+1} = \frac{(1+\mathrm{i}_t)\mathrm{d}_t - \mathrm{s}_t}{\big(1+\mathrm{E}(\pi)\big)\big(1+\mathrm{E}(\mathrm{g})\big)}$$

Où $\mathrm{E}(\pi)$ et $\mathrm{E}(\mathrm{g})$ représentent les anticipations d'inflation et de croissance, et s le taux d'épargne. Selon cette équation, la dette réelle nette perçue exprimée en pourcentage du PIB augmente lorsque que les anticipations d'inflation ou de croissance sont orientées à la baisse. Ainsi, lorsque les agents anticipent une baisse des prix ou un ralentissement de la croissance, leur situation financière ressentie se dégrade. Tant que l'endettement net est jugé acceptable par les ménages, ces derniers ne modifient pas leur comportement. Mais au-delà d'un certain seuil, le poids de l'endettement net est considéré comme excessif et les agents doivent ajuster leur taux d'épargne à la hausse pour le ramener dans des limites acceptables.

À partir de là peut s'enclencher une mécanique auto-entretenue de hausse du taux d'épargne qui réduit la dépense, et donc la croissance, ce qui alimente les anticipations de baisse des prix et rend *in fine* le poids de l'endettement ressenti inchangé malgré la hausse initiale du taux d'épargne. Les anticipations deviennent alors auto-réalisatrices.

La neutralisation des mécanismes déflationnistes est donc cruciale pour la zone euro. Dans le rapport IAGS de 2014, nous soulignions qu'un ajustement des salaires et des prix relatifs au sein de la zone euro pouvait se faire sans baisse de salaires mais nécessitait une coordination des politiques salariales au niveau européen telle que les pays affichant un excédent courant favorisent une augmentation des salaires plus forte que chez leurs partenaires affichant un déficit courant. Cette stratégie peut passer notamment par une coordination des politiques concernant le salaire minimum, mais aussi par la mise en place dans chaque pays d'une centralisation des négociations collectives et d'une extension obligatoire des conventions collectives à l'ensemble des salariés d'un secteur. Ceci permettrait de réduire les déséquilibres courants entre pays de la zone euro tout en évitant le risque de déflation dans les pays périphériques et en favorisant la demande intérieure dans les pays en surplus.

5. L'austérité n'est pas terminée

La vague de consolidation budgétaire dans les pays développés a eu pour objectif de réduire les déficits afin d'assurer la soutenabilité de la dette publique. La notion de solde stabilisant la dette publique est souvent utilisée pour quantifier l'écart entre le solde courant, ou encore l'écart entre le solde corrigé de la conjoncture et le solde stabilisant la dette (détaillé dans l'encadré 1). Cet écart est qualifié de *tax gap* et mesure ainsi grossièrement l'effort budgétaire à accomplir pour stabiliser la dette en proportion du PIB. Lorsque l'objectif n'est pas de stabiliser la dette mais de réduire la dette à un objectif donné en point de PIB, on augmente le solde stabilisant la dette d'un terme où l'écart entre la dette en point de PIB et la dette objectif est divisé par le nombre d'années données pour atteindre l'objectif. Dans le cadre du Traité sur la stabilité, la coordination et la croissance (TSCG), la dette objectif est de 60 % du PIB et le temps pour l'atteindre est fixé à 20 années. L'expression généralement utilisée est rappelée dans l'encadré 4.

Encadré 4. Calcul du *tax gap* et extensions

En notant d_t la dette publique rapportée au PIB potentiel (ou de référence), s^p_t le solde primaire courant, ss^p_0 le solde structurel (*i. e.* corrigé de l'écart de production), exprimé également par rapport au PIB potentiel, g la croissance du PIB potentiel ou de référence, r_t le taux d'intérêt apparent de la dette publique et $\rho = (r_t - g)/(1 + g)$, on a l'équation suivante d'évolution du ratio dette sur PIB potentiel :

$$\Delta d_t = \rho \,.\, d_{t-1} - s^p_t \qquad (1)$$

En notant gap_t l'écart de production, le solde structurel primaire en proportion du PIB potentiel ss^p_t est défini par $s^p_t = \alpha \,.\, gap_t + ss_t$, où α est un coefficient (proche du taux de prélèvement obligatoire en première approximation). Le *tax gap* simple et le *tax gap* augmenté de l'écart de dette sont alors :

$$sTG = \rho \,.\, d_0 - s^p_t \qquad (2)$$

$$dTG = \rho \,.\, \overline{d}_0 - ss^p_0 + \frac{d - d_0}{T} \qquad (3)$$

Ces deux expressions ne tiennent cependant pas compte de l'écart de production courant : le solde courant étant différent du solde structurel tant que l'écart de production est non nul, la dette publique augmente (ou décroît) lors de la fermeture de l'écart de production. De plus, la réduction ou l'augmentation du déficit pour atteindre le déficit structurel ciblé va induire un écart de production par un effet multiplicateur (représenté par le coefficient k). On peut tenir compte de ces deux éléments par une équation décrivant l'évolution de l'écart de production :

$$gap_t = \lambda \,.\, gap_{t-1} - k \,.\, \Delta ss^p_t \qquad (2)$$

Lorsque r_t est constant dans le temps, il est possible de résoudre explicitement le solde structurel nécessaire, s'il était appliqué en première période, pour atteindre la dette publique objectif d en T périodes. L'expression du solde structurel cible est alors :

$$ss^{p*} = \frac{\mu^T . d_0 - \bar{d}}{\tau} - \frac{\alpha . \lambda . Z(\lambda, \mu, T)}{\tau} . og_0 - \frac{\alpha . k . Z(\lambda, \mu, T)}{\tau} . ss^p_0$$

Où $Z(\lambda, \mu, T) = (\lambda^0 \mu^{T-1} + \lambda \mu^{T-2} + \cdots + \lambda^{T-1} \mu^0) = \frac{\mu^{\ } - \lambda^{\ }}{\mu - \lambda}$;

$$\tau = Z(1, \mu, T) - \alpha . Z(\lambda, \mu, T) . k$$

et $\mu = 1 + p$.

Cette expression modifie la règle naïve par plusieurs considérations. τ est homogène à une durée (et vaut T lorsque $\mu = 0$ et λ ou k sont nuls). L'expression (3) peut se décomposer en trois termes. Le premier indique l'écart de dette et l'effet boule de neige sur la dette, le second dépend de l'écart de production initial et de la dynamique de fermeture de l'écart de production et le dernier terme dépend de l'effet multiplicateur induit par l'ajustement du solde. Il est possible à partir de l'expression (3) de décomposer le *tax gap* en 5 éléments : l'effet boule de neige, l'écart de dette, l'écart de production initial et l'effet multiplicateur. Le cinquième élément est lié à la non linéarité de la formule (3) et est un effet croisé.

Ce calcul est cependant trop simple, parce qu'il ne prend pas en compte l'écart de production, sa fermeture en un temps non nul et l'impact d'une variation du solde structurel sur l'écart de production, par un effet multiplicateur. L'encadré 4 détaille le calcul sous des hypothèses explicites. Ce calcul ne tient pas compte des interactions entre plusieurs pays à travers par exemple leur commerce extérieur. Le modèle iAGS[31] permet cette prise en compte (tout comme des taux d'intérêt ou de croissance qui varient dans le temps).

Tableau 7. Évaluation par la Commission européenne de la situation économique

	Croissance potentielle 2014	Écart de production 2014	Solde primaire 2014	Solde primaire structurel 2014	Dette publique (brute, Maas.)	Taux réel apparent sur la dette 2014
USA	2,3	-0,4	-1,5	-1,3	106	2,2
GBR	1,1	-1,0	-2,1	-1,6	92	1,6
JPN	N/A	N/A	-5,4	N/A	244	-0,8
DEU	1,5	-0,7	2,0	2,4	76	1,0
FRA	1,0	-2,8	-1,5	-0,1	96	1,3
ITA	-0,2	-3,6	2,4	4,2	135	3,1
ESP	-0,3	-6,7	-2,1	1,3	100	3,5
NLD	0,4	-2,6	-1,1	0,2	74	1,2
BEL	0,8	-1,1	0,2	0,7	102	1,6
AUT	1,3	-0,8	0,9	1,3	80	1,7
PRT	-0,5	-4,0	0,3	2,3	127	2,7
GRC	-3,0	-9,3	1,0	5,7	177	3,2
IRL	1,3	-1,0	-0,3	0,2	121	2,8

Source : AMECO, mai 2014.

Le tableau 8 calcule à partir de l'évaluation de la situation par la Commission européenne (c'est-à-dire la base AMECO de printemps 2014), les différentes valeurs des *tax gap* pour les pays de la zone euro, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Cette évaluation dépend de la croissance potentielle et de l'écart de production (donc de la croissance potentielle passée et future), ainsi que des taux d'intérêts, supposés ici égaux à leur valeur apparente au printemps 2014. Ces données sont indiquées dans le tableau 7. Le tableau 9 décompose le *tax gap* nécessaire pour retourner à 60 % de dette brute en fonction des différents effets analysés dans l'encadré 4.

31. Voir Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth & Timbeau (2014b).

Tableau 8. Tax gaps

	Tax Gap simple (*sTG*)	Tax Gap Dette (*dTG*)	*Tax Gap* complet Dette inchangée	*Tax Gap* complet Dette à 60 % (*TG*)
USA	1,3	3,8	1,4	3,9
GBR	2,1	4,0	2,3	3,9
JPN	N/A	N/A	N/A	N/A
DEU	-2,8	-1,5	-2,9	-2,0
FRA	0,4	3,5	0,7	2,6
ITA	0,2	3,3	0,6	3,7
ESP	2,5	6,4	3,9	5,6
NLD	0,4	2,2	0,6	1,3
BEL	0,2	2,4	0,3	2,4
AUT	-1,0	0,3	-1,1	0,0
PRT	1,7	4,9	2,6	5,6
GRC	5,4	8,6	8,6	12,5
IRL	1,7	4,3	2,1	5,2

Source : Calculs OFCE.

Le tableau 8 indique que pour ramener les dettes publiques à 60 % en 20 années, il est nécessaire dans la plupart des pays de réaliser un effort supplémentaire très important. Seules l'Allemagne et l'Autriche sont aujourd'hui en situation telle que la dette sera réduite en moins de 20 années (exactement 20 années pour l'Autriche). Pour l'Allemagne, la vitesse de réduction sera encore plus importante, puisque l'Allemagne dépasse de presque 3 points de PIB le solde nécessaire pour une réduction de la dette à 60 % de PIB. L'inscription dans la constitution allemande d'une règle budgétaire visant l'équilibre budgétaire conduit à cette dynamique.

Pour les autres pays, l'ordre de grandeur de l'effort est comparable à celui déjà consenti. C'est le cas notamment pour l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce et l'Irlande. Le tableau 3 indique que pour ces pays, l'effet boule de neige contribue de façon importante à ce *tax gap* du fait du niveau relativement élevé des taux d'intérêt réels par rapport à la croissance potentielle. Avec des taux d'intérêts plus bas, conduisant à annuler l'effet boule de neige (c'est-à-dire des taux réels égaux à la croissance potentielle), ces pays devraient néanmoins viser des soldes primaires supérieurs à 4 % du PIB et donc des soldes effectifs largement positifs. Les cibles actuelles des Objectifs de Moyen Terme ne sont pas compatibles avec l'objectif de réduction des dettes à 60 %. En effet, les objectifs de moyen

terme retiennent généralement l'équilibre ou presque du solde publique (entre 0 et -0,5 point de PIB). Mais le critère de réduction de dette s'appliquera, au moins dans les prochaines années, pour imposer un ajustement plus sévère du déficit structurel.

La France, les Pays Bas, la Belgique sont dans une situation plus favorable que le groupe des pays en crise. Cela tient à la fois à une situation moins dégradée (en termes d'écart de production) et des taux d'intérêt apparents sur la dette publique moins élevés. Pour ces pays, les soldes cibles doivent néanmoins être positifs, ce qui indique un effort considérable à accomplir. Le calcul a été fait pour les États-Unis et le Royaume-Uni bien que ces pays n'aient pas d'objectifs explicites de dette. Cela illustre que la situation des pays européens n'est pas différente des autres pays développés et que l'objectif de réduction de dette à 60 % pèsera lourdement sur les choix de politique économique. Le tableau 7 montre en effet que pour atteindre cet objectif de 60 % il est nécessaire d'accroître le solde cible de 1 à 6 points de PIB suivant les pays. Le tableau 9 résume bien le choix impliqué par les traités. Pour respecter leur logique, l'Italie devra par exemple maintenir pendant 20 années un excédent primaire de l'ordre de 8 points de PIB !

Tableau 9. Décomposition du *Tax Gap*

	Tax Gap complet Dette à 60 % (*TG*)	Solde cible	Solde primaire cible	Dont : Écart de dette	Effet boule de neige	Écart de prod. initial	Effet multiplicateur	Effet croisé
USA	3,9	0,3	2,6	2,3	0,0	0,0	0,3	0,0
GBR	3,9	0,2	2,3	1,6	0,4	0,1	0,2	0,0
JPN	N/A	N/A	N/A	9,2	N/A	N/A	N/A	N/A
DEU	-2,0	-1,1	0,4	0,8	-0,3	0,1	-0,1	0,0
FRA	2,6	0,9	2,5	1,8	0,2	0,2	0,2	0,0
ITA	3,7	5,6	7,9	3,8	3,4	0,3	0,4	0,0
ESP	5,6	4,6	6,9	2,0	3,2	0,6	0,9	0,1
NLD	1,3	0,1	1,6	0,7	0,6	0,2	0,1	0,0
BEL	2,4	1,3	3,1	2,1	0,7	0,1	0,2	0,0
AUT	0,0	-0,8	1,4	1,0	0,3	0,1	0,0	0,0
PRT	5,6	5,8	7,9	3,3	3,2	0,4	0,9	0,1
GRC	12,5	16,6	18,2	5,9	8,6	1,0	2,4	0,3
IRL	5,2	3,1	5,4	3,0	1,4	0,1	0,8	0,0

Source : Calculs OFCE.

L'expression de l'encadré 4 permet de calculer la sensibilité du solde-cible à l'inflation. Une baisse du taux de croissance des prix de 1 point sur l'ensemble de la période considérée se traduit par une moindre croissance potentielle (nominale) sans que les taux d'intérêts ne s'ajustent (parce qu'ils sont bloqués par le seuil 0). Pour la plupart des pays le coefficient de sensibilité est supérieur à 1 (0,7 pour l'Allemagne, 0,9 pour la France, 1,4 pour l'Italie, 1,3 pour l'Espagne, 2,3 pour la Grèce), ce qui signifie qu'une entrée en déflation renforce le besoin d'excédent public dans une proportion importante. Ceci induit un risque significatif de renforcement du processus déflationniste.

Références bibliographiques

Blot C., J. Creel, C. Rifflart et D. Schweisguth, 2009, « Petit manuel de stratégie de sortie de crise », *Revue de l'OFCE,* 110 : 335-381.

Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014a, « Fiscal consolidation in time of crisis: is the sooner really the better? », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques,* 132 : 59-192.

Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014b, « Fiscal consolidation, public debt and output dynamics in the euro area : lessons from a simple model with time-varying fiscal multipliers », *OFCE Working Paper,* 14.

Blot C. et F. Labondance, 2013, « Bank interest rate pass-through in the Eurozone : monetary policy transmission before and after the financial crash », *Economics Bulletin*, 33(2) : 973-985.

Creel J., E. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE,* 116 : 61-88.

Chagny O. et S. Le Bayon, 2014, « L'introduction d'un salaire minimum légal : genèse et portée d'une rupture majeure », *Chronique Internationale de l'IRES,* 146, 3-18, juin.

Creel J., P. Hubert et M. Viennot, 2013, « Assessing the interest rate and bank lending channels of ECB monetary policies », *OFCE Working Paper,* 25.

Davies M. et T. Ng, 2011, « The rise of sovereign credit risk : implication for financial stability », *BIS Quarterly review*, 59-70, septembre.

De Bondt G., 2002, « Retail bank interest rate pass-through : New evidence at the euro area Level », *ECB Working Paper*, 136.

De Grauwe P., 2012, « The governance of fragile Eurozone », *The Australian Economic Review,* 45(3) : 255-268.

Fitzgerald J., 2014, « Ireland's recovery from crisis », *CESifo Forum,* 15(2) 8-13.

Guillou S. et T. Trebich, 2014, « Le CICE : que peut-on en attendre en termes de compétitivité ? », *Note de l'OFCE,* 41.

Horioka C.Y., 2006, « The causes of Japan's Lost Decade : the role of household consumption », *NBER Working Paper,* 12142.

Jiménez G., S. Ongena, J-L. Peydro et J. Saurina, 2012, « Credit supply and monetary policy : identifying the bank balance-sheet channel with loan applications », *American Economic Review,* 102(5) : 2301-2326.

Kleimeier S. et H. Sander, 2004, « Convergence in Euro-Zone Retail Banking ? What Interest Rate Pass-Through Tells us about Monetary Policy Transmission, Competition and Integration, Journal of International Money and Finance, 23 (3).

Koo R., 2011, « The wolrd in balance sheet recession : causes, cure and politics », *Real-World Economics Review*, issue 58, 19-37.

Nakaso H., 2001, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », *BIS Papers,* 6.

Plane M., 2012, « Evaluation de l'impact économique du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques,* 126 : 141-153.

Sorensen C.K. et T. Werner, 2006, « Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area : A Cross-Country Comparison », *ECB Working Paper*, 580.

Uchida M., 2014, « Towards the end of deflationin Japan ? Monetary policy under Abenomics and the role of central bank », *Revue de l'OFCE,* collection Analyse et Prévisions, 135 : 243-268.

Ueda K., 2012, « Delevaring and Monetary Policy : Japan since the 1990's and the United States since 2007 », *Journal of Economic Perspective,* 26(3) : 177-202.

Wu J.C. et F. D. Xia, 2014, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the Zero lower bound », *NBER Working Paper,* 20117.

ANNEXES

Résumé des prévisions

A1. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3
PIB par tête	-0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	-1,1	-0,7	0,5	1,0
Consommation des ménages	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3
Consommation publique	0,5	0,8	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	1,7	2,0	1,8	1,1
FBCF totale *dont*	-0,3	0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	0,3	-0,8	-2,2	-1,6
Productive privée	-0,5	0,4	0,2	0,8	-0,6	-0,7	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	0,9	-0,6	-0,4	0,2
Logement	-1,4	-0,5	1,0	-0,3	0,9	-2,4	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	-3,3	-3,4	-0,9	-0,6
Publique	-2,1	-0,3	0,8	0,1	0,5	-2,1	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-4,0	-3,8	-0,7	0,2
Exportations de biens et services	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	2,8	1,5	2,4	2,5
Importations de biens et services	-0,8	1,6	1,1	0,7	0,8	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	-0,8	0,4	2,8	2,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-1,6	-0,8	0,8	1,2
Variations de stocks	0,2	-0,2	0,3	-0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,4	-0,4	0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,5	0,5	0,0	0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,4	1,3	0,8	0,7	0,6	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	2,5	1,3	0,5	0,6
Taux de chômage, au sens du BIT	11,9	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	11,5	11,4	11,3	11,2	11,1	11,3	12,0	11,6	11,3
Solde courant, en points de PIB													1,4	2,4	3,0	3,4
Solde public, en points de PIB													-3,7	-3,0	-2,4	-2,1
Impulsion budgétaire													-1,7	-1,0	-0,2	-0,1
PIB États-Unis	0,7	0,4	1,1	0,9	-0,5	1,1	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	2,3	2,2	2,2	3,1

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2014.

A2. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,4	0,8	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	1,4	1,5
PIB par tête	-0,4	0,8	0,2	0,3	0,6	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	1,1	1,2
Consommation des ménages	0,2	0,6	0,7	-0,8	0,8	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	1,0	0,9	1,4
Consommation publique	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	0,7	1,0	1,6
FBCF totale *dont*	-2,5	2,2	0,8	1,1	2,9	-2,1	1,1	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	0,1	-0,6	3,7	3,7
Productive privée	-1,6	0,7	0,0	1,7	1,7	-1,0	0,2	0,8	1,6	1,6	1,6	1,6	-2,2	-1,0	2,8	4,6
Logement	-2,2	2,7	2,4	0,5	3,6	-3,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	4,3	0,8	3,4	2,0
Publique	-3,9	4,4	1,8	0,8	3,2	-2,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	3,0	0,3	4,2	2,9
Exportations de biens et services	0,5	1,4	0,3	1,7	0,0	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,1	1,5	2,8	2,5
Importations de biens et services	1,2	1,3	1,7	0,7	0,5	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,4	3,2	4,1	3,9
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,8	0,6	-0,2	1,1	-0,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,4	1,8
Variations de stocks	0,3	-0,2	0,3	0,1	-0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,6	0,3	0,3	0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,2	-0,6	0,6	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	2,6	-0,6	-0,3	-0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,5	1,7	1,3	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	2,1	1,6	1,0	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	4,9	5,5	5,3	5,0	4,9
Solde courant, en points de PIB													7,4	7,0	6,7	6,4
Solde public, en points de PIB													0,1	0,2	0,2	0,2
Impulsion budgétaire													-1,2	-0,4	0,2	0,1
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2014.

A3. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1
PIB par tête	0,0	0,6	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,8
Consommation des ménages	0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,3	0,2	1,3
Consommation publique	0,5	0,8	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	1,7	2,0	1,8	1,1
FBCF totale *dont*	-0,3	0,3	-0,3	-0,1	-0,9	-1,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-2,2	-1,6	-0,8
Productive privée																
Logement																
Publique																
Exportations de biens et services	0,2	2,9	-0,6	1,5	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	1,2	2,4	2,5	2,6
Importations de biens et services	0,6	2,1	0,6	0,4	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	-1,2	1,9	2,4	1,2
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,4	0,0	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,0	0,6
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,3	-0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,2	0,4	0,1
Commerce extérieur	-0,1	0,2	-0,4	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,7	0,1	0,0	0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	1,2	0,9	1,1	0,8	0,9	0,7	0,4	0,7	0,7	1,0	0,9	0,7	2,2	1,0	0,7	0,8
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,9	9,9	9,7	9,7	9,7	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,4	9,9	9,7	9,8
Solde courant, en points de PIB													-1,5	-1,5	-1,2	-1,0
Solde public, en points de PIB													-4,9	-4,1	-4,5	-4,3
Impulsion budgétaire													-0,9	-0,9	-0,3	-0,3
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2014.

A4. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2012	2013	2014	2015
PIB	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,4	-1,8	-0,2	0,5
PIB par tête	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,4	-1,8	-0,2	0,5
Consommation des ménages	-0,8	-0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,0	-2,6	0,1	0,6
Consommation publique	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-2,6	-0,8	0,5	0,3
FBCF totale *dont*	-2,7	0,0	-0,9	0,7	-1,0	-0,9	-0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	-8,1	-4,6	-1,8	0,4
productive	0,3	0,7	-1,9	2,1	-1,4	-0,9	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	-13,1	-2,0	-1,7	1,3
logement + bâtiment	-2,2	-0,7	0,1	-0,4	0,1	-0,9	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,3	-3,0	-1,0	-0,3
construction totale	-2,5	-0,7	0,1	-0,5	-0,1	-0,9	-0,5	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-4,8	-6,7	-2,3	-0,3
Exportations de B&S	-1,4	0,7	0,5	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	2,0	0,0	1,6	0,6
Importations de B&S	-1,1	-0,1	1,0	0,2	-0,1	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	-7,1	-2,9	1,3	0,9
Contributions à la croissance																
Demande intérieure hors stocks	-1,0	-0,4	-0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,5	-2,5	-0,1	0,5
Variations de stocks	0,5	-0,2	0,2	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	0,8	0,1	-0,1
Prix à la consommation[1]	2,1	1,3	1,1	0,7	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	3,3	1,3	0,2	0,3
Chômage	11,9	12,2	12,3	12,5	12,5	12,5	12,6	12,7	12,7	12,7	12,6	12,6	10,7	12,2	12,6	12,6
solde courant, en points de PIB													-0,3	1,0	1,0	1,2
Solde budgétaire, en point de PIB													-3,0	-3,0	-3,0	-2,8
Impulsion budgétaire													-2,6	-0,5	0,2	0,0
Dette publique brute, en point de PIB													122,2	127,9	131,6	134,0
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2014.

A5. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	-1,6	-1,2	1,3	2,1
PIB par tête	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	-1,6	-1,0	1,5	2,4
Consommation des ménages	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-2,8	-2,1	2,0	1,5
Consommation publique	1,0	-1,1	0,6	-3,9	4,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,8	-2,3	1,5	0,4
FBCF totale[1] ***dont***	-1,2	-1,9	0,7	0,7	-0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	0,6	0,6	-7,0	-5,1	0,6	2,8
Productive	1,9	2,3	3,2	2,0	2,5	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,0	1,0	-2,3	2,3	7,7	5,4
Logement	-1,1	-3,5	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-8,7	-8,0	-3,9	0,4
Construction totale	-3,1	-4,5	-1,0	-0,2	-3,0	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-9,7	-9,5	-4,2	0,8
Exportations de biens et services	-4,5	7,0	0,6	0,8	-1,0	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,1	4,9	3,3	4,1
Importations de biens et services	-4,6	6,1	2,1	-0,6	0,9	1,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-5,7	0,4	4,5	2,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,6	0,5	-0,4	1,0	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-4,1	-2,7	1,5	1,5
Variations de stocks	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,5	-0,4	0,4	-0,6	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,4	1,4	-0,3	0,6
Prix à la consommation (IPCH)[2]	2,8	1,8	1,3	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	2,4	1,5	0,1	0,2
Taux de chômage, au sens du BIT	26,3	26,3	26,1	25,8	25,3	24,7	24,2	23,9	23,5	23,0	22,6	22,2	24,8	26,1	24,5	22,8
Solde courant, en points de PIB													-1,2	0,8	0,0	0,8
Solde public, en points de PIB[3]													-10,6	-7,1	-5,5	-4,2
Impulsion budgétaire													-4,0	-1,6	-1,0	-0,4
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	**0,0**	**0,2**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	-0,6	-0,4	**0,8**	**1,3**

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
3. Le solde budgétaire inclut les aides au secteur bancaire, qui ne sont pas comptabilisées pour le respect des objectifs de déficit. Hors mesures exceptionnelles, le déficit s'élève à 7,1 % en 2012 et 6,6 % en 2013. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2014 et 2015.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2014.

A6. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,7	0,9	0,6	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,7	3,0	2,1
PIB par tête	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,9	2,6	1,4
Consommation des ménages[1]	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,6	2,1	2,1
Consommation publique	-0,2	1,3	0,6	-0,1	-0,3	1,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	2,3	0,7	0,9	-0,4
FBCF totale[2] *dont*	0,7	-0,5	4,5	1,1	2,3	1,4	2,5	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	2,7	8,1	5,5
Productive privée	0,5	-2,3	6,5	0,6	0,9	3,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,0	3,9	7,8	6,0
Logement	2,0	4,7	2,4	2,1	3,9	5,4	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-3,1	6,1	13,2	5,7
Publique	-0,5	-0,8	-0,2	1,4	6,1	-13,5	10,4	1,5	0,1	0,3	0,5	0,5	-5,5	-6,8	1,2	3,0
Exportations de biens et services	-1,0	5,9	-4,6	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	-1,3	1,8
Importations de biens et services	-2,7	3,5	1,5	-1,4	-2,0	-0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	0,5	-1,3	2,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,3	1,4	1,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,2	0,5	0,7	6,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,7	2,9	2,2
Variations de stocks	-0,3	-0,3	1,7	-0,2	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,7	-2,0	0,5	0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,0	0,0	-0,2
Prix à la consommation[3]	2,8	2,7	2,8	2,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	2,8	2,6	1,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,8	7,6	7,2	6,8	6,3	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	8,0	7,6	6,4	5,9
Solde courant, en points de PIB	-3,0		-5,9		-4,9		-4,9		-5,2		-5,2		-3,7	-4,7	-5,1	-5,2
Solde public[4], en points de PIB													-8,3	-5,8	-4,8	-4,3
Impulsion budgétaire													-2,0	-0,6	-0,7	-0,7
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. Le transfert du fonds de pension de Royal Mail au secteur public creuse le déficit de 2,1 points de PIB en 2012. La prise en compte de l'APF réduit le déficit de 0,4 point de PIB en 2013, de 0,7 point en 2014 et en 2015.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2014* 30 septembre 2014), prévision OFCE octobre 2014.

A7. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,4	1,1	0,9	-0,5	1,1	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	2,3	2,2	2,2	3,1
PIB par tête	0,5	0,2	0,9	0,7	-0,7	0,9	0,5	0,6	-0,5	-1,4	-2,4	-3,4	1,5	1,4	1,4	2,3
Consommation des ménages	0,9	0,4	0,5	0,9	0,3	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8	2,4	2,4	3,2
Dépenses publiques [1]	-1,0	0,0	0,0	-1,0	-0,2	0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,4	-2,0	-0,7	-0,4
FBCF privée *dont*	0,7	1,2	1,6	1,6	0,1	2,3	1,7	1,7	1,6	1,8	1,6	1,6	8,3	4,7	5,4	7,0
Logement	1,9	4,4	2,7	-2,2	-1,3	2,1	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	13,5	11,9	2,5	9,9
Productive	0,4	0,4	1,3	2,5	0,4	2,3	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	1,3	7,2	3,0	3,4	5,5
Exportations de biens et services	-0,2	1,5	1,2	2,4	-2,4	2,7	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	3,3	3,0	3,4	5,5
Importations de biens et services	-0,1	2,1	0,1	0,3	0,6	2,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	2,3	1,1	4,4	5,3
Variations de stocks	33,4	43,4	95,6	81,8	35,2	84,8	83,0	83,0	70,0	70,0	70,0	70,0	57,1	63,6	71,5	70,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,2	2,0	2,4	3,2
Variations de stocks	0,2	0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1
Prix à la consommation [2]	1,7	1,4	1,5	1,2	1,4	2,1	1,8	1,8	1,7	1,3	1,4	1,6	2,1	1,5	1,8	1,5
Taux de chômage, en %	7,7	7,5	7,3	7,0	6,7	6,2	6,1	5,9	5,8	5,7	5,6	5,5	8,1	7,4	6,2	5,7
Solde courant, en points de PIB	-2,6	-2,6	-2,4	-2,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,4	-2,6	-2,8
Solde public, en points de PIB													-9,0	-5,7	-4,9	-4,1
Impulsion budgétaire													-1,2	-3,3	-1,0	-0,6
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), *Bureau of Labor Statistics* (BLS), prévision OFCE octobre 2014.

A8. Zone Asie détaillée : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2012	2013	2014	2015
Corée du Sud	6,8	2,0	2,8	**3,6**	**3,7**
Asie en développement rapide	20,3	4,8	4,4	**4,0**	**4,6**
Taïwan	3,9	1,5	2,1	**3,2**	**3,0**
Hong Kong	1,5	1,5	2,9	**2,5**	**3,0**
Singapour	0,9	1,9	4,0	**3,3**	**3,8**
Thaïlande	3,6	6,5	2,8	**1,2**	**4,3**
Indonésie	6,0	6,2	5,8	**5,2**	**5,6**
Malaisie	1,7	5,7	4,9	**5,4**	**5,0**
Philippines	2,6	6,6	7,1	**6,2**	**6,2**
Chine	48,5	7,8	7,7	**7,4**	**7,1**
Inde	24,4	4,8	4,7	**5,4**	**6,1**
Asie hors Chine	51,5	4,4	4,3	**4,6**	**5,2**
Total	100,0	6,1	6,0	**6,0**	**6,1**

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

A9. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012	2013	2014	2015
PIB	2,7	2,5	1,2	2,3
Argentine	0,9	2,9	-0,4	0,8
Brésil	1,0	2,5	-0,2	1,1
Mexique	3,7	1,3	2,4	4,1
Importations	3,8	1,0	8,9	4,4
Exportations	0,4	2,2	5,8	5,3
Demande adressée	1,9	-1,4	0,1	3,9

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2014.

A10. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 €=...dollars	1,33	1,30	1,31	1,35	1,36	1,38	1,34	1,30	1,25	1,20	1,20	1,20	1,32	1,34	1,21
1 $=...yens	99,4	97,1	99,7	99,6	102,9	102,7	103,1	110,0	110	110	110	110	98,9	104,7	110,0
1 £=...euros	1,20	1,18	1,16	1,20	1,21	1,22	1,26	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,19	1,24	1,30
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]															
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,3	0,25	0,44
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,1	0,10	0,10
EUZ	0,75	0,60	0,50	0,37	0,25	0,23	0,13	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,6	0,16	0,05
GBR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,5	0,50	0,63
Taux d'intérêt à long terme[1]															
USA	1,9	2,3	2,7	2,7	2,7	2,6	2,5	2,6	2,6	2,8	2,8	2,8	2,4	2,6	2,8
JPN	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6
EUZ	2,8	3,0	3,2	3,2	3,1	2,5	2,1	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	3,0	2,4	1,9
GBR	2,0	2,1	3,7	3,4	2,8	2,7	2,5	2,6	2,8	3,0	3,3	3,3	2,8	2,6	3,1
Prix du pétrole Brent, en $[1]	112,5	102,6	110,4	109,4	108,3	109,7	102,0	90,0	95,0	100,0	100,0	100,0	109	102,5	98,8
Prix du pétrole Brent, en €[1]	85	79	84	81	79	80	76	69	76	83	83	83	82	76,1	81,5
Matières premières industrielles[2]	5,6	-7,4	-0,3	1,9	-2,0	-1,2	0,6	-4,9	1,9	1,1	2,3	0,0	-2,7	-4,5	0,0

1. Moyenne sur la période.
2. Variation par rapport à la période précédente, en %.
Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2014.

ROYAUME-UNI : LE CAVALIER SEUL

Catherine Mathieu
Département analyse et prévision

Au deuxième trimestre 2014, la croissance du PIB britannique a atteint 3,2 % en glissement sur un an contre 0,8 % seulement un an plus tôt. Cette accélération de la reprise fait du Royaume-Uni un cavalier seul en Europe : la croissance peine à repartir dans l'ensemble de la zone euro (+0,6 % en glissement sur un an seulement au deuxième trimestre 2014 contre -0,4 % un an plus tôt) ; c'est aussi le cas en Allemagne (respectivement +0,9 % après 0 %), alors que la croissance est atone en France (0,2 % après 0,4 %) et que l'Italie reste en récession (-0,2 % après -1,8 %). Le taux de chômage britannique a continué de baisser et n'était plus que de 6 % à l'été 2014 (au sens du BIT), contre 7,4 % un an plus tôt. L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, était de 1,2 % seulement en glissement sur un an en septembre 2014, contre 2,7 % un an plus tôt. Le ralentissement de l'inflation a d'ailleurs été plus rapide qu'en moyenne dans la zone euro, où l'inflation est passée sur la même période de 1,1 % à 0,3 %. La Banque d'Angleterre a continué de soutenir l'activité en maintenant son taux directeur à 0,5 % et en laissant inchangées ses mesures non conventionnelles. Le gouvernement poursuit son double objectif de réduction des déficits et de la dette publics, cette dernière étant supposée baisser relativement au PIB à partir de 2016-2017. Le déficit public au sens de Maastricht était de 5,8 points de PIB en 2013 et la dette publique a atteint 87,2 points de PIB à la fin 2013. Les taux d'intérêt publics à long terme restent à des niveaux très faibles : de 2,8 % en septembre 2013, ils avaient atteint 3 % en fin d'année 2013, mais ont ensuite baissé et n'étaient plus que de 2 % à la fin octobre 2014 ; en termes réels ils ont augmenté de 0,1 % en septembre 2013 à 0,8 % un an plus tard, ce qui reste bas.

Indicateurs conjoncturels : la croissance se poursuit

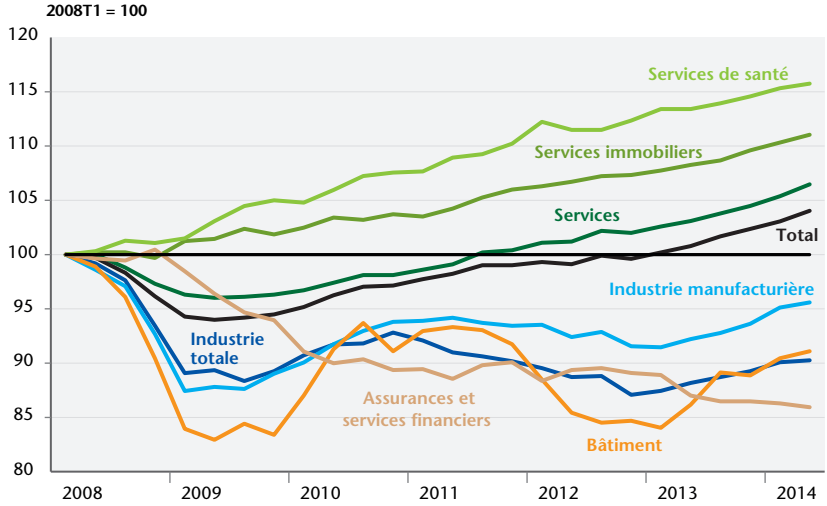
Les comptes nationaux publiés le 30 septembre dernier, construits selon le SEC 2010, donnent une vision moins dégradée de la situation économique britannique depuis le début de la crise que les versions précédentes des comptes en SEC 1995 : ainsi, la chute du PIB à partir du début de 2008 est un peu moins forte que dans les précédentes estimations (6 % au lieu de 7,2 %). La croissance a été relevée de 0,3 point par an en moyenne depuis 2011. Le PIB se trouve, dans la nouvelle version des comptes, 2,4 points au-dessus de son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2014. Parmi les principales révisions, l'investissement des entreprises a été nettement revu à la hausse. Ceci fait en partie disparaître le caractère inexpliqué de faiblesse de l'investissement des entreprises, dans les années 1990 et 2000, selon les comptes précédents.

La croissance de l'économie britannique est dynamique depuis le début de 2012, comparée à celle de la zone euro. Mais elle est du même ordre qu'aux États-Unis et, malgré les révisions des comptes, elle reste plus lente que lors des sorties de crises précédentes. Le « rattrapage » en termes de PIB recouvre par ailleurs des évolutions sectorielles très disparates (graphique 31). Ainsi, considérons les services (78 % du total de la valeur ajoutée en 2010) : les services de santé (7,5 % de la valeur ajoutée) ont « échappé » à l'austérité budgétaire, et ce sont ceux qui ont connu la plus forte hausse de valeur ajoutée depuis le début de crise, ils sont suivis des services immobiliers (10 % de la valeur ajoutée). Par contre, la valeur ajoutée dans les services financiers et d'assurance (9,5 % de la valeur ajoutée) peine à se stabiliser, et est inférieure de 14 points à son niveau d'avant-crise. Dans le bâtiment (6,3 % de la valeur ajoutée), la valeur ajoutée reste aussi très en deçà de son niveau d'avant-crise, bien que l'activité soit repartie à la hausse depuis le début 2013.

Dans l'industrie, la production a enfin recommencé à croître en 2013, mais la valeur ajoutée restait, à l'été 2014, près de 5 points inférieure à son niveau d'avant-crise. Les enquêtes auprès des industriels continuent de signaler une hausse de la production au second semestre 2014. Mais, alors que les perspectives de production restent bien orientées, les opinions des industriels sur leurs carnets de commandes, surtout à l'exportation, se tassent depuis le début de l'été. Du côté des ménages, la confiance continue de

s'améliorer et les ventes de détail en volume étaient en hausse de 2,7 % en glissement sur un an en septembre, soit en léger retrait par rapport aux 3 % enregistrés le mois précédent. Dans l'ensemble, les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin octobre suggèrent la poursuite de la croissance au second semestre 2014, mais en légère décélération par rapport au point haut du deuxième trimestre (0,9 %).

Graphique 31. Royaume-Uni : Évolution de la valeur ajoutée par secteur (en volume)



Source : ONS.

Politique économique : 2015, la montée des incertitudes

Des élections générales auront lieu en mai 2015 au Royaume-Uni : nous avons fait dans cette prévision l'hypothèse usuelle que la politique budgétaire serait mise en place telle qu'annoncé dans le budget 2014 présenté le 20 mars dernier. Bien sûr, selon les résultats des élections, les perspectives budgétaires sont susceptibles d'être sensiblement révisées, mais vraisemblablement la politique budgétaire gardera le cap de la réduction du déficit et de la dette publics. Selon le budget 2014, la dette publique, rapportée au PIB, baisserait à partir de 2017, la réduction du déficit devant se faire principalement par la baisse des dépenses, qui serait importante à partir de 2015. Le détail des mesures de réduction des dépenses n'est pas présenté dans les documents budgétaires, et l'on peut se demander

si elles seront effectivement mises en place, ou s'il s'agit d'un effet d'annonce : le gouvernement garderait le discours d'austérité sévère qui est le sien depuis 2010, mais n'aurait en fait pas besoin de réduire autant qu'annoncé les dépenses publiques, grâce aux rentrées fiscales résultant de l'accélération de la croissance. Toujours selon le budget, la consommation des administrations publiques augmenterait de 1,2 % en volume cette année (après 0,9 % en 2013) et baisserait de 0,5 % en 2015 ; l'investissement public progresserait de 10,7 % cette année en volume (ceci faisant suite à une baisse de 6,4 % en 2013) et de 1 % l'an prochain. Selon les comptes nationaux parus fin septembre, la consommation publique a augmenté de 0,7 % seulement en 2013, soit un peu moins rapidement que dans les comptes disponibles lors de la préparation du budget (0,9 %) et nous avons supposé que cela serait aussi le cas cette année (0,9 % au lieu de 1,2 % prévus dans le budget). De même, l'investissement public a baissé de 6,8 % en 2013 dans les derniers comptes (au lieu de -6,4 % lors de la préparation du budget), et au vu des chiffres disponibles au deuxième trimestre, ne progresserait que d'environ 1 % cette année, soit nettement moins que prévu par le budget. La santé et l'éducation sont exclues des plans de réduction des dépenses, qui portent notamment sur les prestations sociales. Comme cela était inscrit dans le budget 2013, à compter du premier avril 2013, à l'exception notable des prestations retraite, les prestations ne sont revalorisées que de 1 % par an pendant trois ans, soit, jusqu'à récemment, bien moins que l'inflation. Ce changement de revalorisation permettrait une réduction des dépenses sociales d'environ 1,7 milliards en 2014-15 (0,1 point de PIB). Les prestations retraite sont quant à elles revalorisées de 2,5 % par an.

Du côté des recettes, l'une des mesures emblématiques de la politique de l'offre du gouvernement de David Cameron est la baisse du taux d'imposition des sociétés. En 2010, le gouvernement a annoncé une baisse d'un point par an du taux principal d'imposition des sociétés, pour le porter de 28 % à 24 % en avril 2015, et en a accéléré le rythme pour le porter désormais à 20 % seulement cette année (soit des pertes de recettes de l'ordre de 800 millions par an). C'est un élément majeur de la stratégie de concurrence fiscale mise en place par le gouvernement britannique, qui souhaite amener le taux de l'IS au niveau le plus bas des pays du

G20. Les cotisations employeurs ont été allégées en avril 2014 (-1,2 milliard de livres, soit 0,08 point de PIB). Le budget 2014 annonce cependant une mesure en faveur des ménages, qui jouera en 2015-2016 : le relèvement de l'abattement du seuil d'imposition sur les revenus, qui réduirait les recettes de 1,4 milliards de livres en 2015-2016. Les mesures de lutte contre la fraude fiscale sont censées rapporter près de 300 millions de livres cette année et 1,3 milliard l'an prochain.

Au total, l'impulsion budgétaire serait d'environ -0,7 point de PIB cette année et l'an prochain, dont 0,7 point de baisse des dépenses et 0 point de hausse des prélèvements obligatoires. Ceci, sous nos hypothèses de croissance, conduirait à un déficit public de 5,8 % du PIB en 2013, à 4,8 % cette année et 4,3 % l'an prochain.

La politique monétaire resterait le fer de lance du soutien à la croissance à l'horizon de la fin 2015. Le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre avait abaissé très rapidement son taux de base à 0,5 % au début de la crise et l'a laissé à ce niveau depuis ; il a ensuite mis en place une politique non conventionnelle d'achats d'actifs (portant ceux-ci progressivement à 375 milliards de livres en cumulé). L'amélioration conjoncturelle britannique pose des problèmes délicats pour la conduite de la politique monétaire : d'une part la croissance accélère et le taux de chômage baisse mois après mois, de façon plus rapide que la Banque d'Angleterre l'envisageait il y a un an. Ainsi, en août 2013, le CPM avait annoncé que son taux directeur ne serait pas relevé et que le montant des achats d'actifs ne serait pas réduit tant que le taux de chômage ne baisserait pas en dessous de 7 %. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre de l'été 2013, ceci ne devait pas se produire d'ici 2015, mais s'est en fait réalisé dès le début de 2014. D'autre part, dans le même temps, l'inflation a commencé à ralentir, pour s'approcher du centre de la cible de la politique monétaire (2 %, dans une fourchette de +1/-1 %) et, à 1,2 %, est désormais proche de la limite inférieure de la cible. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre, l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon 2015, mais étant donné la rapidité avec laquelle l'inflation a décéléré au cours des derniers mois, le doute est permis sur le maintien de l'inflation à un niveau proche de 2 % à brève échéance. Nous avons inscrit dans notre prévision une hausse de 0,25 point du taux directeur au second semestre 2015, en ligne

avec la hausse des taux directeurs américains. Ceci signifierait l'amorce d'une normalisation de la politique monétaire.

Les taux d'intérêt publics à long terme sont à des niveaux très faibles, de l'ordre de 2 % en termes nominaux et de 0,8 % en termes réels. Nous faisons l'hypothèse que la livre sterling s'appréciera face à l'euro mais se dépréciera face au dollar à l'horizon de la prévision, le taux de change effectif réel de la livre connaissant une modeste appréciation. Les conditions monétaires internes resteraient donc accommodantes, tandis que le niveau relativement élevé du taux de change effectif réel ne permettrait pas aux exportateurs britanniques d'éviter une légère érosion de leurs parts de marché.

Perspectives 2014-2015 : vers un ralentissement de la croissance

En 2013-2014, la croissance a été tirée par la demande intérieure privée, à commencer par la consommation des ménages. Alors que le taux de chômage baissait, la hausse des salaires nominaux est restée faible, voisine de 1 % en rythme annuel et très inférieure à l'inflation (passée de 2,7 % à 1,2 %). Mais la désinflation s'est traduite par un gain de pouvoir d'achat pour les ménages. Ces derniers ont de plus abaissé leur taux d'épargne d'un point entre la fin 2012 et la mi-2014, pour l'amener à 6 % dans la version SEC 2010 des comptes nationaux. Jusqu'en septembre 2014, la hausse des prix des actifs financiers et de l'immobilier a fait croître le patrimoine des ménages, déjà historiquement élevé en dépit de la crise (le patrimoine financier net des ménages représentait plus de 700 % de leurs revenus annuels en 2013). Les prix de l'immobilier, qui avaient atteint des niveaux record avant la crise, ont peu baissé ensuite, et ont recommencé à croître à partir du début 2014. En septembre 2014, la hausse était de près de 10 % en douze mois au début de 2014. Par ailleurs, les ménages ont cessé de se désendetter au second semestre 2013. Leur endettement représente 136 % de leurs revenus annuels, contre 160 % au début de la crise. Nous avons fait l'hypothèse que les ménages continueraient de baisser leur taux d'épargne d'environ 1 point à l'horizon 2015.

L'investissement des entreprises a augmenté rapidement (selon la nouvelle version des comptes nationaux) et est désormais plus en ligne avec l'enquête trimestrielle sur les perspectives d'investissement dans l'industrie. Etant donné les bonnes perspectives de demande à court terme et le faible niveau des taux d'intérêt, nous

avons inscrit dans notre prévision la poursuite d'une hausse du taux d'investissement à l'horizon de la fin 2015. Nous avons par ailleurs fait l'hypothèse que la productivité du travail accélérerait avec le retour de la croissance. Mais, à ce jour, ce qui est appelé outre-Manche « l'énigme de la productivité » demeure. Depuis le début 2008, les entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs comme elles le faisaient habituellement lors des chutes de production. Elles ont préféré garder les salariés en place en limitant les hausses de salaires. Les nouveaux comptes nationaux, en révisant à la hausse la croissance du PIB depuis le début de la crise, réduisent l'ampleur de la chute de la productivité indiquée par les comptes précédents et font de ce fait disparaître une partie, mais une partie seulement, du mystère de la productivité. Alors que la productivité a fortement chuté au début de la crise au Royaume-Uni, le retour de la croissance s'est accompagné d'une hausse de l'emploi, sans gains de productivité jusqu'à présent, du moins au niveau de l'ensemble de l'économie.

La reprise britannique semble, à l'automne 2014, plus solide qu'il y a six mois, notamment du fait de l'investissement des entreprises. Mais le marché de l'immobilier reste, comme depuis plusieurs années, un élément de fragilité de la croissance au Royaume-Uni. Les prix de l'immobilier sont élevés, l'endettement des ménages, aussi, reste relativement élevé. Les ménages pourront-ils reprendre le processus de désendettement engagé au début de la crise, tout en maintenant un rythme de consommation de l'ordre de 2 % cette année et l'an prochain ? Le maintien de taux d'intérêt nominaux et réels à de bas niveaux aura un rôle fondamental pour stabiliser, si ce n'est réduire l'endettement des ménages à l'horizon de notre prévision. Vu nos hypothèses d'environnement international, qui sont celles d'une croissance modérée chez les principaux partenaires commerciaux, la croissance britannique serait de 3 % cette année et de 2,1 % l'an prochain.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,7	0,9	0,6	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,7	3,0	2,1
PIB par tête	0,4	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,9	2,6	1,4
Consommation des ménages [1]	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,6	2,1	2,1
Consommation publique	-0,2	1,3	0,6	-0,1	-0,3	1,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	2,3	0,7	0,9	-0,4
FBCF totale [2] *dont*	0,7	-0,5	4,5	1,1	2,3	1,4	2,5	1,4	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	2,7	8,1	5,5
Productive privée	0,5	-2,3	6,5	0,6	0,9	3,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	5,0	3,9	7,8	6,0
Logement	2,0	4,7	2,4	2,1	3,9	5,4	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	-3,1	6,1	13,2	5,7
Publique	-0,5	-0,8	-0,2	1,4	6,1	-13,5	10,4	1,5	0,1	0,3	0,5	0,5	-5,5	-6,8	1,2	3,0
Exportations de biens et services	-1,0	5,9	-4,6	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	-1,3	1,8
Importations de biens et services	-2,7	3,5	1,5	-1,4	-2,0	-0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	0,5	-1,3	2,5
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	-0,3	1,4	1,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,2	0,5	0,7	6,1
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,7	2,9	2,2
Variations de stocks	-0,3	-0,3	1,7	-0,2	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,7	-2,0	0,5	0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,0	0,0	-0,2
Prix à la consommation [3]	2,8	2,7	2,8	2,1	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	2,8	2,6	1,6	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	7,8	7,8	7,6	7,2	6,8	6,3	6,2	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8	8,0	7,6	6,4	5,9
Solde courant, en points de PIB	-3,0		-5,4		-4,9		-5,2		-5,2		-5,2		-3,7	-4,7	-5,1	-5,2
Solde public [4], en points de PIB													-8,3	-5,8	-4,8	-4,3
Impulsion budgétaire													-2,0	-0,6	-0,7	-0,7
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	0,8	1,3

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. Le transfert du fonds de pension de Royal Mail au secteur public creuse le déficit de 2,1 points de PIB en 2012. La prise en compte de l'APF réduit le déficit de 0,4 point de PIB en 2013, de 0,7 point en 2014 et en 2015.

Sources : ONS (*Quarterly National Accounts, Q2 2014*, 30 septembre 2014), prévision OFCE octobre 2014.