

ZONE EURO : L'AUSTÉRITÉ POUR TOUS, TOUS POUR L'AUSTÉRITÉ ?

PERSPECTIVES 2012-2013 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision¹

Quatre ans après le début de la Grande Récession, le PIB de la zone euro est toujours inférieur à son niveau d'avant-crise. La reprise observée depuis la fin de l'année 2009 aura été insuffisante pour compenser les pertes subies. Surtout, la zone euro plonge de nouveau en récession depuis la fin de l'année 2011. La principale explication de cette situation tient à la stratégie budgétaire menée par l'ensemble des États membres. En souhaitant rapidement ramener des déficits budgétaires vers le seuil de 3 %, les pays de la zone euro ont mis en œuvre, de vastes plans d'économies budgétaires. Ce faisant, ils ont freiné l'activité, à la fois *via* la baisse conjuguée de la demande interne et de la demande adressée. En effet, la baisse de la demande intérieure dans un pays de la zone euro réduit ses importations, ce qui freine la croissance de ses partenaires et agit donc en retour sur sa croissance. Ce faisant, les membres de la zone euro ont d'une part négligé les effets induits par cette synchronisation des politiques budgétaires ; d'autre part, ils ont sous-estimé la valeur des multiplicateurs alors que la littérature empirique met en évidence qu'ils sont d'autant plus élevés que le niveau d'activité est faible, ce qui était le cas après avoir traversé la crise la plus grave depuis 1945. Dès la fin de l'année 2011, de nombreux signaux ont témoigné d'un ralentissement puis d'un recul de l'activité dans la zone euro. Pourtant, aucun pays n'a encore remis en cause cette stratégie de réduction accélérée des déficits. Elle fut au contraire amplifiée. Constatant que les objectifs initiaux de réduction des déficits budgétaires ne seront pas atteints, de nombreux pays, en particulier l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce, ont accumulé les plans de restriction successifs enfonçant encore un peu plus la zone euro dans la récession. De fait, tant que cette stratégie ne sera pas reconsidérée, toutes les mesures visant à améliorer la gouvernance de la zone euro ou la transmission de la politique monétaire seront vaines. Le choc de confiance espéré ne saurait en effet compenser les nombreuses mesures visant à accroître la pression fiscale, à réduire les investissements publics ou les prestations sociales de populations de plus en plus fragilisées par la montée du chômage. Celui-ci devrait de fait encore augmenter et atteindrait 12,1 % en fin d'année 2013, en lien avec le recul du PIB qui serait de 0,5 % en 2012 et encore de 0,1 % en 2013.

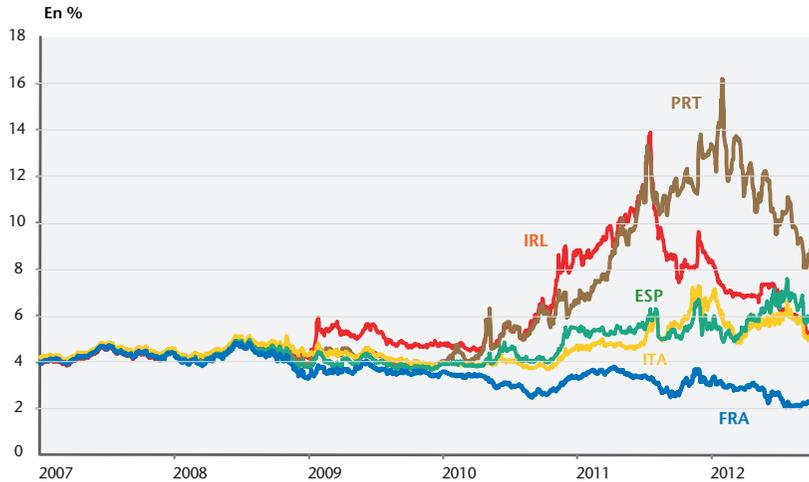
1. Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot et Danielle Schweisguth. Elle intègre les informations disponibles à la fin septembre 2012.

L'horizon serait-il enfin dégagé pour la zone euro après les annonces successives de la BCE et de la Cour constitutionnelle allemande ? Le Président de l'UE, Herman Van Rompuy, n'a pas hésité à décerner un satisfécit à Mario Draghi pour le nouveau plan d'achats non limités de titres obligataires publics. L'annonce fut également favorablement accueillie par les marchés, sur lesquels les taux espagnols et italiens ont rapidement baissé (graphique 1) témoignant d'un retour de la confiance. Un peu plus tôt durant l'été, l'Irlande avait même réussi son retour sur les marchés obligataires en parvenant à lever 4,2 milliards d'euros. Pour autant, cette nouvelle vague d'optimisme pourrait être tout aussi excessive que les craintes d'un éclatement imminent de la zone euro qui l'ont précédé. Il est certain que le soulagement est réel puisque la ratification du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) témoigne de la volonté des pays de la zone euro de poursuivre le projet européen et que l'OMT (Outright monetary transaction) pourrait à court terme devenir une arme puissante aux mains de la BCE pour réduire les primes de risque. Néanmoins, la stratégie macroéconomique de la zone euro n'a pas changé. Le Pacte pour la croissance négocié en juin est encore flou et de toute façon insuffisant – de l'ordre 120 à 130 milliards d'euros soit 1 point du PIB de la zone euro – pour espérer amortir l'effet des mesures budgétaires restrictives déjà adoptées dans l'ensemble des pays et qui ont atteint 1,1 point de PIB en 2011. Surtout, l'orientation de la politique budgétaire resterait restrictive en 2012 et 2013, puisque l'impulsion devrait s'élever respectivement à 1,5 et 1,2 point de PIB. En Espagne, en Italie et en Grèce, les impulsions seraient supérieures à 2 points de PIB en 2012 et 2013. Ainsi, tous efforts réalisés pour améliorer la gouvernance européenne ne doivent pas cacher la réalité d'un renforcement de la consolidation budgétaire qui, dans chaque pays, freine la demande tant domestique qu'adressée.

L'entrée en récession de la zone euro au deuxième trimestre 2012 sera donc confirmée et quand bien même l'hypothèse d'un éclatement aux conséquences incommensurables est écartée de notre scénario, la crise économique et sociale, avec un taux de chômage record dépassant 11 %, se poursuivra. Dans ces condi-

tions, le respect des objectifs budgétaires affichés dans les programmes de convergence sera remis en cause, notamment pour l'année 2013, ce qui pourrait alimenter de nouvelles vagues successives de tensions sur les marchés obligataires. Il sera alors temps pour la BCE de montrer la crédibilité de son attachement à l'euro et de son engagement à intervenir pour faire baisser significativement les taux d'intérêt.

Graphique 1. Taux d'intérêt publics dans la zone euro



Source : Datastream.

Néanmoins, même si la BCE entreprend une action d'envergure, la zone euro n'échapperait pas à la récession (tableau 1) qui serait particulièrement sévère en 2012 en Italie (-2,4 %), en Espagne (-1,5 %), au Portugal (-2,7 %) et en Grèce (-6,2 %). Sur l'ensemble de la zone euro, nous anticipons un recul de l'activité de 0,5 % en 2012. Pour 2013, malgré une croissance trimestrielle de 0,1 % en fin d'année 2013, la zone euro resterait en situation récessive en raison d'un acquis négatif. Le chômage battrait donc de nouveaux records et atteindrait un pic à 12,1 %. La faiblesse des perspectives de demande interne et de demande extérieure n'incitera pas les entreprises à investir, ce qui pourrait *in fine* peser sur la croissance potentielle de la zone euro. Dans ce contexte, les gains de compétitivité obtenus *via* un ajustement des salaires et de l'emploi en Espagne, Irlande, Grèce ou Portugal n'auront qu'un impact limité sur la croissance. En effet, non seulement les ajuste-

ments du coût du travail contribuent au ralentissement de la demande interne mais surtout les gains attendus de cette stratégie butent sur l'absence de débouchés dans l'ensemble de la zone euro.

Tableau 1. Croissance des pays de la zone euro

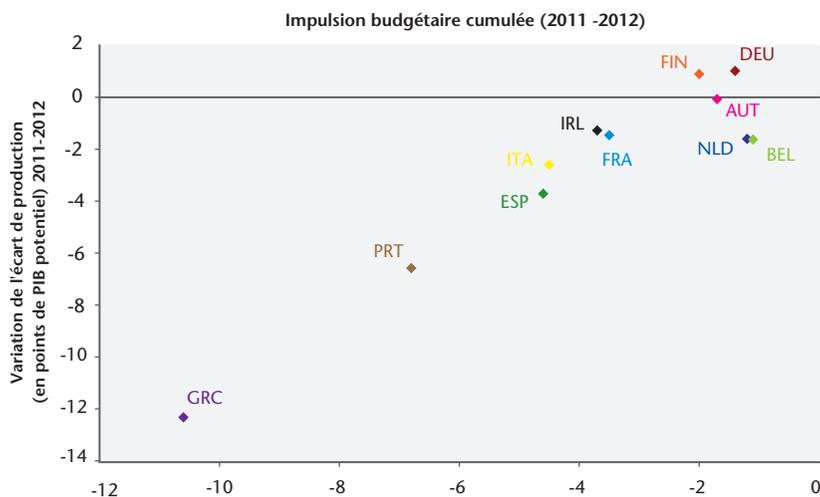
En %	2011	2012	2013
Zone euro	1,5	-0,5	-0,1
Allemagne	3,1	0,8	0,6
France	1,7	0,1	0,0
Italie	0,5	-2,4	-1,1
Espagne	0,4	-1,4	-1,2
Pays-Bas	1,1	-0,2	0,3
Belgique	1,8	-0,1	0,9
Irlande	1,4	-0,4	-0,1
Portugal	-1,7	-2,8	-1,2
Grèce	-6,2	-6,2	-3,7
Finlande	2,8	0,8	1,1
Autriche	2,7	1,0	0,5

Source : Eurostat, données nationales, calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

La stratégie budgétaire consolidée

Le recul du PIB de 0,2 % au deuxième trimestre 2012 a confirmé le retour de la zone euro en récession après seulement 9 trimestres de répit. Contrairement à la baisse d'activité observée en 2008 et 2009, qui avait touché tous les pays de la zone euro, certains échappent aujourd'hui à la récession. Les pays où les restrictions budgétaires ont été les plus fortes en 2011 et 2012 sont généralement ceux où la croissance a été la plus faible en 2011 et 2012 (graphique 2). La baisse d'activité dépasse 8 % en Grèce, 4 % au Portugal et 2 % en Italie depuis la fin de l'année 2010. Cette stratégie s'est avérée d'autant plus coûteuse qu'elle n'a pas vraiment convaincu les marchés. Dans la crainte d'un défaut souverain que les dysfonctionnements de la gouvernance européenne n'auront jamais réussi à dissiper, ils ont requis des primes de risque de plus en plus élevées, ce qui par un effet de prophétie auto-réalisatrice a accru la difficulté des pays à tenir leurs engagements budgétaires en matière de réduction de déficit public.

Même si en 2010, l'impulsion globale pour la zone euro était déjà négative, l'Allemagne, l'Autriche ou la Finlande menaient encore des politiques budgétaires expansionnistes. En revanche, en

Graphique 2. Impulsion budgétaire et *output gap* dans la zone euro*

* :Pour 2012, l'impulsion budgétaire ainsi que les *output gap* sont estimés.
Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

2011, la restriction se généralise à l'ensemble des pays de la zone euro, ce qui a conduit à une réduction du déficit de 2,1 points, portant le déficit public en zone euro à 4,1 % (tableau 2). 2012 sera une nouvelle année d'austérité généralisée, avec néanmoins des divergences entre pays :

— les pays étant retournés dans les limites du Pacte de stabilité dès 2011 (Allemagne, Finlande, Autriche), ont mené des politiques budgétaires moins restrictives et pratiqué des impulsions plus faibles en 2012 (tableau 3);

— tous les autres pays ont poursuivi, voire durci leurs politiques d'austérité en 2012, ayant pour objectif un retour dans les limites de 3 % en 2012 (Italie, Belgique), en 2013 (France), en 2014 (Grèce, Espagne, Portugal) ou en 2015 (Irlande).

La plupart des pays ont adopté des mesures similaires de résorption des dépenses. Dans les pays fragilisés (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal), elles incluent le gel des salaires et la baisse des effectifs dans la fonction publique, la baisse des budgets dans les ministères et des dépenses dans le secteur de la santé et dans les collectivités territoriales. Il faut aussi ajouter la baisse de nombreuses prestations sociales, comme au Portugal, en Irlande (réduction des allocations familiales pour le troisième enfant), en

Italie (liée à la réforme des retraites). De même, la volonté d'augmenter les recettes fiscales a conduit plusieurs pays à augmenter la TVA en 2011 et 2012 : après la Grèce (le taux réduit passant de 11 à 13 %, et le taux super réduit de 5,5 à 6,5 %) et le Portugal (le taux normal passant de 21 à 23 %) en janvier 2011, ce fut le tour de l'Italie en septembre 2011, avec une hausse du taux normal de 1 point (de 20 à 21 %), puis de l'Irlande en janvier 2012 (le taux normal passant de 21 à 23 %) et enfin de l'Espagne en septembre 2012 (le taux normal passant de 17 % à 20 %). Dans les pays les plus fragiles (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne, Italie), d'autres mesures fiscales ont également été mises en place : l'introduction de nouveaux impôts (création de l'impôt municipal unique en Italie), l'augmentation des droits d'accise, l'augmentation de l'imposition des revenus du capital et de la réduction de diverses exemptions fiscales pour les ménages et les entreprises. Notons que l'Irlande n'a toujours pas modifié la fiscalité de ses entreprises, malgré les pressions européennes. Les privatisations sont également à l'œuvre (Grèce, Portugal, Italie).

Tableau 2. Évolution du solde public dans les pays de la zone euro

En % du PIB	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	-3,2	-4,3	-1,0	-0,5	-0,7
Autriche	-4,1	-4,5	-2,6	-3,0	-2,1
Belgique	-5,6	-3,8	-3,7	-3,6	-3,2
Espagne	-11,2	-9,3	-8,9	-7,4	-6,6
Finlande	-2,5	-2,5	-0,5	-0,9	-0,6
France	-7,5	-7,1	-5,2	-4,4	-3,6
Grèce	-15,6	-10,3	-9,1	-6,7	-4,8
Irlande	-14,0	-31,2	-13,1	-8,0	-8,4
Italie	-5,4	-4,6	-3,9	-2,5	-1,3
Pays-Bas	-5,6	-5,1	-4,7	-4,4	-3,8
Portugal	-10,2	-9,8	-4,2	-5,5	-4,5
Zone euro 11*	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,6

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

Sources : Eurostat pour 2009 à 2011, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Tableau 3. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB					
	2009	2010	2011	2012	2013
Allemagne	0,7	1,5	-0,9	-0,5	-0,2
Autriche	0,4	0,6	-1,6	-0,1	-0,9
Belgique	1,9	-0,3	-0,1	-1,1	-0,8
Espagne	3,8	-2,5	-1,1	-3,4	-2,4
Finlande	0,4	1,5	-1,6	-0,4	-1,3
France	2,3	-0,5	-2,0	-1,6	-1,8
Grèce	3,2	-8,0	-5,3	-5,0	-3,9
Irlande	2,2	-4,4	-1,5	-2,4	-1,8
Italie	0,8	-0,4	-1,2	-3,2	-2,1
Pays-Bas	4,0	-1,1	-0,2	-1,0	-1,2
Portugal	5,0	-0,7	-3,7	-3,7	-1,8
Zone euro 11	1,8	-0,3	-1,3	-1,7	-1,3

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

Note de lecture : L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle est une approximation de la politique budgétaire discrétionnaire.

Sources : Calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Pourtant, malgré de fortes impulsions budgétaires négatives, peu de pays arriveront à tenir les engagements pris dans le cadre des programmes de stabilité (tableau 4). En effet, un schéma d'austérité auto-entretenu semble prévaloir : le ralentissement de l'activité, plus fort que celui anticipé par les pays, dégrade le solde public conjoncturel dans les pays de la zone euro pratiquant de fortes impulsions négatives, rendant la résorption du déficit plus difficile, et nécessitant toujours plus d'austérité. Ainsi, l'Espagne, l'Italie ou encore la Belgique devraient être confrontés à un écart entre solde public réalisé et engagement compris entre -0,8 et -1,5 points de PIB en 2012. Les écarts seraient encore plus forts en 2013 : -1,2 points en Irlande, -1 point aux Pays-Bas, -2,2 points en Espagne, -1,1 point en Belgique.

De fait, dès 2012, la troïka UE-FMI-BCE a déjà dû reconnaître que l'Espagne ou le Portugal (voir encadré) ne seraient pas en mesure de tenir leurs engagements et a accordé en conséquence un délai supplémentaire pour parvenir au seuil de 3 %. Cette décision pourrait être le signe d'une inflexion de la stratégie budgétaire souhaitée par la Commission. Il est cependant plus probable qu'elle admette simplement l'existence de multiplicateurs budgé-

taires plus élevés que prévu. Ce sursis n'est de toute façon que temporaire et la stratégie budgétaire reste marquée par la volonté de retrouver le plus rapidement l'équilibre budgétaire.

Tableau 4. Comparaison entre les objectifs et la prévision de déficit des pays en zone euro

En points de PIB

	2012			2013		
	Engagement	Prévision OFCE	Écart	Engagement	Prévision OFCE	Écart
Allemagne	-1,0	-0,5	0,5	-0,5	-0,7	-0,2
Autriche	-3,0	-3,0	0,0	-2,1	-2,1	0,0
Belgique	-2,8	-3,6	-0,8	-2,2	-3,2	-1,1
Espagne	-6,3	-7,8	-1,5	-4,5	-6,7	-2,2
Finlande	-1,1	-0,9	0,2	-0,5	-0,6	-0,1
France	-4,5	-4,4	0,1	-3,0	-3,6	-0,6
Grèce	-6,7	-6,7	0,0	-4,6	-4,8	-0,2
Irlande	-8,3	-8,5	-0,2	-7,5	-8,7	-1,2
Italie	-1,7	-2,5	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8
Pays-Bas	-4,2	-4,5	-0,3	-3,0	-4,0	-1,0
Portugal	-5,0	-5,5	-0,5	-4,5	-4,5	0,0

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

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

Encadré. Le Portugal : pris en étau entre le peuple et les créanciers

Le Portugal s'était, sous la pression de la troïka, fixé un calendrier de réduction du déficit très ambitieux : 4,5 % du PIB en 2012, 3 % du PIB en 2013 et 1 % du PIB en 2014. Cependant, au vu de l'aggravation de la récession portugaise, liée à l'effondrement de la demande intérieure, à la flambée du chômage, et au ralentissement en zone euro qui nuit aux exportations, la troïka a accepté de réviser les objectifs : 5 % en 2012, 4,5 % en 2013 et 2,5 % en 2014.

En outre, sous la pression populaire, le gouvernement a été forcé d'abandonner les mesures d'austérité programmées pour 2013, qui prévoyaient l'augmentation des cotisations des salariés de 11 % à 18 % et la réduction des cotisations patronales de 23,75 % à 18 %.

En 2012, l'impulsion budgétaire serait à nouveau très négative (-3,7 points selon nos prévisions). Une grande partie des mesures visant à augmenter les recettes a porté sur les ménages : hausse de la TVA dans différents secteurs, comme la restauration (*via* un passage du taux intermédiaire de 13 % au taux normal de 23 %), hausses des taxes sur la

consommation (tabac, alcool et automobiles), nouvelle taxe sur la consommation d'électricité, réduction de diverses exemptions fiscales, et une augmentation des taux d'imposition pour les ménages à haut revenu. Une partie a porté sur les entreprises, avec une hausse de l'impôt de 3 % pour les entreprises réalisant un profit supérieur à 1,5 millions d'euros. À ces mesures se sont ajoutées des privatisations, qui rapporteraient 5 milliards d'euros en 2012.

Sur les six premiers mois de l'année 2012, le Portugal a respecté les objectifs fixés par le tandem UE-FMI, avec un déficit de 4,3 milliards d'euros. L'impact des mesures prises a néanmoins été limité, en raison de la baisse des recettes indirectes et des contributions sociales (pour un total de 800 millions d'euros), en raison de l'augmentation rapide du nombre de chômeurs à indemniser.

En 2013, le Portugal prévoit 2,34 milliards d'euros d'économies supplémentaires par rapport à 2012 (soit 1,4 % du PIB), dont deux tiers portent sur la baisse des dépenses, avec la diminution du nombre de fonctionnaires, la baisse des prestations sociales, le remboursement de médicaments, la réduction de l'investissement public. Du côté des recettes, 0,7 milliards d'économies sont prévus avec l'augmentation d'impôts à la consommation, une réduction des exonérations sur la taxe foncière et la réévaluation du cadastre, la suppression de certaines déductions fiscales sur l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur le revenu. Nous prévoyons une impulsion un peu plus forte pour respecter l'objectif de déficit public fixé par la Commission européenne.

Demande intérieure au point mort

Alors que la demande intérieure avait légèrement soutenu la croissance en 2011, les deux premiers trimestres de l'année 2012 témoignent d'un nouveau recul. La consommation des ménages et l'investissement pâtissent des différentes mesures d'économie budgétaire. La zone euro est entrée de nouveau en récession, ce qui a amplifié la dégradation du marché de l'emploi pesant à son tour sur l'évolution du revenu des ménages.

Depuis le début de la crise, le marché du travail n'a cessé de se dégrader en zone euro (tableau 5). Au cours de l'année 2009, près de trois millions d'emplois ont été détruits dans la zone et la situation a continué à se détériorer par la suite, malgré une légère accalmie en 2010. Au deuxième trimestre 2012, on cumulait déjà 6,5 millions de chômeurs en plus depuis la fin de l'année 2007 et nous prévoyons encore une hausse de 1,6 millions d'ici fin 2013. Le taux

de chômage de la zone euro atteindrait 12 % fin 2013. L'Espagne est le pays où la situation de l'emploi est la plus dégradée, avec un taux de chômage proche de 25 %, tandis que l'Allemagne connaît une décreue du nombre de chômeurs depuis 2009 et maintiendrait le taux de chômage sous la barre des 6 % (graphique 3). L'évolution de la population active est freinée par un effet de flexion sur le marché du travail (chômeurs découragés, jeunes prolongeant leurs études, retraites anticipées) mais les réformes du système des retraites (Italie, Espagne, France) jouent dans le sens inverse en prolongeant la durée d'activité des séniors. En moyenne annuelle, la population active progressera de 0,8 % et 0,3 % respectivement en 2012 et 2013, tandis que l'emploi se contractera de 0,5 % les deux années.

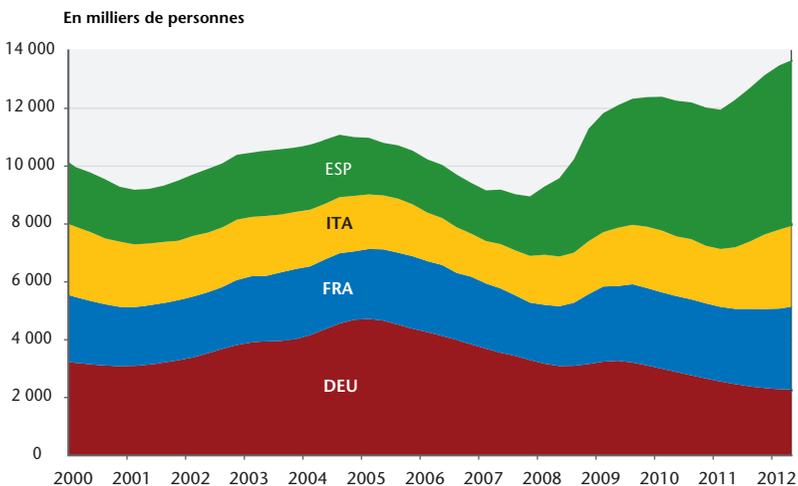
Tableau 5. Évolutions sur le marché du travail en zone euro

Variation annuelle en milliers de personnes, % de la population active pour le taux de chômage

	Emploi	Population active	Chômage	Taux de chômage au sens du BIT
2007	2 580	1 575	-1 005	7,6
2008	-173	1 045	1 217	7,7
2009	-2 954	155	3 110	9,6
2010	167	367	200	10,1
2011	-146	750	896	10,2
2012	-767	953	1720	11,3
2013	-535	416	952	12,0

Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Graphique 3. Chômage

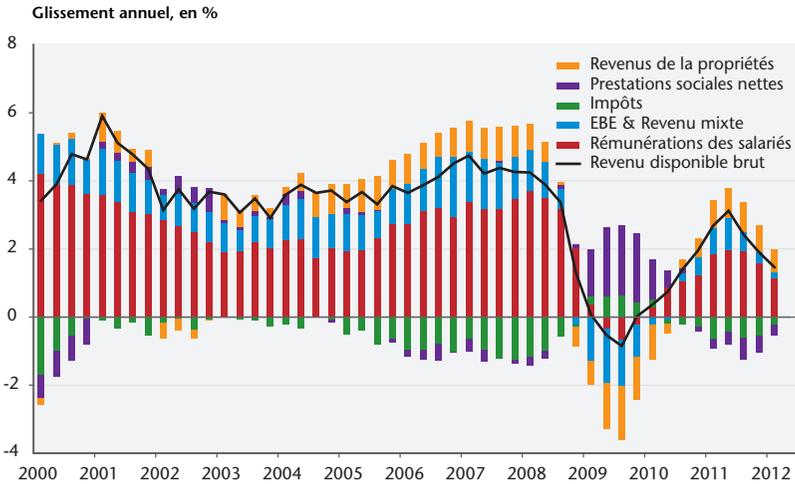


La dégradation du marché du travail conjuguée aux politiques d'austérité pèse fortement sur le revenu des ménages (graphique 4). La masse salariale des employés du secteur marchand se contracte à la fois par un effet volume (baisse de l'emploi) et par un effet prix : le chômage élevé réduit les capacités de négociation des salariés dont le pouvoir d'achat diminue. Les salariés du secteur non marchand sont touchés par le gel ou la baisse des salaires des fonctionnaires (France, Espagne, Italie), la suppression de primes (Espagne) et la perte de jours de congés (Portugal, Espagne).

Les politiques de consolidation budgétaire détériorent également le revenu des ménages au travers de hausses d'impôts sur le revenu (Italie, Espagne, Portugal, France) et de baisses des prestations sociales (Espagne). Par ailleurs, l'allongement de la durée du chômage réduit le montant des indemnités perçues et accroît le nombre de chômeurs en fin de droits. Si en 2009 le revenu des ménages avait été largement soutenu par le jeu des stabilisateurs automatiques (environ 3 points de RDB nominal), ces derniers auront bien du mal à jouer leur rôle en 2012 comme en 2013. En outre, la fiscalité indirecte dégradera le pouvoir d'achat de l'ensemble des ménages (hausses de TVA en 2012 et 2013, hausses de taxes sur le tabac, l'alcool et les hydrocarbures).

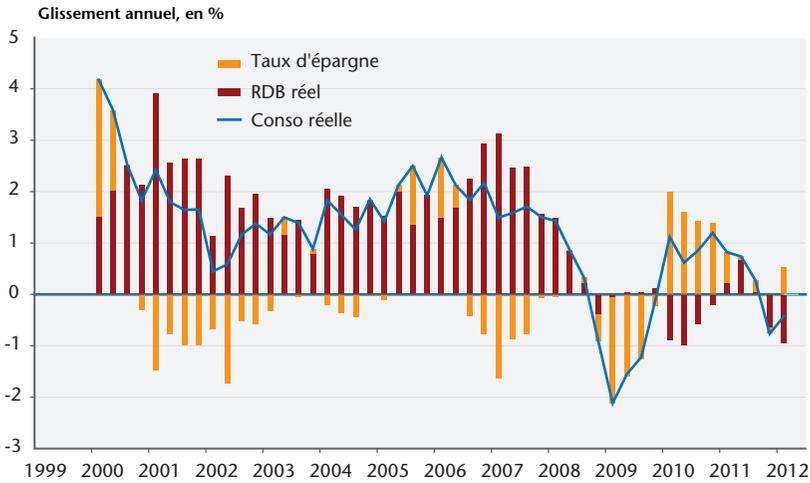
En termes réels, le revenu des ménages de la zone euro se dégrade depuis la fin 2011 (graphique 5). La consommation des ménages en subit les conséquences, avec une baisse de 0,9 % sur les trois derniers trimestres. Le taux d'épargne, qui avait apporté son soutien à la consommation en 2010, est redescendu à un niveau historiquement bas dans la plupart des pays (Allemagne, Italie, Espagne) à l'exception de la France où il s'est maintenu à un niveau élevé. On ne peut donc pas s'attendre à un appui massif du taux d'épargne à l'horizon 2013, d'autant que le climat économique très dégradé pèse sur la confiance des ménages et les invite à se constituer une épargne de précaution. Nous anticipons une légère hausse du taux d'épargne en France, une stabilisation en Allemagne et une légère hausse en Espagne et en Italie, afin de faire face aux nouvelles mesures d'austérité. La consommation des ménages en zone euro se dégradera de 1 % en 2012 et de 0,6 % en 2013, avec de fortes disparités entre pays (graphique 6).

Graphique 4. Contributions à l'évolution du revenu disponible brut des ménages de la zone euro (en nominal)



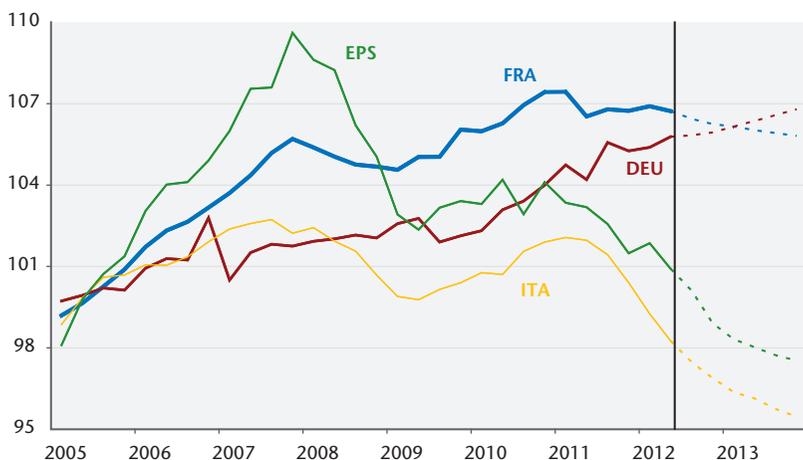
Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE, octobre 2012.

Graphique 5. Contributions à la consommation des ménages de la zone euro



Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Graphique 6. Consommation des ménages



Sources : Eurostat, données nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le double impact de la consolidation

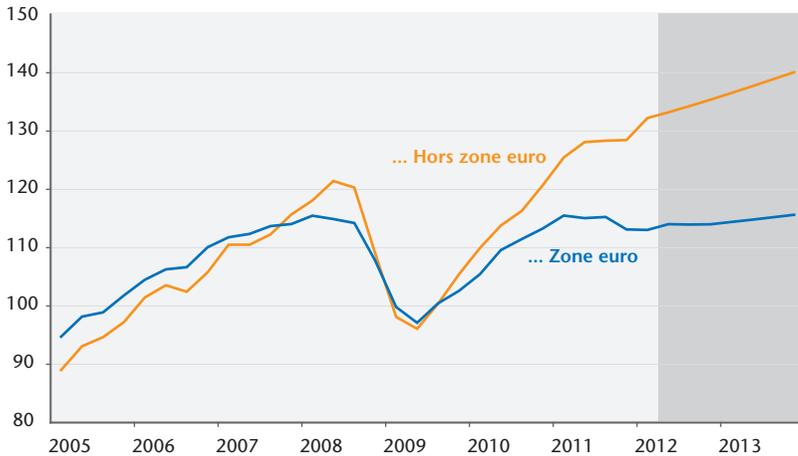
Comme nous le soulignons lors des précédentes prévisions, l'impact d'une stratégie de consolidation budgétaire est d'autant plus récessif que les partenaires commerciaux suivent la même voie. L'évaluation réalisée par le FMI² (2010) sur la valeur des multiplicateurs dans les différents épisodes de contraction budgétaire montre qu'ils sont relativement modérés lorsque la consolidation est entreprise par un pays isolé mais qu'ils peuvent dépasser 2 lorsqu'elle est mise en œuvre simultanément par plusieurs pays. L'argument tient simplement au fait que le multiplicateur est plus élevé en économie fermée que dans une économie ouverte. Or la zone euro est justement une grande économie beaucoup plus fermée que ne le sont les petites économies qui la composent. Ainsi, une partie de la restriction réalisée par chacun des pays est exportée chez ses partenaires commerciaux, ce qui se répercute sur la demande adressée et crée un ralentissement supplémentaire de l'activité dans le pays qui mène une politique budgétaire restrictive.

L'évolution de la demande adressée dans la zone euro reflète cette situation. En fait, dès la phase de reprise du commerce

2. Voir FMI, 2010, « Will it hurt ? Macroeconomic effects of fiscal consolidation », *World Economic Outlook*, Octobre 2010.

mondial en 2010 et début d'année 2011, on pouvait observer que la vigueur de la demande adressée interne aux pays de la zone euro était moindre que celle émanant des pays hors zone euro (graphique 7). Cette tendance reflétait notamment une reprise de l'activité moins dynamique dans la zone euro que dans le reste du monde. En 2010, alors que la croissance mondiale s'élevait à 5 %, celle de la zone euro a atteint 1,7 %. À titre de comparaison, pour une croissance mondiale équivalente en 2007 (4,9 %), la zone euro bénéficiait d'une croissance du PIB de 2,6 %. En outre, à partir du troisième trimestre 2011, la demande adressée interne ralentit fortement, contrastant avec la poursuite de la croissance de la demande adressée du reste du monde.

Graphique 7. Demande adressée



La poursuite, et dans certains cas l'amplification, des restrictions budgétaires dans la zone euro, mais également, dans une moindre mesure, dans les autres pays, limitera la croissance de la demande adressée dans la zone euro en fin d'année 2012 et en 2013. Ainsi, le taux de croissance trimestriel moyen de la demande adressée hors zone euro serait proche de 1 % dans les cinq grands pays de la zone mais ne dépasserait 0,4 % pour ce qui est de la demande en provenance des autres pays de la zone euro. En tenant compte de la part des exportations dans le PIB, il est possible de décomposer l'impact récessif des mesures de consolidation budgétaire entre les effets sur la demande intérieure et ceux qui sont

transmis *via* la demande adressée et qui dépendent donc des restrictions budgétaires prises par les autres pays. Ainsi, en l'absence d'ajustement budgétaire en Allemagne en 2013, la croissance sera uniquement affectée par les restrictions adoptées par les partenaires de l'Allemagne. Cet effet récessif atteindra 1,7 point en 2013 (tableau 6), en raison du taux d'ouverture élevé de l'Allemagne ; le poids des exportations dans le PIB dépasse en effet 50 %.

Tableau 6. Impact des restrictions budgétaires domestiques et étrangères

En points de PIB

		... effet direct	... effet <i>via</i> la demande adressée	... effet total
Allemagne	2012	-0,2	-1,7	-1,9
	2013	0,0	-1,7	-1,7
France	2012	-1,6	-1,4	-3,0
	2013	-1,8	-1,3	-3,1
Italie	2012	-3,2	-1,3	-4,5
	2013	-2,1	-1,3	-3,3
Espagne	2012	-4,3	-1,3	-5,6
	2013	-4,0	-1,2	-5,2
Pays-Bas	2012	-0,8	-1,7	-2,4
	2013	-0,9	-1,5	-2,4
Belgique	2012	-1,1	-1,3	-2,4
	2013	-0,8	-1,3	-2,1
Grèce	2012	-10,2	-1,2	-11,4
	2013	-8,4	-1,1	-9,5
Portugal	2012	-1,8	-1,8	-3,6
	2013	-2,4	-1,7	-4,1
Irlande	2012	-1,8	-2,0	-3,8
	2013	-1,4	-2,2	-3,5
Autriche	2012	0,0	-1,2	-1,2
	2013	-0,4	-1,0	-1,4
Finlande	2012	-0,2	-1,1	-1,2
	2013	-0,2	-1,0	-1,3

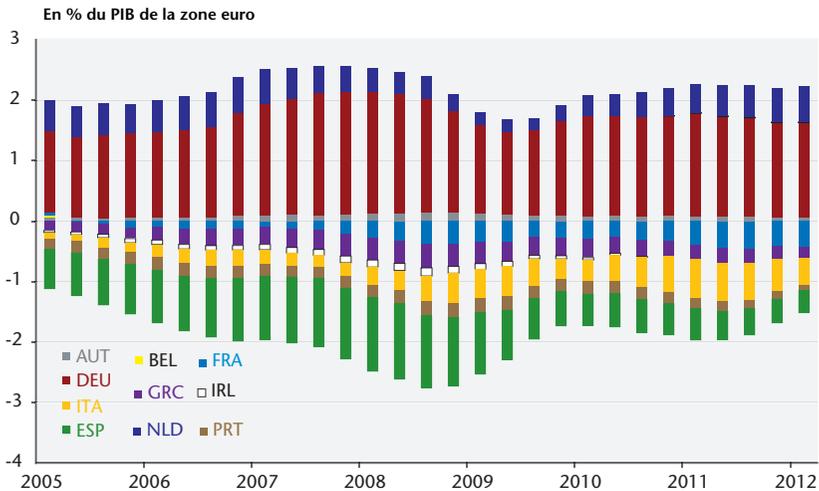
Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Le freinage de la croissance *via* la demande adressée serait également important en Irlande, de l'ordre de 2,1 points, en raison non seulement des restrictions prises dans les autres pays de la zone euro mais aussi du fait des impulsions budgétaires fortement négatives des États-Unis (-2,1 points) et dans une moindre mesure du

Royaume-Uni (-1,3). Le poids de ces pays dans les exportations irlandaises atteint en effet respectivement 21 et 17 % alors que celui des pays de la zone euro s'élève à 41,7 %. En Autriche, malgré un ratio d'exportations dans le PIB proche de 60 %, l'effet récessif *via* la demande adressée ne dépasserait pas 1 point en 2013. L'Autriche est ici relativement épargnée du fait de sa très forte intégration commerciale avec l'Allemagne qui absorbe 29 % de ses exportations. Enfin, en Italie, comme en Espagne, l'essentiel de la baisse d'activité serait induite par leur propre consolidation budgétaire. Pour autant, une meilleure coordination des politiques budgétaires aurait permis d'atténuer la récession de 1,2 point en 2013 pour l'Espagne et de 1,3 point pour l'Italie la même année.

Dans ce contexte, la stratégie de dévaluation interne entreprise par les pays « en crise » tels que l'Espagne, l'Irlande ou la Grèce voit ses effets fortement atténués. D'une part, la baisse des coûts salariaux pèse sur la demande et contribue au ralentissement de la demande intérieure. D'autre part, elle ne permet pas de stimuler suffisamment les exportations qui sont freinées par la baisse de la demande adressée.

Graphique 8. Soldes de la balance courante des pays de la zone euro

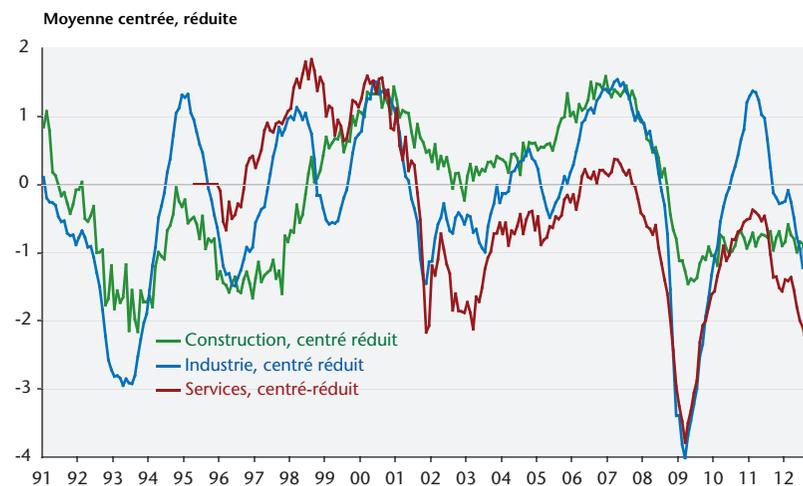


Néanmoins, l'évolution des comptes courants témoigne d'un rééquilibrage au sein de la zone euro. Le solde de la balance courante irlandaise est ainsi revenu à l'équilibre tandis que les déficits de l'Espagne et du Portugal se sont fortement résorbés. Exprimé en pourcentage du PIB de la zone euro, le déficit courant espagnol est ainsi passé de 1,3 % en 2008 à 0,4 % en début d'année 2012, désormais similaire à celui de la France (graphique 8).

Les entreprises privées de demande

La faiblesse de la demande pèse sur le moral des entreprises comme en témoignent les enquêtes sur la confiance réalisées dans l'industrie, la construction et dans les services. La dégradation s'est poursuivie tout au long de l'année 2012 (graphique 9). Le recul de l'activité dans l'ensemble de la zone euro a entraîné une chute du taux d'utilisation des capacités de production qui est retombé à 77,8 % au troisième trimestre 2012 contre 81,3 % au deuxième trimestre 2011.

Graphique 9. Enquêtes de confiance dans la zone euro

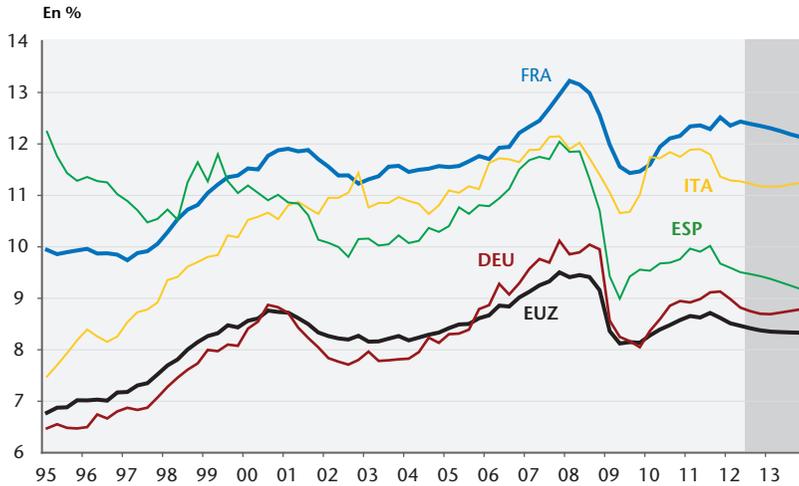


Source : Commission européenne.

L'absence de débouchés et la sous-utilisation des capacités de production freineront les projets d'investissement. Cette situation est d'ores et déjà à l'œuvre dans plusieurs pays. En Allemagne, la FBCF productive privée a reculé au cours des deux derniers

trimestres. Une situation similaire est observée pour l'Italie avec une baisse cumulée sur les quatre derniers trimestres qui dépasse 7 %. En France, s'il y a bien eu un recul au premier trimestre (1,4 %), il a cependant été suivi d'un rebond de 0,7 %. Enfin, en Espagne, la baisse de l'investissement productif a accompagné celle de l'investissement-logement, ce qui fait que la baisse totale de l'investissement dépasse 8 % sur les trois derniers trimestres. En conséquence, les taux d'investissement productifs se stabiliseraient en Allemagne et en Italie, et baisseraient en France et en Espagne (graphique 10). Sur l'ensemble de la zone euro, la baisse serait de 0,3 point, avec un taux d'investissement qui atteindrait 8,3 % en fin d'année 2013.

Graphique 10. Taux d'investissement productif



Sources : Eurostat et comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Enfin, du côté des conditions de financement, les opérations menées par la BCE en décembre 2011 et février 2012 ont permis d'endiguer le risque d'un nouvel épisode de durcissement des conditions de crédit. Selon l'enquête réalisée par la BCE, les conditions d'accès aux financements de marché des banques sont désormais moins tendues, ce qui a permis une détente des conditions de crédit. Ce mouvement doit cependant être relativisé car, au troisième trimestre, il y avait toujours plus d'établissements bancaires déclarant durcir les conditions de crédit que d'établissements déclarant les assouplir. Les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises ont également baissé (de 0,4 point) depuis le début de l'année. Cette baisse n'est cependant pas homo-

gène puisqu'en Espagne, les taux d'intérêt appliqués aux sociétés non financières sur les prêts inférieurs à un million d'euros ont augmenté de 0,3 point pour atteindre 5,3 % en juillet 2012 contre 4,7 % en Italie, 3,1 % en Allemagne et seulement 2,6 % en France.

Si on peut espérer que les conditions de financement deviennent dans l'ensemble plus favorables dans l'ensemble de la zone euro, la baisse de la demande anticipée ne permettra pas de reprise de l'investissement qui sera principalement déterminé par un effet accélérateur négatif.

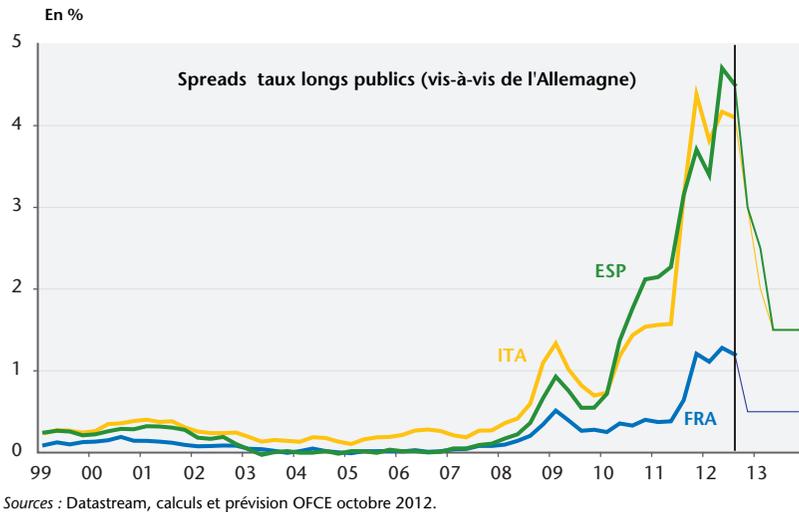
La BCE sauvera-t-elle l'euro ?

Si nous prévoyons que la zone euro ne doit pas échapper à la récession, nous écartons cependant l'hypothèse d'un éclatement. Partant de là, nous supposons que les tensions sur les marchés obligataires publics devraient s'atténuer. En effet, la hausse des taux d'intérêt publics de l'Italie et de l'Espagne vis-à-vis de l'Allemagne reflétait non seulement les incertitudes sur les perspectives économiques mais également les tergiversations de la gouvernance européenne et les actions jusqu'ici plutôt timides de la BCE. De ce point de vue, la validation du TSCG par la Cour constitutionnelle allemande ne change pas l'orientation des politiques budgétaires dans la zone euro pour l'année 2013. Néanmoins, elle évite un nouveau blocage politique et lève certaines incertitudes institutionnelles, ce qui pourrait alors réduire les anticipations d'un éclatement de la zone euro. Dans l'immédiat, elle permettra surtout la mise sur pied rapide du MES.

Par ailleurs, la BCE a annoncé son intention d'acheter des titres publics sur le marché secondaire. Si la BCE n'a fixé aucune limite à ses achats, elle a cependant précisé que son action ne pourrait viser que les titres émis par les pays ayant effectué une demande d'aide auprès du MES. Le soutien de la BCE est donc conditionnel à la mise en œuvre d'un plan de consolidation budgétaire supervisé par la BCE, la Commission européenne et le FMI, supervision qui constitue la contrepartie de l'aide apportée aux Etats en difficulté. Officiellement, l'objectif de l'OMT est de permettre une meilleure transmission de la politique monétaire, bloquée par les tensions sur les taux obligataires publics. La BCE espère ainsi réduire les écarts de taux à l'intérieur de la zone euro.

Le succès du plan dépendra non seulement des achats effectivement réalisés par la BCE mais également de la crédibilité du signal envoyé. Ainsi, paradoxalement, les interventions pourraient être limitées si les marchés anticipent que la BCE aura effectivement les moyens de faire baisser les taux d'intérêt. Le mouvement observé sur les marchés obligataires consécutif à l'annonce du 6 septembre semble valider l'idée que les investisseurs ont perçu positivement le signal envoyé par la BCE. L'avenir précisera si la BCE doit ou non joindre les gestes à la parole. Nous supposons que la détente sur les taux se poursuivra et que les écarts de taux de l'Espagne et de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne se réduiront significativement. La BCE n'a pas annoncé de cible explicite sur son objectif de taux d'intérêt mais nous considérons qu'elle pourrait ramener les taux vers 3,5 %, taux qui correspond au coût des financements accordés dans le cadre du FESF (graphique 11). La convergence des taux d'intérêt résulterait également d'une légère augmentation du taux public allemand reflétant un processus de réallocation du portefeuille des investisseurs.

Graphique 11. Taux d'intérêt publics des quatre grands pays de la zone euro



Pour autant, même crédible et suivi d'actions concrètes, ce nouveau plan ne permettra pas de retrouver la situation d'absence de prime de risque prévalant avant la crise. De nouvelles tensions devraient en effet resurgir en réaction avec la mauvaise conjonc-

ture macroéconomique et la difficulté des pays à respecter leurs engagements en matière de réduction du déficit budgétaire. Ainsi, l'efficacité du plan de la BCE serait d'autant plus forte si elle permettait en même temps aux pays de réduire leurs efforts de consolidation budgétaire. En étalant l'ajustement, les pays pourraient alors retrouver plus rapidement le chemin de la croissance, ce qui permettrait de réduire les écarts critiques (écart entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance du PIB) et d'améliorer la soutenabilité de la dette.

Il faut également souligner que la capacité d'intervention du MES étant limitée, il ne pourrait pas, en l'état, faire face à une multiplication des besoins d'aide. Or, rien ne garantit par ailleurs que la situation du système financier ou des régions espagnoles soit définitivement stabilisée, ce qui laisse planer des menaces sur les finances publiques. Ainsi, tant que toutes ces incertitudes ne seront pas levées, nous excluons une baisse plus prononcée des écarts de taux.

Il faut néanmoins souligner que si l'évolution des taux d'intérêt joue un rôle central dans la dynamique de la dette, les effets à court terme d'une baisse supplémentaire ou d'une hausse des taux d'intérêt sont limités. En supposant par exemple que les écarts de taux soient complètement réduits en 2013, il ressort que la réduction induite du déficit budgétaire ne dépasserait pas 0,2 point la première année pour l'Espagne (tableau 7³). Elle atteindrait 0,4 point pour l'Italie où la dette brute est plus élevée. Quant à la France, l'annulation de la prime de risque vis-à-vis de l'Allemagne ne réduirait le déficit budgétaire que de 0,1 point. De fait, en France comme en Espagne, un scénario plus favorable de baisse des taux ne permettrait pas de respecter les engagements en matière de déficit budgétaire en 2013. À l'inverse, de nouvelles tensions ne feraient qu'éloigner encore un peu plus les pays de leurs objectifs, ce qui pourrait pousser les pays à adopter de nouvelles mesures de restriction budgétaire. Ainsi, plus que sur les questions de la dynamique des taux d'intérêt et du rôle des interventions de la BCE, il est nécessaire de s'interroger sur la pertinence de la stratégie européenne consistant à réduire au plus vite les déficits budgétaires de

3. Il faut cependant souligner que si la baisse est pérenne, l'impact à long terme sur le déficit et la dette est plus élevé.

l'ensemble des États membres. Surtout qu'en bénéficiant de taux d'intérêt plus faibles, le coût d'une réduction plus progressive des déficits budgétaires est réduit. Ainsi, tant que l'objectif principal de politique économique des États membres de l'UEM sera de ramener les déficits budgétaires au plus à 3 % du PIB, la zone euro ne pourra pas échapper à une nouvelle récession et à une hausse importante du chômage. En effet, la baisse du taux de chômage observée entre mai 2010 et mai 2011 aura été de courte durée et timide. Depuis, il a augmenté de 1,3 point et atteint désormais un record historique depuis 1983. Nous anticipons la poursuite de cette hausse avec un taux de chômage qui serait de 12,1 % en fin d'année 2013.

Tableau 7. Taux d'intérêt publics et déficits budgétaires en 2013

En % du PIB

	Allemagne	France	Italie	Espagne
Scénario central	0,7	3,5	1,3	6,7
Scénario 1		3,4	0,9	6,5
Scénario 2		3,6	1,5	6,9

Note : le scénario 1 représente le cas de réduction complète des écarts de taux, sans hausse du taux allemand. Le scénario 2 correspond à une hausse supplémentaire de 1 point de l'écart de taux pour l'Espagne et l'Italie et de 0,5 point pour la France.

Sources : Programmes de convergence, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,0	1,5	-0,5	-0,1
PIB par tête	0,6	0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	1,5	1,2	-0,8	-0,4
Consommation des ménages	0,0	-0,4	0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,0	0,1	-1,0	-0,6
Consommation publique	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,1	0,1	-0,2
FBCF totale dont	2,0	-0,2	-0,4	-0,5	-1,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,3	1,6	-3,0	-1,0
Productive	1,5	-0,1	1,1	-1,4	-1,3	-0,7	-0,8	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,1	5,0	4,1	-2,9	-1,3
Logement	2,7	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-3,3	0,2	-1,2	-0,7
Construction totale	1,8	-0,6	-0,9	-0,4	-0,9	-1,2	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-4,4	-0,8	-2,9	-0,9
Exportations de biens et services	1,5	0,6	1,5	-0,2	0,7	1,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	10,9	6,3	2,7	2,2
Importations de biens et services	1,1	0,2	0,5	-1,4	-0,2	0,9	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	9,3	4,1	-0,3	1,1
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,8	0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	0,4	-0,2	-0,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,3	-1,1	-0,6
Variations de stocks	0,1	0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	-0,7	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,2	0,4	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	1,0	1,3	0,5
Prix à la consommation (IPCH)*	2,5	2,8	2,7	2,9	2,7	2,5	2,6	2,5	2,0	2,0	2,0	1,6	1,6	2,7	2,5	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,9	10,2	10,6	10,9	11,2	11,4	11,6	11,8	11,9	12,1	12,1	10,1	10,2	11,3	12,0
Solde courant, en points de PIB													-0,1	0,0	-0,1	-0,4
Solde public, en points de PIB													-6,2	-4,1	-3,1	-2,6
Impulsion budgétaire													-0,3	-1,3	-1,7	-1,3
PIB États-Unis	0,0	0,6	0,3	1,0	0,5	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	2,4	1,8	2,2	0,9

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2012.

