Va-t-on sortir de la crise ?

Perspectives 2010-2011 pour l'économie mondiale *

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po
Département analyse
et prévision

La crise financière, déclenchée par la faillite de la banque Lehman Brothers fin 2008, est derrière nous, comme l'indique l'apaisement des marchés financiers. Bien qu'aucune régulation nouvelle n'ait vu le jour, et bien que l'état du système financier soit impossible à connaître avec certitude, on constate que les tensions sur le marché interbancaire se sont apaisées. Pour autant, la crise n'est pas encore terminée. La croissance prévue en 2010-2011 ne permettra pas de retrouver le niveau de 2008. Le chômage a atteint des niveaux élevés : la décrue n'interviendra qu'en 2011 et sera lente. L'ajustement du marché du travail et la résorption des surcapacités productives entraveront une reprise franche de l'activité et induiront un ralentissement du revenu des ménages à partir de 2010, ces derniers ayant par ailleurs subi une dévalorisation de leur patrimoine.

L'un des défis en 2010-2011 est la hausse des dettes publiques qui confronte tous les pays développés au même dilemme. Le niveau élevé du chômage ou les fortes capacités inutilisées plaident pour une stimulation supplémentaire, d'autant que plane un risque déflationniste. Une restriction budgétaire aurait un effet dépressif inévitable, surtout si elle est menée de concert dans les grands pays, et retarderait de quelques années le processus de sortie de crise. Cela étant, la crainte d'une sanction des marchés financiers, via une hausse des taux d'intérêts publics, pourrait entraîner le choix de l'austérité budgétaire, à l'heure où la crise de la dette grecque cristallise les peurs. Si les stratégies nationales divergent pour 2010, le scénario de la restriction budgétaire dominerait en 2011 dans les pays développés.

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth, Yasser Yeddir Tamsamani. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles à la mi- avril 2010.

Vue d'ensemble

La panique financière initiée par la chute de la banque Lehman Brothers en septembre 2008 est derrière nous, comme l'indique la normalisation des tensions sur les marchés interbancaire. Le TED (*Treasury Eurodollar*, graphique 1) représente l'écart entre le taux interbancaire et le rendement d'un actif sans risque liquide (bons du Trésor, ou *Treasury Bill*) à une échéance donnée sur le marché américain. Après avoir atteint en octobre 2008 des sommets inégalés depuis la période de forte inflation des années 1970, le TED à trois mois est redescendu à un niveau quasi normal. Il reste élevé pour les taux à un an, indiquant que la confiance n'est pas rétablie sur le marché interbancaire américain, en particulier lorsque les horizons temporels s'allongent. D'autres indicateurs de fonctionnement des marchés bancaires ou financiers confortent cette analyse (voir dans ce dossier la partie « *Politique monétaire : panser l'avenir* »). Bien qu'aucune régulation nouvelle n'impose la stabilité financière, ni ne permette un contrôle efficace du niveau de risque des effets de levier ou des incitations à l'œuvre dans le secteur financier, l'activité de financement de l'économie mondiale a repris selon un mode de fonctionnement plus habituel avec l'apaisement des tensions sur le marché interbancaire.

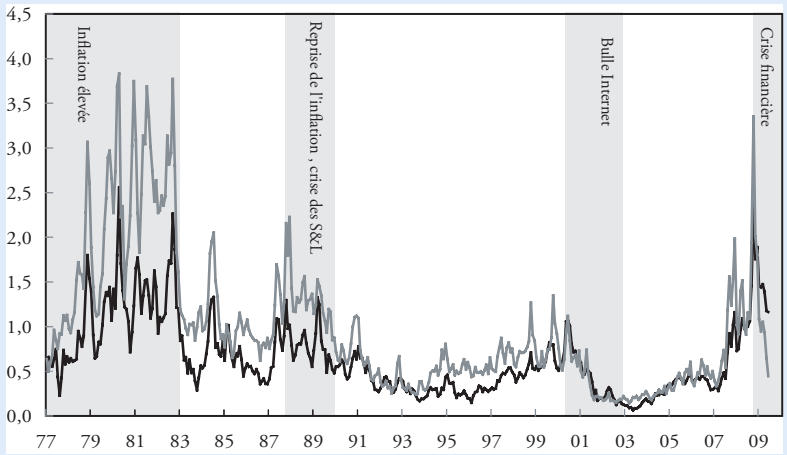
Pour autant, l'économie mondiale est loin d'avoir digéré le choc engendré par la crise financière et bancaire. Les marchés d'actifs se sont stabilisés, signe que les spirales dépressives auto-entretenues se sont enrayées : les marchés d'actions ont rebondi depuis leur point bas de mars 2009 et les marchés immobiliers ont encaissé une forte baisse des ventes et un ajustement des prix divers selon les pays. Dans un cas comme dans l'autre, d'importantes pertes de richesse doivent être prises en compte par les ménages (*cf. infra*).

La reprise prévue en 2010-2011 ne permettra pas de retrouver le niveau d'activité de 2008 dans les grands pays industrialisés (graphique 2). L'écart entre les niveaux de production effectif et potentiel (*output gap*), qui est apparu à la suite de la crise, est tout juste stabilisé, sauf au Royaume-Uni et en Espagne où il continue de se creuser.

Dans l'ensemble des pays développés, le chômage a atteint des niveaux élevés. S'il entame une décrue lente aux États-Unis, il continue à augmenter en Europe et au Japon. L'ajustement du marché du travail et la résorption des surcapacités productives, combinés à la fin des dispositifs d'allocation chômage ou de soutien exceptionnel à l'emploi, empêcheront une reprise franche de l'activité et induiront un ralentissement du revenu des ménages.

Graphique 1 : Écart entre le taux interbancaire et un actif sans risque liquide aux États-Unis

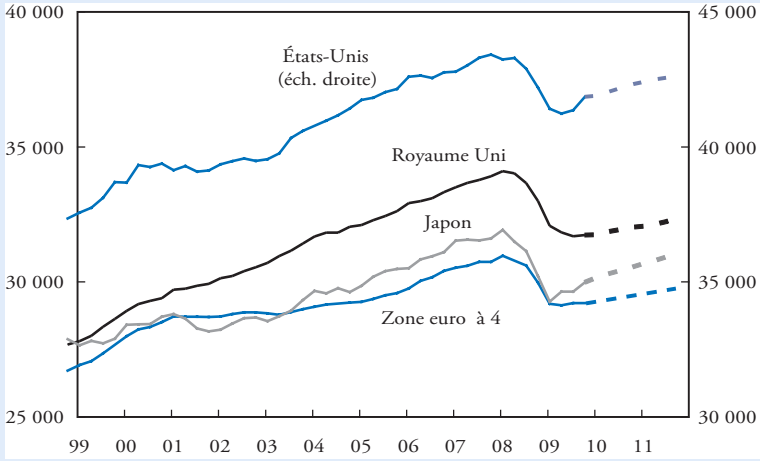
En points de pourcentage



Sources : Global Insight, Réserve fédérale.

Graphique 2 : PIB par tête dans les pays développés

Prix ppa en dollars 2005



Note : Les PIB par tête sont en parité de pouvoir d'achat et sont donc comparables entre les zones. En pointillés sont indiquées les prévisions pour l'année 2010 et 2011.

Sources : comptabilités nationales, prévision OFCE avril 2010.

La discipline du « fou »

Le stimulus budgétaire déployé à partir de 2009 s'essoufflera, laissant place à des politiques d'austérité. La hausse des dettes publiques et l'installation dans la durée d'un niveau d'activité réduit sont des facteurs à prendre en compte dans l'élaboration d'une stratégie de sortie de crise ; pour autant, il ne faut pas négliger l'état de l'économie. Le niveau élevé du chômage et les fortes capacités inutilisées plaident pour une stimulation supplémentaire, d'autant que plane un risque déflationniste. Une restriction budgétaire aurait un effet dépressif inévitable, dont l'impact serait amplifié si elle est menée simultanément dans les grands pays. Elle repousserait de quelques années le processus de sortie de crise et reproduirait avec une ampleur décuplée le schéma dans lequel l'Union européenne s'est enfermée après la récession de 1993, lorsque le choix a été fait, en 1995, de privilégier l'objectif de la réduction des déficits à tout autre.

C'est en fait la crainte d'une sanction des marchés financiers, *via* le durcissement des taux d'intérêts publics, qui motiverait le choix de la restriction budgétaire. Singulier paradoxe que de s'en remettre au jugement des marchés financiers quand on se débat encore dans une crise provoquée par la plus formidable erreur de jugement que les marchés financiers aient jamais commise. Comment accepter de se soumettre par anticipation aux jeux d'acteurs financiers qui doivent leur survie aux déficits dont ils entendent aujourd'hui être les censeurs ? La crise grecque alimente la peur (encadré 1, plus loin) et semble donner raison à ceux qui plaident pour une résorption rapide des déficits publics. Pourtant rien n'indique aujourd'hui que les marchés financiers peuvent se passer de ces abondants titres publics, produits sûrs dans un univers très incertain (voir dans ce dossier la partie « *Politique monétaire : panser l'avenir* »). L'évolution même des taux d'intérêt sur les échéances longues de ces titres publics montre que la demande demeure importante. Les atermoiements européens et les errements de la Grèce se sont traduits par une baisse des taux publics à 10 ans en zone euro, en moyenne pondérée par les encours de dette publique. La désaffection des titres grecs par les institutions financières profite aux partenaires de la zone euro qui devront moins rémunérer leurs emprunts demain.

Les régulations prudentielles, qui pourraient être appliquées aux institutions financières dans un futur proche, devraient encore renforcer le besoin de sécurité et donc la facilité de financement des déficits publics. Il ne s'agit pas bien entendu d'user de cette facilité de financement sans limite en repoussant toujours l'heure de la stabilisation, voire de la réduction, des dettes publiques (en points de PIB). Il s'agit plutôt de ne pas sur-réagir à une menace très hypothétique pour la plupart des pays développés. En tout état de cause, la résorption des déficits publics sera longue et douloureuse et entravera la croissance pour les prochaines années. Elle imposera des choix difficiles aux démocraties des pays développés. L'épouvantail de la sanction des marchés, de la discipline du « fou » n'est pas nécessaire.

Une récession mondiale d'ampleur inédite

Le choc subi par l'économie mondiale en 2009 est d'une ampleur inédite depuis la Seconde Guerre mondiale. Trois chocs se sont cumulés et ont constitué une spirale récessive qui a touché à des degrés divers toutes les économies de la planète. Le premier choc concerne le bilan des institutions financières. Premières touchées par la crise des *subprime*, les banques ont vu leur bilan se dégrader à la suite de la contraction brutale de la valeur de leurs actifs. Après la faillite de Lehman Brothers, seule la réaction immédiate et concertée des principales banques centrales, relayée par les garanties et recapitalisations publiques, a permis d'éviter une course aux guichets et des faillites bancaires en chaîne. Le spectre d'une réplique de la crise de 1929 a été conjuré mais les banques sont encore fragilisées et la restauration de leurs bilans n'est pas terminée. Ce choc financier a entraîné un choc de demande négatif catalysé par l'effondrement du commerce mondial puis amplifié par la hausse du chômage, la contraction des rémunérations et la chute conjointe de l'investissement productif et logement. Ce deuxième choc a été partiellement amorti par les stabilisateurs automatiques mais n'est toujours pas absorbé. Fin 2009, la production industrielle des pays développés était encore inférieure de 14 % au niveau du printemps 2008. Enfin le troisième choc concerne la valorisation des entreprises. La période de forte croissance entre 2004 et 2007 avait conduit à une anticipation trop optimiste des perspectives de rentabilité des entreprises et leur survalorisation sur les marchés boursiers. La correction a été brutale : la capitalisation boursière mondiale a perdu 57 points de PIB entre octobre 2007 et mars 2009. Toutes proportions gardées, c'est équivalent à la perte subie par le Japon douze mois après l'éclatement de la bulle financière en 1990 (60 points de PIB japonais).

Dès le deuxième trimestre 2009, l'économie mondiale est sortie de la récession sous l'impulsion de l'Asie (Japon compris) et de l'Amérique latine. Les États-Unis et la zone euro ont suivi au troisième trimestre 2009. Malgré un quatrième trimestre dynamique, le PIB mondial a baissé en moyenne annuelle en 2009 (- 1 %) pour la première fois depuis la Seconde Guerre mondiale (tableau 1). La récession a été profonde dans les pays industriels avec une chute du PIB de 3,4 % en 2009. Parmi ces pays, l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et le Japon ont perdu environ 5 points de PIB. Le PIB n'a baissé que de 2,4 % aux États-Unis contre 4 % dans la zone euro. Les pays de l'OCDE les plus touchés ont été la Finlande, l'Irlande, le Mexique et la Turquie, dont l'activité s'est contractée entre 6,5 et 8 %.

La croissance a mieux résisté dans les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. La Chine continue à battre des records de croissance avec une progression du PIB de 8,7 % en 2009. L'Inde et l'Indonésie sont aussi très dynamiques et croissent au rythme de 5,7 et 4,5 % respectivement. À l'exception du Mexique, dont l'économie est très dépendante des États-Unis, l'Amérique latine a bien résisté avec une croissance de 0,9 % en Argentine et une faible récession (- 0,2 %) au Brésil. À l'inverse, les pays d'Europe centrale et orientale ont été durement éprouvés. En 2009, la Russie a vu son PIB chuter de 7,9 %, l'Ukraine de 14 % et les pays Baltes de 15,6 % en moyenne. Dans cette région, seule la Pologne a réussi à maintenir une croissance positive.

Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume		
		2009	2010	2011
Allemagne	4,4	-4,9	1,8	1,7
France	3,2	-2,2	0,9	1,4
Italie	2,8	-5,1	0,5	1,1
Espagne	2,1	-3,9	-0,9	1,6
Pays-Bas	1,0	-4,0	1,4	2,0
Belgique	0,6	-3,0	1,3	1,6
Autriche	0,5	-3,6	1,2	2,1
Finlande	0,6	-7,8	0,5	2,7
Portugal	0,4	-2,7	1,1	1,5
Grèce	0,3	-2,0	-0,7	1,1
Irlande	0,3	-6,9	-1,4	1,2
Zone euro	16,4	-4,0	0,9	1,6
Royaume-Uni	3,4	-4,9	0,8	1,6
Suède	0,5	-4,7	2,3	2,7
Danemark	0,3	-5,1	1,2	1,9
Union européenne à 15	20,5	-4,3	0,8	1,6
12 nouveaux pays membres	2,7	-3,4	1,3	3,0
Union européenne à 27	23,3	-4,1	0,9	1,8
Suisse	0,5	-1,5	1,3	1,8
Norvège	0,4	-1,4	2,7	2,8
Europe	24,1	-4,1	0,9	1,8
États-Unis	21,8	-2,4	2,5	2,0
Japon	6,7	-5,2	2,2	1,6
Canada	2,0	-2,6	2,5	2,4
Pays industriels	56,3	-3,4	1,7	1,8
Pays candidats à l'UE[2]	1,2	-5,7	-0,3	2,3
Russie	3,2	-7,9	3,9	4,6
Autres CEI[3]	1,3	-4,3	3,4	5,0
Chine	11,0	8,7	10,0	9,0
Autres pays d'Asie	13,2	2,8	6,1	6,3
Amérique latine	7,9	-2,3	4,4	3,8
Afrique	3,4	1,9	4,3	5,3
Moyen-Orient	2,5	2,2	4,5	4,8
Monde	100	-1,0	3,6	3,7

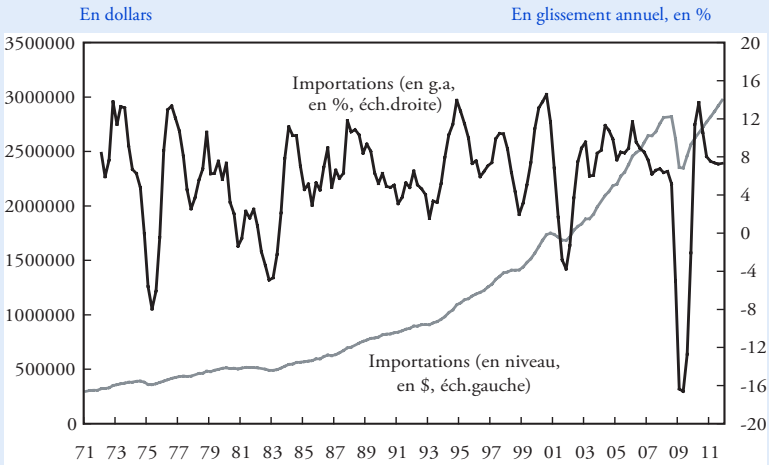
1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.
2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2010.

La croissance mondiale repartira en 2010 et 2011, mais à un rythme inférieur à celui de la période 2004-2007 (4,9 % en moyenne). Le découplage entre pays émergents et pays développés se confirme. Tandis que les premiers ont renoué avec la croissance au deuxième trimestre 2009 à un rythme annualisé de 10 %, les seconds ne sont repartis qu'au troisième trimestre au rythme de 2 % l'an. Du point de vue de la production industrielle, les pays émergents ont déjà dépassé le point haut de 2008 alors que les pays développés se situent encore à un niveau de 14 % inférieur. Les pays émergents semblent donc sortir renforcés de la crise, d'autant que leur croissance est principalement tirée par la demande intérieure.

Le commerce extérieur moteur ou vecteur de croissance ?

La reprise du commerce mondial est le signe le plus tangible du retour de la croissance. Après avoir chuté de 16,6 % entre octobre 2008 et mars 2009, les importations mondiales ont stagné au deuxième trimestre 2009 (graphique 3), puis repris 9,2 % au second semestre. Elles ont commencé à repartir dès le deuxième trimestre dans les pays en développement d'Asie et au Brésil, mais ont continué de baisser dans les pays industrialisés. Au-delà du décalage temporel, le rythme de reprise est également plus important dans les pays en développement (+ 12 % au second semestre 2009) que dans les pays industrialisés (+ 7,4 %). Ainsi l'Asie en développement contribue davantage à la reprise du commerce mondial au second semestre 2009 que les États-Unis, l'Union européenne à 15 et le Japon réunis, alors que son poids dans les importations mondiales n'est que de 23 % (contre 52 % pour les autres). Selon nos prévisions, le niveau des importations mondiales en volume devrait dépasser au premier trimestre 2011 le sommet atteint en 2008 et progresserait de 7,4 % en 2011 (graphique 3). Le commerce extérieur mondial

Graphique 3 : Évolution du commerce mondial depuis 1970



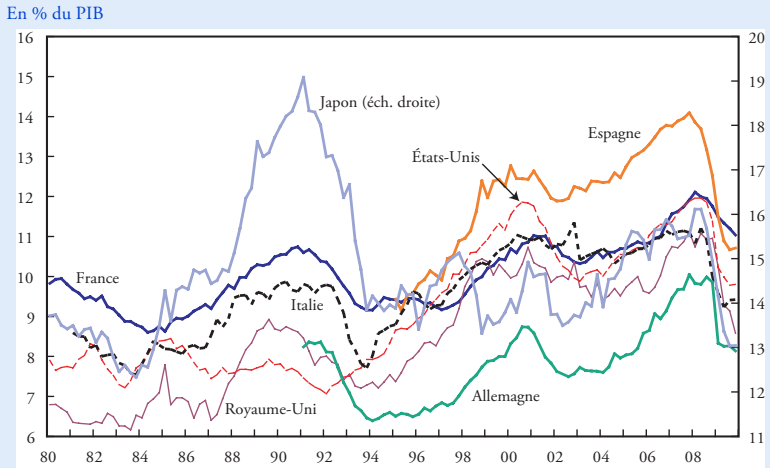
Sources : FMI, données nationales, calculs et prévision OFCE avril 2010.

retrouverait une croissance comparable à la moyenne des dix années qui ont précédé la crise (7,5 % de 1997 à 2007). Au total, les importations croîtraient de 19 % entre 2009 et 2011 dans le monde (13 % pour les pays industrialisés et 28 % pour les pays en développement).

Les surcapacités freinent l'investissement

Durant quatre années, la croissance de la formation brute de capital fixe (FBCF) productive a été très dynamique dans tous les pays industrialisés : de 2004 à 2007, elle a été en moyenne annuelle de 8,2 % en volume en Allemagne, de 6,9 % en Espagne, de 6,7 % aux états-Unis, de 6 % au Royaume-Uni, de 5,2 % en France, de 4,9 % au Japon et de 2,8 % en Italie. Cela s'est traduit par une hausse significative des taux d'investissement productif dans tous les pays : entre le début de l'année 2004 et la fin 2007, la hausse a été comprise entre 0,5 point de PIB en Italie et 2,4 points en Allemagne (0,9 au Japon, 1,3 en France et au Royaume-Uni, 1,7 en Espagne et aux États-Unis) (graphique 4). En revanche depuis la fin 2007 – début 2008, tous les pays connaissent une contraction spectaculaire de leurs capacités de production, sous l'effet du retournement brutal de la croissance dont les effets sont amplifiés par l'effet d'accélérateur et la réduction du levier de l'endettement. Entre le point haut (premier trimestre 2008) et le dernier point bas connu (troisième ou quatrième trimestre 2009 selon les pays), la baisse du taux d'investissement est comprise entre 1,1 point de PIB en France et 3,4 points de PIB en Espagne (1,9 pour l'Allemagne, 2,0 pour l'Italie, 2,2 pour les États-Unis, 2,5 pour le Royaume-Uni et 3,1 pour le Japon, tableau 2).

Graphique 4 : Taux d'investissement productif



Sources : comptes nationaux, calculs OFCE.

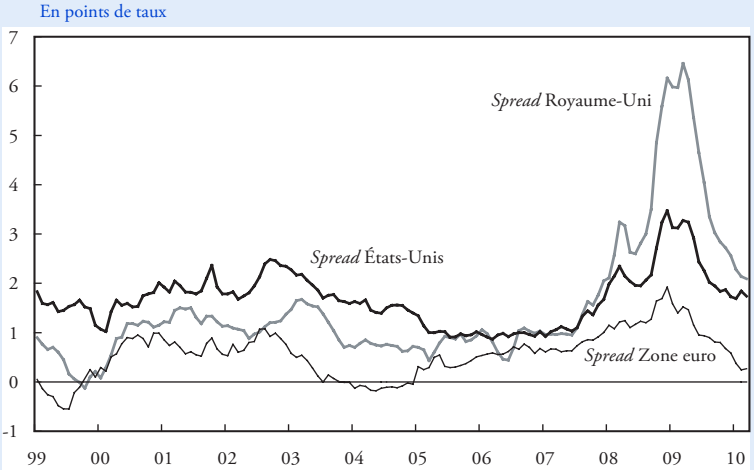
Tableau 2 : Variation de la FBCF productive

		All	Esp	France	Italie	RU	EU	Japon
Du point haut (T1 2008) au point bas constaté (T3 ou T4 2009)	En points de PIB	-1,9	-3,4	-1,1	-2,0	-2,5	-2,2	-3,1
	En %	-22,4	-27,4	-11,0	-20,9	-27,0	-20,9	-24,9

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

À l'exception notable de la France, la plupart des grands pays industrialisés semblent avoir atteint un point bas dans l'ajustement de leurs capacités de production. En effet, la violence de la crise a entraîné un sur-ajustement des capacités productives des entreprises ; confrontées à une baisse drastique de leurs carnets de commande et à des difficultés brutales de financement, ces dernières n'ont eu d'autre choix que d'interrompre ou reporter leurs projets d'investissement. La réduction des écarts de taux (*spreads*) obligataires pour les entreprises (graphique 5) et l'amélioration des conditions de prêts bancaires au secteur privé conduiraient aujourd'hui certaines entreprises à débloquer des fonds pour relancer leurs investissements mis entre parenthèses durant la période d'instabilité financière. Ce mécanisme constitue un levier fort pour une croissance dynamique de l'investissement futur mais les entreprises se trouvent encore contraintes par la faiblesse de leurs débouchés. Les enquêtes dans l'industrie révèlent en effet des surcapacités de production très élevées dans tous les pays.

Graphique 5 : Écart de taux (*spread*) entre obligations privées *middle rate* et obligations publiques à dix ans

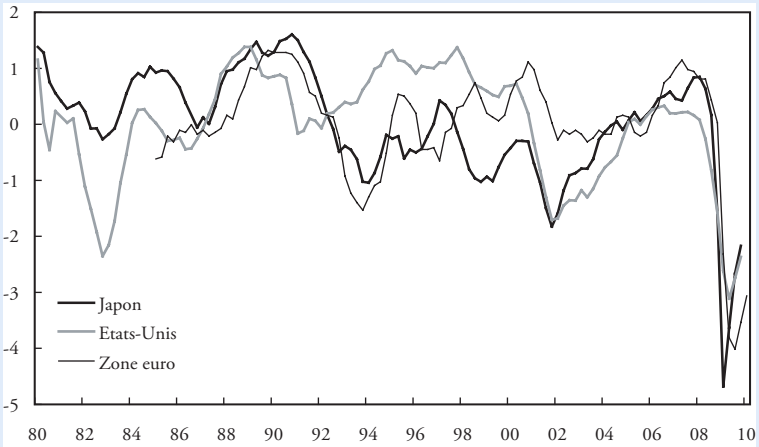


Source : Datastream.

Malgré la baisse drastique de l'investissement, les taux d'utilisation des capacités de production affichent début 2010 des niveaux encore nettement inférieurs aux points bas atteints lors des précédentes crises (graphique 6). Dans un environnement de croissance molle pour les années 2010 et 2011, en particulier dans la zone euro, ces surcapacités de production seront longues à éponger et constitueront le principal frein à la reprise de l'investissement. Seules une reprise forte de l'activité ou une nette augmentation du taux de déclassement permettraient de réduire rapidement les surcapacités. La hausse du nombre de faillites devrait avoir un impact sur le taux de déclassement mais pourrait se traduire d'un point de vue macroéconomique par une augmentation du coût du capital qui pèserait sur la rentabilité du capital. Cette chute de la rentabilité peut ne concerner qu'une fraction des entreprises (celles qui font faillite) et donc qu'une fraction des investisseurs, sans obérer la rentabilité des investissements des autres entreprises ou de nouveaux projets. Mais pour satisfaire un projet d'investissement, il faudrait alors tenir compte de la possibilité de se tourner vers le marché de l'occasion plutôt que d'enclencher la mise en production de capacités nouvelles.

Graphique 6 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

En %, centré-réduit



Sources : Enquêtes nationales.

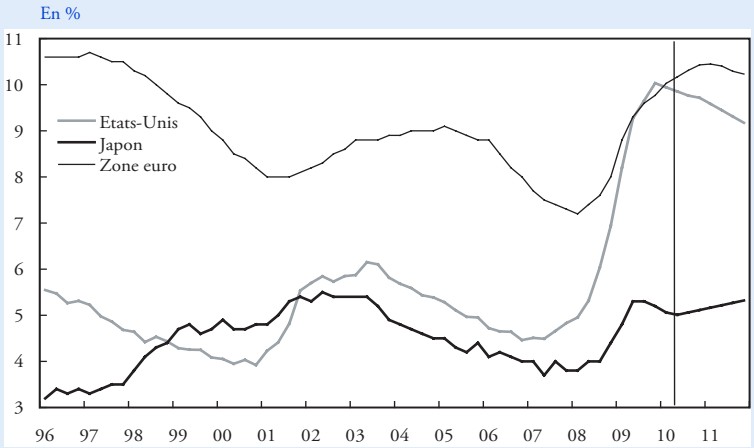
Des chômeurs toujours plus nombreux

Il a fallu attendre plus d'un an pour que les répercussions de la crise financière sur la population active apparaissent au grand jour. Si le ralentissement de l'activité a commencé dès le deuxième trimestre 2008, l'ajustement de l'emploi n'a véritablement débuté qu'au quatrième trimestre 2008. En 2009, le chômage a progressé de façon ininterrompue et soutenue. Aucun pays n'a été épargné : d'après

le rapport annuel du BIT, le nombre de sans-emplois dans le monde a atteint près de 212 millions de personnes en 2009, soit 34 millions de chômeurs supplémentaires par rapport à 2007, l'année de la crise. Le chômage touche les pays développés comme les pays en développement, mais selon des modalités différentes : dans les pays développés, on observe l'augmentation du taux d'inactivité parmi les personnes en âge de travailler, alors que dans les pays en développement, des emplois de qualité ont été supprimés, les travailleurs affectés se tournent alors vers le secteur informel ou deviennent des travailleurs pauvres.

Les pays de la Triade (Union européenne, États-Unis, Asie du Sud-Est) ont connu des scénarios quelque peu différents. L'Asie du Sud-Est apparaît comme la région la plus épargnée, avec un taux de chômage de 4,4 % [1] fin 2009. Le Japon est traditionnellement moins touché par la montée du chômage, car l'ajustement du marché du travail se fait davantage sur les salaires et le temps de travail : on enregistre « seulement » un million de chômeurs supplémentaires entre début 2008 et fin 2009, ce qui porte le taux de chômage à 5,2 %. À l'inverse, dans l'Union européenne et aux États-Unis, la progression du chômage s'est accélérée en 2009. Entre début 2008 et fin 2009, le nombre de chômeurs a doublé aux États-Unis, passant de 7,6 à 15,4 millions de personnes, et le taux de chômage a atteint la barre des 10 % fin 2009 (graphique 7). Un taux identique en zone euro, où le nombre de chômeurs a augmenté de 4,4 millions, principalement du fait de l'Espagne (2 millions de chômeurs supplémentaires). Au Royaume-Uni, le taux de chômage est passé de 5,2 à 7,8 %, niveau qui n'avait pas été atteint depuis 1996. L'Europe centrale et orientale n'a pas été davantage épargnée : le taux de chômage y atteint plus de 10 %.

Graphique 7 : Évolution du taux de chômage (1996-2011)



Sources : Datastream, prévision OFCE avril 2010.

1. Chiffre du BIT.

La récession a entraîné la destruction de nombreux emplois dans les services marchands, dans l'industrie, mais surtout dans le secteur du bâtiment, qui a été littéralement sinistré. La destruction d'emploi a été plus forte aux États-Unis (- 3,8 % en 2009) que dans la zone euro (- 1,7 %). Cela étant, la moins mauvaise performance de la zone euro ne doit pas occulter les disparités nationales : l'Allemagne, grâce à un recours massif au chômage partiel, a réussi à maintenir l'emploi total à son niveau de 2008. La France, l'Italie et le Royaume-Uni ont pu limiter les destructions d'emploi, affichant des baisses d'emploi total de 1,2 %, 1,7 % et 1,6 % respectivement. En revanche, l'Espagne a payé un lourd tribut : l'emploi total y a baissé de 6,7 % en 2009 – un tiers de la baisse est imputable au secteur de la construction et un quart au secteur industriel. Dans tous les pays industrialisés, c'est le secteur du bâtiment qui a été le plus touché. Le nombre d'emplois salariés dans le bâtiment a chuté de 9 % en zone euro [2] (dont 24 % en Espagne), 14 % aux États-Unis, et de 17 % au Japon. La durée moyenne du chômage a également fortement augmenté. Aux États-Unis, elle a quasiment doublé, passant de 16,8 semaines fin 2007 à 30,2 semaines début 2010.

Le chômage a crû en dépit de la stagnation de la population active. Ainsi, en raison des effets de flexion, certaines catégories de population, telles que les femmes, les jeunes ou les chômeurs découragés, décident de sortir du marché du travail. Aux États-Unis, entre fin 2008 et fin 2009, la population active s'est ainsi réduite de 1,1 million de personnes. Même si la baisse est moins forte en zone euro (- 0,3 %), elle intervient après plusieurs années de hausse ininterrompue.

Les plans de relance mis en place par les gouvernements ont néanmoins permis, d'amortir l'impact de la crise sur les emplois. Certains pays ont donné la priorité aux politiques conjoncturelles de maintien dans l'emploi, avec le recours généralisé au dispositif de chômage partiel. C'est en Allemagne et au Japon que la mesure a connu le plus vif succès : en 2009, elle aurait permis de préserver 1,2 million [3] d'emplois en Allemagne et 2 millions [4] au Japon (soit 3 % de la population active). Au Japon, l'ajustement s'est matérialisé par la baisse du nombre d'heures travaillées (- 3 % en 2009) et des salaires nominaux (- 3,9 %). La part variable de la rémunération, sous la forme de bonus versés deux fois par an (juillet et décembre) est très importante au Japon et sert de variable d'ajustement. En Allemagne, en revanche, le nombre d'heures travaillées est resté stable. D'autres pays (Royaume-Uni, France) ont quant à eux laissé le marché de l'emploi s'ajuster spontanément.

Ce traitement différencié du chômage a eu un impact sur le cycle de productivité. Si l'on excepte l'Espagne qui, en raison de l'explosion du chômage, connaît une productivité largement supérieure à sa tendance de long terme, le cycle de productivité dans le secteur marchand, après avoir atteint un creux au premier

2. Moyenne des quatre plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Espagne, Italie).
3. Chiffre de l'Institut allemand de recherche sur le travail.
4. Estimation du nombre de salariés maintenus dans l'emploi grâce aux mesures de chômage partiel, décembre 2009.

trimestre 2009, tend à se refermer dans tous les pays industrialisés. Selon le rythme de rattrapage et l'horizon de retour à la tendance, on distingue trois modèles-types. Le premier modèle de rattrapage rapide est celui des États-Unis ou de la France : la productivité y a mieux résisté qu'ailleurs (- 2,4 % pour les États-Unis, - 3 % pour la France au premier trimestre 2009) et, depuis le deuxième trimestre 2009, ces pays connaissent une hausse continue du chômage et une reprise de la croissance. En conséquence, le retour à l'équilibre de long terme s'avère rapide : les États-Unis ont renoué avec leur niveau de long-terme dès la fin 2009, et la France devrait faire de même courant 2010. Le second modèle est celui de l'Allemagne et de l'Italie, qui après avoir connu une importante chute de la productivité (- 4,5 % en Allemagne, - 5,4 % en Italie au premier trimestre 2009), notamment en raison des mesures de soutien de l'emploi, sont sur la voie d'un rattrapage rapide et devraient retrouver leur rythme de long terme fin 2011. Ce rattrapage serait dû au durcissement des dispositifs de maintien dans l'emploi, à la transformation du chômage partiel en chômage total et à la reprise de la croissance. Le dernier type regroupe les pays « à la traîne », Japon et Royaume-Uni, deux pays qui ont connu une forte dégradation de leur productivité début 2009, du fait d'une hausse du chômage limitée (dispositifs de chômage partiel au Japon, effondrement du nombre d'heures travaillées au Royaume-Uni), et pour lesquels nous prévoyons que le cycle de productivité ne se refermerait pas complètement à l'horizon de la prévision. En effet, au Japon, les dispositifs de chômage partiel se poursuivraient en 2010. Au Royaume-Uni, la reprise de la croissance permettrait d'augmenter la productivité, mais pas assez pour refermer le cycle.

Deux facteurs-clés expliqueraient le profil du chômage en 2010 : l'ajustement de l'emploi lié à la fermeture du cycle de productivité et la fragile reprise de la croissance. Dans les pays où l'ajustement de l'emploi se poursuit (zone euro et Japon), le chômage continuerait à progresser en 2010 mais à des rythmes plus faibles. Ainsi, en zone euro, nous prévoyons un surcroît de 1,5 million de chômeurs. Les États-Unis, en raison de la flexibilité de leur marché du travail, ont connu un ajustement brutal, mais qui semble terminé ; ils devraient donc connaître une stagnation du taux de chômage, voire l'amorce d'une décrue (9,7 % prévu fin 2010). Mais, dans l'ensemble des pays développés, il faudra attendre 2011 pour que le chômage stagne ou amorce une décrue ralentie par les effets de flexion et la progression de la population active.

Ces conclusions sont en accord avec le rapport du BIT [5] qui conclut que dans les pays industrialisés, il faudrait attendre au moins jusqu'en 2013 pour que l'emploi retrouve son niveau d'avant la crise. Dans les pays émergents et en développement, la récupération pourrait s'amorcer dès 2010 sans pour autant atteindre le niveau antérieur à la crise avant 2011.

5. Rapport annuel du BIT sur le travail dans le monde, 2009.

Ménages de tous les pays…

La crise affecte la situation des ménages. Les premiers touchés sont ceux qui ont imprudemment investi dans l'immobilier, attirés par des conditions de crédit leur ayant procuré une solvabilité illusoire. D'autres ménages, dont les charges liées à l'endettement étaient compatibles avec leur revenu, ont pu également devenir insolvables du fait de la montée du chômage. L'augmentation des créances douteuses et, par la suite, des taux de défaut, a accéléré les saisies immobilières. Celles-ci ont alimenté le marché en biens et renforcé le recul initial du prix des logements.

Les ménages propriétaires de leur logement, et qui n'ont pas été directement touchés comme les précédents grâce à des modalités d'emprunt plus prudentes ou à la préservation de leur solvabilité durant la crise, ont pourtant été affectés par le biais de la baisse du prix, en subissant des pertes de richesse immobilière liées à la dévalorisation de leur bien. Aux États-Unis, ces pertes ont atteint 65 % du revenu disponible brut entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009 (tableau 3). Les données correspondantes ne sont pas disponibles pour l'Europe, mais l'évolution négative des prix de l'immobilier dans les grands pays de la zone entre leur pic respectif et la fin de 2009 (- 7,3 % en France, - 9,5 % en Espagne et - 17 % au Royaume-Uni) laissent à penser que les pertes ont été importantes, mais moindres qu'aux états-Unis où les prix se sont effondrés de 25 %.

Tableau 3 : Variation de la richesse des ménages

En % du revenu disponible brut

	États-Unis		Zone euro	
	Du T2 2007 au T1 2009	Du T1 2009 au T3 2009	Du T2 2007 au T1 2009	Du T1 2009 au T3 2009
Richesse immobilière	-65,4	+5,7	n.d.	n.d.
Richesse financière *dont*	-96,9	+45,6	-17,7	+17,5
actions cotées	-46,6	+23,6	-12,9	+3,4
actions non cotées	-19,5	-3,0	-11,6	+4,5
parts d'OPCVM	-14,7	+10,7	-7,1	+2,3
assurances et fonds de pension	-32,6	+18,4	+1,0	+4,7
Capitalisation boursière	-75,9	+30,4	-60,4	+24,5

Sources : Datastream, calculs OFCE (variations calculées en fin de période).

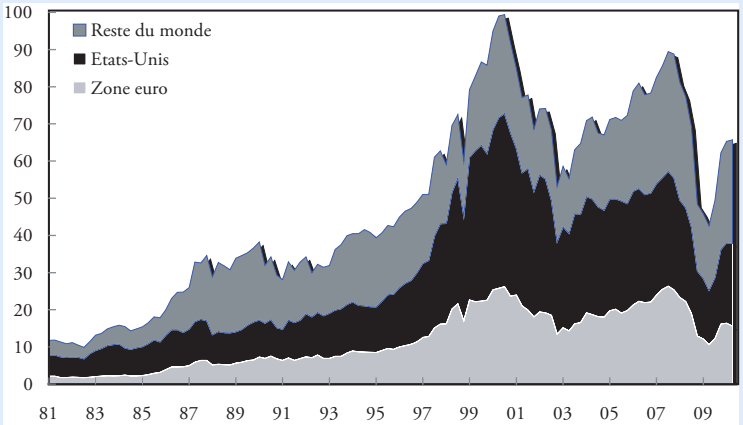
Aux pertes de richesse immobilière se sont ajoutées les pertes de richesse financière, induites par l'effondrement généralisé des bourses dans les pays développés. Entre la fin du deuxième trimestre 2007 et la fin du premier trimestre 2009, la capitalisation boursière mondiale a fondu de 50 %, comme celle des États-Unis. En zone euro la chute a été de 57 %. Si l'on compare les pertes de capitalisation boursière au revenu disponible brut, les États-Unis ont été plus

affectés (- 75,9 % du RDB) que la zone euro (- 60,4 % du RDB) du fait d'une proportion de ménages détenteurs d'actions quatre fois moindre en zone euro qu'aux États-Unis. Par ailleurs, l'impact sur la richesse des ménages aura été beaucoup plus faible en Europe (- 17,7 %) qu'aux États-Unis (- 96,9 %). Les comportements d'épargne des ménages européens rendent leur patrimoine moins sensible aux fluctuations boursières, du fait de l'existence d'un système de protection sociale par prélèvements obligatoires et d'une place importante des systèmes de retraite par répartition. En contrepartie, les pertes financières, qui n'apparaissent pas au patrimoine des ménages européens, ont été essuyées par les organismes d'assurance alors qu'aux États-Unis, elles ont été supportées directement par les cotisants aux fonds de pension.

Depuis mars 2009, les bourses ont rebondi, atténuant quelque peu les conséquences dévastatrices de la crise sur les patrimoines. Entre son point bas et avril 2010, la capitalisation boursière mondiale a regagné 20 points de PIB (graphique 8). Le rattrapage est cependant loin d'être homogène. Les gains les plus importants proviennent des pays émergents avec 10 points de PIB mondial, contre 6 points pour les États-Unis et 4 points pour l'Europe. En outre, ce rattrapage n'est que très partiel. Par rapport au pic atteint à la mi-2007, les pertes s'élèvent encore à 10 points de PIB en Europe, à 9 points au États-Unis, et à 4 points dans les pays émergents.

Graphique 8 : Capitalisation boursière mondiale

En % du PIB mondial



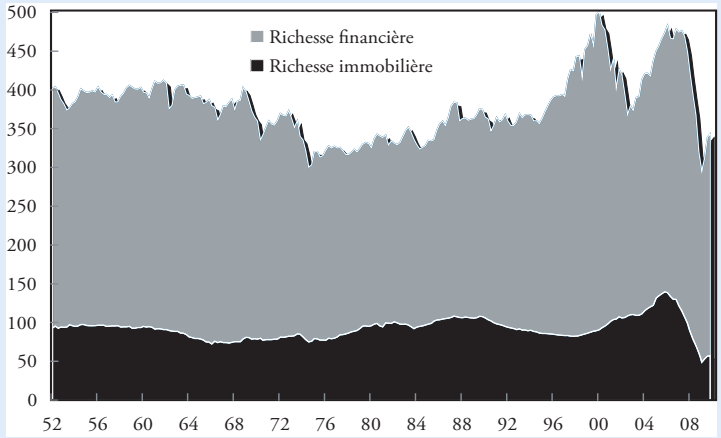
Sources : Datastream, calculs OFCE.

Les effets de la crise sur les patrimoines sont donc loin d'être effacés. La persistance de larges capacités de production inemployées héritées de la récession va en outre rendre nécessaire la poursuite de l'ajustement du stock de capital. Les destructions de capacité que cet ajustement sous-tend, par les faillites ou par la mise

au rebut d'équipements inutilisables, vont peser sur la valeur des entreprises et sur la capitalisation boursière. Il est donc peu probable que le patrimoine des ménages sorte indemne des événements de ces dernières années. Pour autant que les niveaux de longue période puissent servir de référence, les pics de richesse de 2000 et de 2007 apparaissent comme des anomalies historiques (graphique 9) liées à la formation de bulles sur les marchés d'actifs – bulle internet dans la seconde moitié des années 1990, bulle immobilière dans les années 2000. Le rattrapage récent des bourses apparaît comme la correction d'un sur-ajustement baissier et, sauf à envisager la formation d'une nouvelle bulle, le retour à la situation de 2000 ou de 2007 n'est pas envisageable. Ces « pertes sèches » de patrimoine devraient donc brider durablement les dépenses de consommation au profit de l'épargne.

Graphique 9 : Richesse des ménages américains

En % du revenu disponible



Sources : Flow of Funds, calculs OFCE.

Les ménages auront donc subi des pertes de richesse importantes, tant financières qu'immobilières. Face à la dévalorisation de leur patrimoine, les consommateurs-épargnants sont enclins à épargner davantage dans le but de retrouver une richesse constituée pour la retraite, pour les soins de santé là où la protection sociale n'est pas financée par prélèvements obligatoires, pour les études des enfants et, d'une manière générale, pour toute opération impliquant un transfert de pouvoir d'achat dans le temps.

L'effet des pertes de richesse immobilière sur la consommation et l'épargne est cependant moins direct que la perte de richesse financière. L'immobilier permet certes de transférer du pouvoir d'achat dans le temps, mais ce pouvoir d'achat est moins facilement mobilisable que les actifs financiers et non divisible. En outre, l'immobilier rend un service de logement. Les motifs de détention d'un patrimoine immobilier sont donc différents de ceux de la détention d'un patrimoine financier.

De plus, une dévalorisation du patrimoine immobilier constitue certes une diminution de la richesse, mais cette dépréciation est contrebalancée par la diminution du prix du service de logement qui permet de consacrer une part moins importante de son revenu au logement. Au niveau agrégé, l'effet global est ambigu puisque les ménages propriétaires perdent de la richesse, mais les ménages locataires gagnent en pouvoir d'achat. C'est pourquoi, les pertes de richesse immobilière potentielles ont un impact sur la consommation bien moindre que les pertes de richesse financière.

Les effets de richesse liés à l'immobilier passent davantage par le canal du crédit. En répondant à la demande de crédit immobilier émise par les ménages, les banques favorisent la circulation des logements entre les ménages acheteurs et les ménages vendeurs. Cette plus grande activité du marché immobilier permet aux ménages vendeurs de réaliser leurs plus-values. Dans le cas où le vendeur rachète un logement comparable, les plus-values sont implicitement réinvesties et sont d'une manière générale sans effet sur la consommation. Par contre, certains ménages ne rachèteront pas un logement équivalent et conserveront une fraction de ces plus-values sous forme de liquidités qui pourront être affectées à la consommation. Sans contrepartie en termes de revenu, ce supplément de consommation est à l'origine d'une baisse du taux d'épargne.

Ce mécanisme, qui avait fait les belles heures du marché immobilier et dopé la consommation dans la décennie 2000, s'est enrayé. La crise financière à conduit les banques à restreindre le crédit, ce qui a freiné les injections de liquidités, déprimé le marché, ralenti les transactions, tari les opportunités de réalisation des plus-values par les vendeurs en dernier ressort, et finalement provoqué une remontée du taux d'épargne.

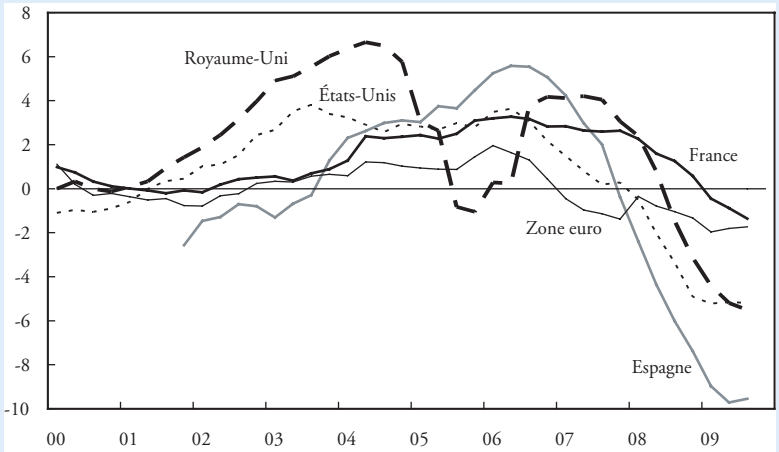
L'ampleur du freinage de l'injection de liquidités lié à la contraction du crédit immobilier peut être illustrée par le calcul de l'extraction hypothécaire. Celui-ci consiste à retrancher l'investissement en logement de la variation de l'endettement à l'habitat afin d'isoler le montant des nouveaux crédits restants aux ménages (les crédits pour l'achat de logements neufs servant à rémunérer les constructeurs). C'est ainsi qu'aux états-Unis, les injections de liquidités induites par le crédit au logement ont représenté entre 2 et 4 % du revenu disponible brut durant le boom de l'immobilier, davantage encore au Royaume-Uni et en Espagne avec des pics à 6 %, pour s'effondrer de près de 10 points durant la crise, la palme revenant à l'Espagne avec une chute de 16 points (graphique 10). En France, la chute est survenue plus tard, et a été de moindre ampleur, signe que la contraction du crédit a été moins vive qu'outre-Atlantique avec un recul de l'extraction hypothécaire d'environ 5 points du revenu disponible brut.

Jusqu'à présent, les effets de la crise sur le revenu des ménages dans les grands pays sont restés contenus. Le recul de l'emploi a entamé la masse salariale (graphique 11), mais les dispositifs mis en place (chômage partiel, indemnisation du chômage) ont permis de limiter l'impact sur le revenu des ménages malgré la baisse des revenus d'activité. Cependant, ces dispositifs amortisseurs sont par nature

temporaires. Le chômage partiel, largement utilisé en Allemagne et au Japon, sera appelé à se transformer en chômage au sens strict si la sous-utilisation de la main-d'œuvre maintenue artificiellement dans l'emploi perdure. Dans les pays où la baisse de l'activité s'est traduite par des chômeurs supplémentaires, l'arrivée en fin de droits à l'indemnisation des cohortes issues de la récession va peser directement sur le revenu des ménages.

Graphique 10 : Extraction hypothécaire *

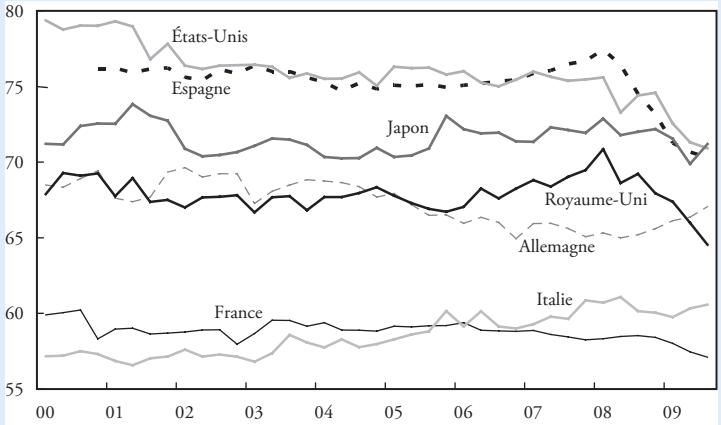
En % du RDB, écart à la moyenne de long terme



* Variation sur un an du taux d'endettement à l'habitat – taux d'investissement en logement.
Sources : Réserve fédérale, BEA, INSEE, Banque de France, calculs OFCE.

Graphique 11 : Part de la masse salariale dans le revenu des ménages

En % du RDB



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Finances publiques : les déficits explosent

Contrepartie des plans de relance, des recapitalisations de banques et de la baisse d'activité en 2009, les déficits publics se sont fortement creusés dans l'ensemble des pays industrialisés. Selon les prévisions de la BRI [6], la dette totale des pays industrialisés dépasserait 100 % du PIB en 2011, une situation jusqu'à présent inédite en temps de paix. Si l'on cherche à quantifier l'effet de la crise, il faut considérer non seulement l'ampleur de la chute d'activité (- 3,4 % de PIB en 2009 dans les pays industrialisés), mais également l'ampleur du creusement des déficits, qui a permis d'atténuer la crise.

Au sein de la zone euro, à l'exception de la Finlande, du Luxembourg et de Chypre), aucun pays n'a réussi à respecter le seuil de 3 % [7]. Certains affichent des déficits considérables en 2009 (tableau 4) : 11,4 % en Espagne, 11,7 % en Irlande et 12,7 % en Grèce. Avec un déficit de 7,5 % du PIB, et une dette publique brute qui atteint 77,6 % du PIB, la France affiche une situation plus dégradée que la moyenne de la zone euro (graphique 12). Quant à la rigoureuse Allemagne, son déficit est plus modeste (- 4,7 %), mais néanmoins supérieur au seuil de 3 %. Hors zone euro, le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon ont également vu leurs déficits publics se creuser : en 2009, ils atteignent respectivement 11,4 %, 11 % et 8,3 % du PIB.

Les mesures budgétaires adoptées, notamment par le biais des plans de relance, diffèrent par leur calendrier et par leur ampleur. Les politiques budgétaires ont pris un caractère expansionniste dès 2008 en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, et seulement à partir de 2009 en Allemagne, en France et au Japon. De 2008 à 2010, elles représentent une injection de 7,7 points de PIB au Royaume-Uni, de 7,5 points aux États-Unis, de 5,8 points au Japon, de 3,7 points en Allemagne et seulement de 3,1 points en France [8].

L'année 2009 a été marquée par l'ampleur des plans de relance qui, pour produire leurs effets, se sont voulus massifs, coordonnés, et efficaces à court terme. Aux États-Unis, un plan de 838 milliards de dollars fut adopté en février 2009 – incluant l'*American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)* [9] de 2009 – représentant environ 5 points de PIB sur deux ans. Au Japon, l'un des pays de l'OCDE les plus touchés par la crise, les cinq plans de relance annoncés depuis août 2008 ont représenté un effort total de 6 points de PIB, soit 240 milliards d'euros.

6. Cecchetti S. G., M.S. Mohanty et F. Zampolli : *The future of public debt: prospects and implications,* BIS Working Paper n° 300, mars 2010.
7. Seuil fixé par le traité de Maastricht, qui représente le rapport déficit public/PIB.
8. Pour les modalités de calcul des impulsions budgétaires cumulées et pour plus de détails sur les mesures adoptées, on se reportera à l'article « Europe, États-Unis, Japon : quelles politiques budgétaires de sortie de crise ? », *Revue de l'OFCE,* n° 112, janvier 2010.
9. Dans le cadre de l'*American Recovery and Reinvestment Act (ARRA)*, 100 milliards de dollars d'allègements fiscaux ont été offerts aux ménages en 2009 sous la forme de crédit d'impôts.

Tableau 4 : Dette publique nette et solde public

	Année 2009		2007-2010
	Dette publique nette *en % du PIB nominal*	Déficit public *en % du PIB nominal*	Variation du déficit public *en points de PIB*
Total zone euro	51,7	-6,2	-5,8
Allemagne	50,2	-4,7	-5,7
Autriche	38,1	-3,5	-4,2
Belgique	81,3	-5,9	-4,6
Espagne	33,2	-11,4	-12,2
Finlande	-52,1	-2,2	-8,8
France	53,1	-7,5	-5,3
Grèce	86,1	-12,7	-5
Irlande	24,9	-11,7	-11,9
Italie	97,4	-5,3	-3,6
Luxembourg	-44,6	-2,3	-8
Pays-Bas	30,9	-4,9	-6,3
Portugal	55,6	-6,7	-5
Suède	-16,7	-1,9	-6,8
Royaume-Uni	46,9	-11,4	-9,4
Etats-Unis	56,4	-11	-10,1
Japon	96,5	-8,3	-7,2

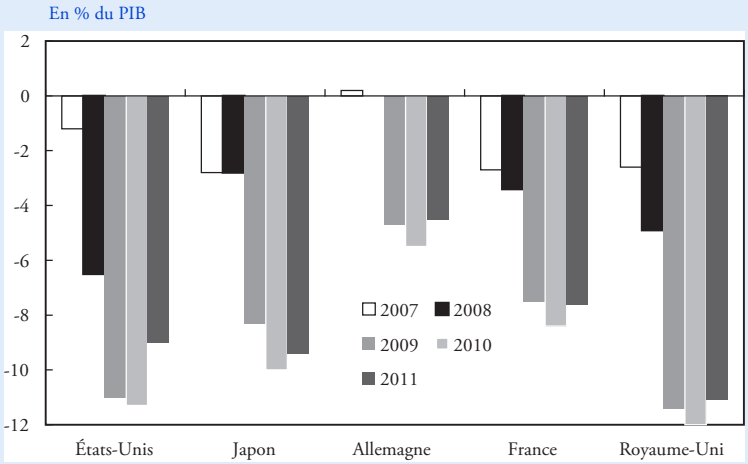
Sources : Données de l'OCDE (décembre 2009) pour la dette publique ; prévision OFCE pour le solde public, avril 2010.

En France et en Allemagne, pays dans lesquels le taux d'utilisation des capacités de production a rapidement chuté, la priorité a surtout été donnée à l'investissement productif (aides au PME, aides au secteur automobile). En France, le plan de soutien représentait un montant total de 26 milliards d'euros (soit 1,4 point de PIB), auquel s'ajouteront les 35 milliards d'euros liés au grand emprunt. En Allemagne, les deux plans de relance de novembre 2008 et janvier 2009 contenaient également de nombreuses mesures en faveur des ménages (0,7 point de PIB en 2009), des mesures de soutien aux entreprises (0,4 point) et des mesures d'investissement public (0,3 point). Une exception, l'Italie a choisi une relance très peu marquée, en conséquence, son déficit est demeuré limité en 2009 (5,3 % du PIB).

La détérioration de la situation des finances publiques se révèle particulièrement préoccupante dans quatre pays : Portugal, Irlande, Grèce, et Espagne. Ces pays ont tous vu leur dette souveraine dégradée par les agences de notation, les derniers en date étant le Portugal, dont la dette souveraine a été dégradée au niveau AA- (soit le dernier cran dans la catégorie « qualité haute ou bonne ») et la Grèce (encadré 1). La

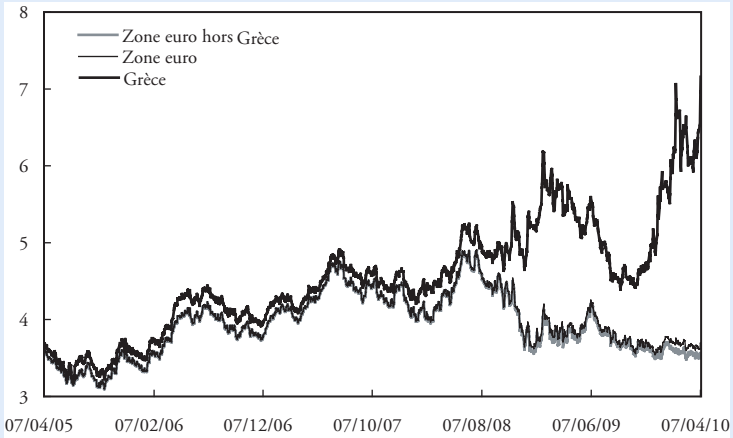
dégradation rapide des soldes publics accroît la prime de risque exigée par les investisseurs et pousse les taux d'intérêt à la hausse, ce qui accroît la charge de la dette et conduit au fameux effet « boule de neige », par lequel les intérêts de la dette alimentent la dette même.

Graphique 12 : Évolution passée et prévisionnelle du solde public entre 2007 et 2011



Source : Prévision OFCE avril 2010.

Graphique 13 : Évolution des taux d'intérêt sur les obligations à dix ans



Source : Datastream.

En 2010, tous les pays sont confrontés au même dilemme : d'une part, la nécessité de revenir à des déficits plus faibles, d'autre part, celle de ne pas étouffer le début de reprise, d'autant que les ménages et les entreprises n'ont pas encore trouvé les ressorts d'une croissance spontanée. Certains pays ont choisi la cure d'austérité, avec des impulsions négatives dès 2010 (tableau 5) : c'est le cas des pays de la zone euro les plus endettés (Grèce, Italie, Espagne, Belgique, Irlande et France) et du Royaume-Uni. D'autres en revanche prolongent les mesures de relance budgétaire ; c'est le cas du Japon, des États-Unis, de l'Allemagne, ou des Pays-Bas. Ainsi, le Japon a annoncé un cinquième plan de relance en décembre 2009, qui étend et renforce des mesures déjà existantes : accès au crédit des entreprises, surtout des PME, maintien de la prime à la casse, meilleure prise en charge des dépenses de santé, assouplissement des mesures d'éligibilité au dispositif du chômage technique. Aux États-Unis, un certain nombre de mesures de l'*ARRA* qui devaient s'arrêter en 2009 sont prolongées en 2010. Le redressement budgétaire attendu à partir de 2011 proviendra essentiellement des mesures de resserrement annoncées en février dernier dans la proposition de la prochaine loi budgétaire. Enfin, en Allemagne, dans le cadre du troisième paquet fiscal de 2010 (*Wachstumbeschleunigungsgesetz*), 24 milliards d'euros d'allégements fiscaux sont prévus à destination des familles et des entreprises.

Encadré 1 : La crise de la dette grecque

Bien que les causes de la crise grecque soient plus profondes (pilotage lacunaire du déficit structurel, lutte insuffisante contre l'économie parallèle estimée à 20 % du PIB), c'est la révélation du tout nouveau premier ministre, George Papandréou, déclarant que son prédécesseur aurait maquillé les chiffres de la dette et du déficit, qui a mis le feu aux poudres. À l'annonce des chiffres réévalués du déficit (12,7 % du PIB en 2009 au lieu des 6 % déclarés par le gouvernement précédent), les agences de notation ont rapidement dégradé la note souveraine de la Grèce. Ainsi, l'agence Fitch ne place la Grèce qu'à un cran (BBB-) au-dessus du grade spéculatif. Les fonds d'investissement ont parié à la baisse sur les résultats de l'économie grecque, faisant planer la menace d'un défaut de paiement. La dégradation des notations et la hausse des primes sur les *credit default swaps (CDS)* ont dégradé la valeur de marché des titres grecs, poussant certains investisseurs à s'en séparer, ce qui a alimenté la spéculation. Les taux d'intérêt ont alors grimpé (graphique 13), entraînant le gonflement du service de la dette. Pour faire face à la crise de la dette, les autorités grecques, sous la pression de leurs partenaires européens, ont élaboré un plan d'assainissement des finances publiques, prévoyant le retour du déficit public dans les limites du Pacte de stabilité européen en 2012. Ce plan, approuvé par le conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne début février 2010, se caractérise par son austérité. Il prévoit notamment la réduction de 10 % des dépenses de l'État, la réduction des dépenses de santé, l'augmentation de la TVA de 2 % et l'introduction de taxes spéciales sur les revenus dépassant un certain seuil et sur certains biens immobiliers, le recul de l'âge légal de départ à la retraite, et le gel des embauches dans le secteur public. En outre, l'Eurogroupe a entériné un plan d'aide préventif, en dernier ressort, stipulant que la Grèce, dont les taux obligataires sont devenus prohibitifs pourra obtenir des prêts à un taux préférentiel de 5 %. Ces prêts seront accordés, aux deux tiers, par les membres de la zone euro dans le cadre de prêts bilatéraux (au prorata de leur part au capital de la Banque centrale européenne), le tiers restant sera assuré par le FMI, pour un montant total de 45 milliards d'euros.

À moyen terme, en revanche, le message est clair et unanime : il faut réduire les déficits. En 2011, le mot d'ordre devrait être à l'austérité dans l'ensemble des économies développées (tableau 5). L'impulsion attendue pour la zone euro est de - 0,9 % en 2011, - 2 % au Royaume-Uni, - 1,7 % aux États-Unis et - 0,7 % au Japon. Pourtant, l'OCDE prévoit en 2011 une dette des pays industrialisés à plus de 100 % du PIB, et d'après une étude de la BRI, les dettes publiques ne vont pas diminuer dans les prochaines années malgré la sortie de crise. On peut en effet s'interroger sur la crédibilité d'une rigueur généralisée, surtout si la croissance peine à décoller. L'Allemagne, pour se prémunir contre ce risque de procrastination, a inscrit dans la loi fondamentale allemande, une nouvelle disposition, prévoyant la réduction du déficit structurel par palier dès 2011 afin de limiter le déficit à 0,35 % du PIB à partir de 2016. S'inspirant de son voisin, la France réfléchit également à la constitutionnalisation d'une limitation des déficits publics. Les États-Unis se sont fixés l'objectif de réduire le déficit fédéral de deux tiers en le ramenant à 4 % du PIB en 2015, avec des mesures d'austérité (gel pendant trois ans des dépenses discrétionnaires, hors sécurité nationale et défense, suppression des baisses d'impôts introduites en 2001 et 2003 pour les personnes recevant plus de 250 000 dollars de revenus par an). Quant au Royaume-Uni, il s'est donné l'objectif de réduire les déficits de moitié d'ici 2013-2014.

Tableau 5 : Impulsions budgétaires prévues en 2010 et 2011

	Croissance hors impulsion		Impulsion	
	2010	2011	2010	2011
Allemagne	0,6	2,5	1,2	-0,8
France	1,0	2,2	-0,2	-0,8
Espagne	1,0	3,2	-2,0	-1,6
Italie	1,3	1,9	-0,8	-0,8
Pays-Bas	0,6	2,8	0,8	-0,8
Belgique	2,1	2,5	-0,7	-0,9
Irlande	-0,7	3,2	-0,7	-2,0
Portugal	0,0	1,8	0,5	-0,3
Grèce	3,7	5,1	-4,4	-4,0
Finlande	-0,8	2,9	1,2	-0,2
Autriche	0,5	2,8	0,8	-0,7
Total zone euro	1,0	2,5	-0,1	-0,9
Royaume-Uni	1,5	3,6	-0,7	-2,0
Etats-Unis	2,0	3,7	0,2	-1,7
Japon	0,1	2,3	2,1	-0,7

Source : Calculs des auteurs.

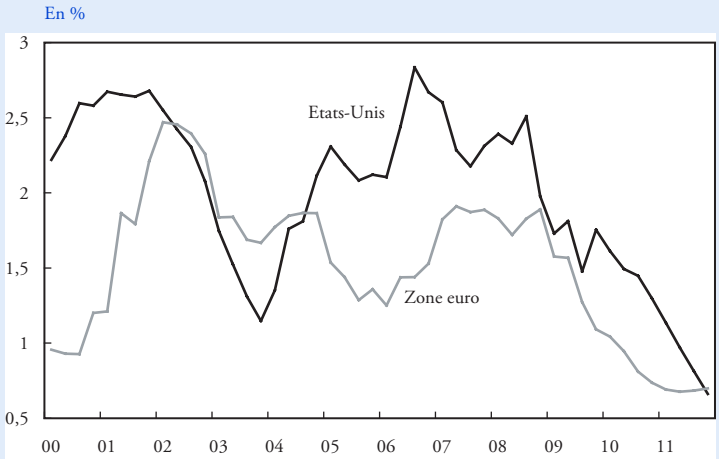
Cette rigueur synchrone génère des inquiétudes : si les politiques de rigueur devaient se matérialiser simultanément dans tous les pays, cela signifierait non seulement que les ménages et les entreprises ne pourraient plus compter sur les mesures de soutien de la consommation et de l'investissement, mais également que le moteur de la croissance pourrait difficilement venir du commerce extérieur, chaque pays réduisant des importations.

La déflation en marche

Le bref passage de l'inflation en territoire négatif à la mi-2009 dans la majorité des pays développés a marqué le point bas du mouvement de désinflation engagé à la mi-2008. Depuis, l'inflation s'est redressée, répercutant la reprise du prix du pétrole, comme auparavant elle l'avait fait à la baisse quand il s'était effondré (tableau 6).

Cette reprise de l'inflation est trompeuse. Elle masque un fort ralentissement de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire d'origine endogène, passée de 2,5 à 1,5 % au États-Unis entre la mi-2008 et le début de 2010, et de 2 à 1 % dans la zone euro (graphique 14). Ces évolutions sont symptomatiques d'une récession sans précédent. La formation de surcapacités importantes au sein de l'appareil productif des pays développés et l'explosion du chômage ont profondément pesé sur la dynamique des prix et des salaires : d'une part, le retour de la productivité sur une trajectoire ascendante réduit les coûts unitaires de production, ce qui permet aux entreprises de modérer leurs prix de vente, et d'autre part, la forte montée du chômage freine les revendications salariales et donc *in fine* les coûts de production.

Graphique 14 : Inflation sous-jacente



Sources : Eurostat, Banque centrale européenne, Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

La perpétuation de cette situation de sous-emploi des facteurs de production est porteuse d'une poursuite du mouvement de désinflation, avec le risque, au-delà de l'horizon de la prévision, d'une entrée effective dans le piège de la déflation. Ce risque ne concerne cependant pas les pays émergents et en développement dont la demande intérieure est dynamique et dont l'appétit pour les matières premières pousse les prix à la hausse (encadré 2). Ces pays continueraient à tirer l'inflation mondiale, écartant le spectre d'une déflation généralisée.

Encadré 2 : Prix des matières premières : l'influence de la Chine et de l'Inde

Dans un contexte de croissance faible, les tensions sur les prix des matières premières viendraient principalement des pays émergents et notamment de l'Inde et de la Chine, qui représentent à eux seuls 37 % de la population mondiale. En effet, la contribution de ces zones à la croissance mondiale est en hausse ces derniers trimestres, elle représente 43,7 % du PIB mondial (tableau 1).

L'indice de prix à la consommation en Chine s'est accéléré en février 2010 avec un taux de 2,7 %, en glissement annuel, comparé à 1,5 % en janvier, porté par l'accroissement de la demande des ménages, passée d'un taux de croissance annuel de 14 % en janvier à 17,9 % en février 2010. L'accroissement de la demande joue essentiellement sur les prix des produits alimentaires, dont l'indice des prix a progressé de 6,2 % en février par rapport à la même période de l'année précédente, largement au-dessus de l'évolution de l'indice de prix à la consommation (2,7 %). Dans la même période, les prix des légumes, des fruits et du blé ont enregistré les plus fortes progressions avec des taux de croissance respectivement de 25,5 %, 19 % et 9,6 %.

Contrairement à la Chine, l'Inde n'a pas connu de ralentissement notable de l'inflation en 2009. Le taux d'inflation a été de 10 % en 2009 et il s'est accéléré ces derniers mois pour atteindre 14,8 % en février 2010. Ce taux, qui dépasse nettement la cible de 5 % d'inflation de la banque centrale indienne, se double d'inégalités catégorielles. Pour les ouvriers de l'industrie, l'inflation est de 9,4 % en février 2010 et ralentit alors que pour les travailleurs agricoles la progression des prix est de 16,5 % et accélère. Le panier de biens des travailleurs agricoles est essentiellement composé de produits alimentaires de base dont les prix étaient affectés par la mauvaise mousson de cette année et la montée des prix sur les marchés mondiaux.

L'influence de la Chine et l'Inde sur l'évolution des cours des matières premières est croissante. Durant la dernière décennie, ils sont devenus les principaux acteurs sur les marchés mondiaux des matières premières. La Chine se place au premier rang des consommateurs et producteurs d'aluminium, de cuivre, de plomb et de zinc. Entre 2001 et 2009, la demande chinoise de ces produits croît, en moyenne, de 16,1 % par an tandis que celle des autres pays croît à moins d'1 % par an. Cette tendance haussière ne devrait pas s'arrêter dans les années à venir du fait de l'intensité des processus d'urbanisation, de développement du parc automobile et de d'industrialisation en Chine et en Inde. La pression à l'appréciation réelle du renminbi par rapport au dollar accentuerait cet effet.

Une exception à ce processus est l'acier dont le prix est fixé lors des négociations annuelles entre les sidérurgistes et les quelques grands mineurs du monde. Il suffit que deux acteurs (un fournisseur et un client) s'alignent sur un contrat pour que ces termes soient appliqués sur l'ensemble des acteurs sur le marché d'acier. L'indice de prix de l'acier est passé de 274,5 à 207,5 entre janvier et décembre 2009. Cette tendance baissière devrait se renverser du fait d'une offre qui est aujourd'hui contraignante et une demande qui reste forte.

Enfin, la Chine et l'Inde jouent un rôle important dans la détermination des prix de plusieurs produits alimentaires. Outre le fait qu'ils sont les deux pays les plus peuplés de la planète et que la part des produits alimentaires dans la consommation finale des ménages est élevée, leur production en produits alimentaires n'a pas cessé d'augmenter ces dernières années ainsi que leurs capacités de stockage. Cette année, la Chine prévoit une augmentation de 20 % de ses dépenses relatives au développement agricole et l'Inde a décidé d'arrêter l'exportation de certains produits de base et d'augmenter ses capacités de stockage. Selon les estimations de la Banque mondiale*, le prix du maïs va se maintenir en moyenne à 40 % au-dessus de son niveau de la première moitié de cette décennie, avant l'expansion de l'industrie de l'éthanol au États-Unis, au Brésil et dans une moindre mesure en Europe. Quant au riz, son prix a baissé, s'établissant à 100 dollars la tonne depuis le début de l'année et continuerait sur cette tendance à cause de l'abondance de l'offre sur le marché mondial. Le prix du blé a baissé aussi continuellement en 2009 après le pic de 2008. Cette tendance devrait se renverser dans les semestres à venir du fait des mauvaises conditions climatiques en Chine et en Inde, premiers producteurs au monde. En revanche, le prix du sucre, du café et de l'huile de palme ont augmenté en 2009 et, selon la Banque mondiale, la tendance resterait haussière durant 2010 et 2011.

Les évolutions des prix alimentaires en Inde et en Chine, mais également la possibilité de flambée des prix immobiliers en Chine, poussent les autorités monétaires à agir contre le développement de processus inflationnistes, sans que pour autant la question de la raréfaction de certaines ressources perde de son intensité dans la détermination des prix mondiaux.

* « Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth», Banque mondiale, janvier 2010.

Tableau 6 : Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change[1]															
1 euro =...$	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,35	1,32	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,39	1,34	1,30
1 $ =…yen	94	97	94	90	91	93	95	96	98	100	102	104	94	93	101
1 £ =…euros	1,10	1,14	1,15	1,11	1,13	1,10	1,12	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,12	1,12	1,13
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]															
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75	0,25	0,3	0,6
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zone euro	2,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,25	1,25	1,5	1,5	1,5	1,3	1,1	1,4
Royaume-Uni	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75	0,75	1,0	1,0	0,7	0,6	0,9
Taux d'intérêt à long terme[1]															
États-Unis	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,2	3,7	3,7
Japon	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	1,4	1,5	1,9
Zone euro	4,2	4,2	3,9	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,1
Royaume-Uni	3,4	3,6	3,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,6	4,0	4,0
Prix du pétrole, Brent, en $[1]	44	59	68	75	75	77	79	80	82	85	90	100	61	78	89
Prix du pétrole, Brent, en €[1]	34	43	48	50	54	57	59	62	63	65	69	77	44	58	69
Matières premières industrielles[2]	-15,9	10,5	16,1	9,7	3,7	0,9	-1,4	-0,9	1,4	2,8	2,7	2,7	-25,7	21,5	4,4

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, obligations d'État 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 avril 2010.