

Le syndrome du poisson rouge

Perspectives 2011-2012 pour l'économie mondiale *

Au second semestre 2010, l'économie mondiale a confirmé le redressement engagé à la mi-2009. Il convient néanmoins de relativiser la portée de ce redressement car les économies développées sont loin d'avoir apuré les conséquences de la récession. Tous les grands pays industriels affichent encore des niveaux de PIB par habitant inférieurs au point haut du premier trimestre 2008 ; le chômage, s'il a interrompu sa progression, reste à des niveaux rarement observés dans le passé. Ce diagnostic d'une dérive des économies vers la déflation est brouillé par la hausse du prix des matières premières qui réanime le débat sur l'opportunité d'un resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps se profile un redressement des finances publiques mises à mal à la fois par les politiques de soutien et le jeu des stabilisateurs automatiques durant la crise.

En conduisant des politiques restrictives trop précocement et simultanément, les gouvernements, sous la pression des marchés, prennent le risque de brider une reprise fragile et, finalement, de retarder la réduction des déficits. Le retour aux politiques keynésiennes de soutien de la demande aura été éphémère.

La plus formidable panique bancaire et financière de l'histoire moderne à peine traversée, elle est déjà oubliée. Face à une récession sans équivalent depuis la Seconde Guerre mondiale, qui a frappé les pays développés et menacé nos économies de la rupture complète, les États ont engagé des politiques économiques de soutien massif au secteur bancaire et à l'activité. Un schéma de prêts en urgence, par le biais de garanties publiques de plusieurs milliers de milliards de dollars, une baisse brutale des taux d'intérêt et des politiques monétaires non conventionnelles ont été décidés en urgence pour soutenir à bout de bras un secteur financier global qui implosait, incapable d'assurer ses propres engagements. Les États ont ainsi garanti, soutenu et sauvé de la faillite la délicate chaîne de dépendances qui caractérise notre monde financiarisé.

Lorsqu'il s'est avéré que l'effondrement potentiel du secteur financier aurait des conséquences au-delà d'une simple crise de liquidité et que c'était à la fois le financement de l'économie et la valorisation des actifs productifs qui étaient compromis, il est apparu clair que les économies développées allaient entrer dans une récession exceptionnelle. À nouveau, la contribution des États, c'est-à-dire l'engagement de la collectivité solidaire, a été forte : soutien à l'activité par des plans de relance de quelques points de PIB, financement de l'économie en substitution des banques, hausse des déficits publics par le jeu des stabilisateurs automatiques, transformation des dettes privées – dont la gestion n'était plus possible par les contrats privés – en dette publique.

Aujourd'hui, le secteur financier émerge de la crise. Les banques accumulent à nouveau des profits, profitant de conditions de refinancement garanties et particulièrement avantageuses pour financer du bout des doigts des économies qui sont encore fragiles. La chute de l'économie non financière s'est achevée et a laissé place à un modeste rebond, alimenté par le retour à la normale de l'offre de financements à l'économie privée malgré le peu de dynamisme de la demande. Ainsi l'activité reprend-elle, bien que le chômage soit élevé et que les stigmates hérités du plus fort de la crise marquent encore les bilans des entreprises. Mais, dans le même temps, et parce que cela a été délibéré, les déficits publics se sont creusés et les dettes ont gonflé.

Effrayés par ces déficits ou ces dettes, convaincu que tel pays n'est plus solvable, beaucoup prônent la rigueur : normalisation de la politique monétaire et consolidation de la politique budgétaire sont les euphémismes de la stratégie consensuelle de politique économique. Comme un poisson rouge dans son aquarium que l'absence de mémoire longue empêche de comprendre qu'il tourne en rond, on a oublié que la situation budgétaire actuelle est le choix délibéré qui a été fait pour empêcher que ne s'enfonce dans le chaos l'économie mondiale. Terrifiés par les dettes publiques, on semble oublier qu'elles ne sont en fait que des dettes privées qui n'étaient pas soutenables en tant que dettes privées et que la seule solution était de les socialiser.

Mais alors que tout indique que les conséquences de la crise ne sont pas absorbées, que le chômage est massivement involontaire, que des dettes privées menacent encore de se révéler ici ou là insoutenables, et qu'il faudra encore les rendre publiques, on s'engage, particulièrement en Europe, dans un resserrement

Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions

	Trimestres												Années		
	2010				2011				2012				2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ ¹	76	78	77	87	105	110	100	95	95	95	100	100	79	103	98
Matières premières industrielles en \$ ²	6,3	7,3	4,0	7,6	8,4	7,0	7,0	6,0	6,5	7,0	7,0	7,5	38,7	31,3	33,0
<i>Taux de change¹</i>															
1 € = ... \$	1,38	1,27	1,29	1,36	1,36	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,33	1,39	1,40
1 \$ = ... yen	91	92	86	83	82	80	84	84	86	88	90	92	88	83	89
1 £ = ... €	1,13	1,17	1,20	1,16	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,18	1,17	1,18	1,18
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹</i>															
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,75	0,3	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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,25	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,0	1,3	1,6
Royaume-Uni	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	0,7	1,0
<i>Taux d'intérêt longs¹</i>															
États-Unis	3,7	3,4	2,7	2,9	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,2	3,7	3,8
Japon	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,2	1,4	1,5
Zone euro	4,1	3,8	3,5	3,7	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8	4,1	4,0
Royaume-Uni	4,0	3,7	3,2	3,2	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	3,5	3,7	4,0
<i>Prix à la consommation³</i>															
États-Unis	2,4	1,8	1,2	1,2	1,8	2,5	2,2	1,7	1,0	0,8	1,0	1,2	1,6	2,0	1,0
Japon	-1,1	-0,9	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	-0,7	-0,1	-0,4
Zone euro	1,1	1,6	1,7	2,0	2,3	2,0	2,0	1,7	1,2	1,1	1,3	1,4	1,6	2,0	1,2
Royaume-Uni	3,2	3,4	3,1	3,4	3,7	3,4	3,4	2,7	2,4	2,2	2,2	2,1	3,3	3,3	2,2
<i>PIB en volume, cvs²</i>															
États-Unis	0,9	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,8	2,2	2,4
Japon	1,5	0,5	0,8	-0,3	-0,2	-0,7	0,5	1,3	0,8	0,8	0,6	0,6	4,2	0,2	2,9
Zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,4	1,5
Allemagne	0,6	2,2	0,7	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	3,5	2,6	1,8
France	0,3	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	1,5	1,4	1,7
Italie	0,5	0,5	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	1,2	0,9	1,0
Royaume-Uni	0,2	1,1	0,7	-0,5	0,7	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,3	1,4	1,3
<i>Importations de marchandises en volume, cvs²</i>															
Monde	4,4	3,6	1,2	1,8	1,9	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	14,6	7,5	7,1
Pays industrialisés	3,1	4,7	1,8	0,1	1,5	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	10,8	5,5	5,5
PED	6,5	2,0	0,3	4,4	2,5	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	20,9	10,4	9,5
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs¹</i>															
États-Unis	-3,0	-3,4	-3,5	-3,3	-3,4	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-2,9	-2,8	-2,7	-3,3	-3,3	-2,9
Japon	3,9	3,2	3,7	3,5	3,6	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,5	3,3	3,2
Zone euro													-0,6	-0,1	-0,4

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle, en %.

Sources : Pétrole (*Brent*) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2011.

budgétaire sans précédent sous la pression des marchés que l'on a, il y a quelques trimestres seulement, sauvés du désastre. Or, pour la même raison que les stabilisateurs et les plans de relance ont fonctionné pour interrompre la spirale récessive, les mêmes stabilisateurs et les politiques budgétaires restrictives pèseront sur l'activité.

Trois ans de perdus

Si, par un *tewari**, on fait abstraction de la dynamique économique qui s'est déroulée depuis le début de l'année 2008 et que l'on ne regarde que le point d'arrivée du quatrième trimestre de l'année 2010, les pays développés apparaissent comme étant toujours frappés par la plus forte récession depuis la Seconde Guerre mondiale (graphique et tableau 2). En France et en Allemagne, l'activité a baissé de 1,5 %, aux États-Unis elle n'a pas augmenté, en Italie ou au Royaume-Uni elle a baissé de plus de 4 points.

En termes de PIB par tête, indicateur qui rapporte la richesse créée par un pays à sa population pour apprécier le niveau de vie de ses habitants, le constat est pire encore. Les pertes sont doublées pour la France et l'Espagne, l'Italie et le

Royaume-Uni affichent des écarts supérieurs à 6 %, les États-Unis apparaissent eux aussi en récession. Seule l'Allemagne, dont la population est moins dynamique qu'ailleurs, est épargnée.

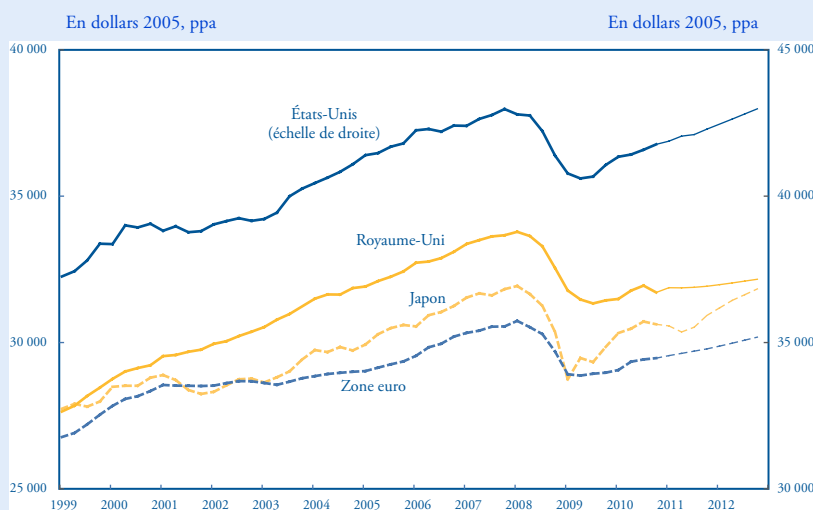
Le maintien d'écarts de production négatifs laisse subsister, dans la plupart des pays, un important niveau de chômage que la reprise a tout juste permis de stabiliser (tableau 2). Et l'on ne saurait voir dans cette stabilisation une amélioration significative des marchés du travail quand le chômage est supérieur d'au minimum deux points à son niveau du premier trimestre 2008 en France, en Italie, au Royaume-Uni, aux États-Unis (4,6 points) et en Espagne (10,8 points). Les seuls pays qui se distinguent dans ce piètre palmarès sont l'Allemagne et le Japon qui, en recourant massivement au chômage partiel, ont maintenu dans l'emploi des chômeurs potentiels qui dégonflent les statistiques de sans-emploi. Le corollaire du maintien du chômage à des sommets rarement égalés dans le passé est celui de la montée du chômage de longue durée qui déstructure le fonctionnement des marchés du travail en marginalisant une part de plus en plus importante de la population active, multiplie les arrivées en fin de droits à l'indemnisation et au final, pèse sur le revenu des ménages.

Matières premières sous pression

Certes, les pays émergents semblent avoir traversé cette crise d'une façon enviable. La croissance s'y est infléchie, mais a repris son cours rapidement. C'est qu'en fait le mécanisme de rattrapage est une force qui résiste à bien des secousses. Partant d'un niveau de développement égal au cinquième de celui des pays développés, ayant accès à une technologie et à des financements permettant d'atteindre en quelques décennies ce même niveau de développement, la croissance des pays émergents ne peut s'essouffler que pour des raisons plus impérieuses qu'une récession, aussi intense soit-elle, dans les pays développés. Et, partant, la pression sur les matières premières ne peut s'interrompre, poussant les prix des produits pétroliers à la hausse. Après l'accalmie de 2009, le prix du pétrole a recommencé à augmenter fortement à l'été 2010. À 114 dollars le baril en moyenne en mars 2011, il est certes sous le pic de 2008 (à 133 dollars), mais la hausse est spectaculaire depuis les 75 dollars observés en juin 2010 (+52 %). Dans le même temps, les prix des matières premières alimentaires ont aussi fortement augmenté : l'indice de Hambourg, basé sur les prix de ces matières premières en dollars, affiche une hausse de 50 % en moins d'un an. Le pic de 2008 a donc été dépassé, faisant craindre une crise alimentaire dans les pays émergents comme en 2008.

La résurgence de l'inflation des matières premières brouille la situation dans les pays développés. L'inflation semble résister à la récession et on justifie ici ou là qu'un resserrement de la politique monétaire serait souhaitable. Pourtant, ce ne sont pas de vraies pressions inflationnistes qui se manifestent. Expurgée de ses composantes volatiles, l'inflation mesurée à partir de l'indice des prix sous-jacent a été divisée par deux depuis l'entrée dans la crise. Les salaires dans les pays développés ralentissent, soumis à la pression du chômage. À l'évidence, la hausse des prix des matières premières n'induit pas un processus inflationniste. Elle diminue le revenu réel dans les pays consommateurs et accroît la rente dans les pays producteurs – rente qui sera dépensée. L'économie mondiale récupérera en partie ce qu'elle aura perdu par les pertes de pouvoir d'achat dans les pays consommateurs, en modifiant singulièrement la répartition des revenus. Mais si cela sert de motif à un resserrement de la politique monétaire, paradoxalement, plus d'inflation va engendrer un risque déflationniste plus fort.

Graphique : PIB par tête en parité de pouvoir d'achat



Sources : Comptabilités nationales, Banque mondiale, calculs et prévision OFCE avril 2011.

Tableau 2 : Pertes de production et augmentations du chômage

En %							
2008q1 / 2010q4	France	Allemagne	Italie	Japon	USA	R-U	Espagne
PIB/habitant	-3,1	-1,1	-6,8	-4,1	-2,4	-6,1	-8,1
PIB	-1,6	-1,4	-5,2	-4,2	-0,2	-4,6	-4,3
Chômage (<i>en points</i>)	+2,0	-1,0 (-0,8*)	+2,1	+1,1	+4,7	+2,7	+11,3

* Pour l'Allemagne, le chiffre entre parenthèses réintègre les effectifs en chômage partiel dans le chômage au pro rata du nombre d'heures travaillées.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

* Raisonnement consistant à se demander ce que nous penserions de la situation actuelle si nous l'avions atteinte par un autre chemin.

Inefficacité de la politique monétaire

La crise financière a profondément affecté l'attitude des agents économiques vis-à-vis du risque. Passés d'un extrême à l'autre, les agents financeurs se sont repliés vers la sécurité, surpondérant les facteurs négatifs du risque après les avoir sous-pondérés tout au long de la décennie 2000, ce qui avait conduit aux excès de mauvais endettement à l'origine de la crise. Malgré la faiblesse des taux d'intérêt et l'action vigoureuse de la politique monétaire, tant conventionnelle que non conventionnelle, les agents privilégient toujours la liquidité et les actifs sans risque. Les États qui n'apparaissent pas en difficulté et qui conservent la confiance des marchés ne rencontrent aucun problème pour se financer, même à des taux très bas. L'épargne finance les déficits publics plutôt que l'activité privée alors que le financement de l'activité privée permettrait de résorber au moins la partie conjoncturelle des déficits, appelant alors des impulsions négatives moindres que celles qui se mettent en place.

Cette situation de blocage du crédit privé en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt témoigne d'une inefficacité de la politique monétaire. C'est une situation où le taux d'intérêt réel qui serait nécessaire pour retourner au plein emploi est négatif, ce qui exige des anticipations d'inflation positives à moyen terme. Or tel n'est pas le cas actuellement quand l'inflation sous-jacente dans les économies développées a été divisée par deux depuis le début de la crise et reste toujours marquée par le ralentissement des salaires et la hausse du chômage.

Les anticipations de ralentissement, voire de baisse des prix, poussent les agents à différer leurs décisions, gros achats et investissement dans l'immobilier pour les ménages, investissement pour les entreprises. Ces comportements de gel de dépenses se traduisent par la thésaurisation de l'épargne sous forme liquide ou peu risquée des agents dégageant une capacité de financement et par un désendettement des agents structurellement débiteurs, comme les entreprises. La faiblesse des financements ne vient pas tant de l'offre de crédit, qui paraît s'être normalisée, que de la demande, même si cette dernière a un peu repris, probablement sous l'effet de facteurs propres à certains pays.

Politiques budgétaires restrictives

Les politiques économiques mises en place au cœur de la récession ont, à la différence des années 1930, été très volontaristes et ont permis de mettre un

Tableau 3 : Impulsions budgétaires et évolution spontanée des soldes publics

En points de PIB

		Cumul 2008/2009	2010	2011/12	Cumul 2008/2012
Allemagne	Solde public*	-3,5	-0,5	1,8	-2,2
	Évolution spontanée	2,5	-0,9	-0,8	0,8
	Impulsion	1,0	1,4	-1,0	1,4
France	Solde public*	-5,0	0,6	2,1	-2,3
	Évolution spontanée	2,8	-0,1	-0,1	2,6
	Impulsion	2,2	-0,5	-2,0	-0,3
Italie	Solde public*	-3,3	0,2	1,1	-2,0
	Évolution spontanée	4,3	0,4	0,1	4,8
	Impulsion	-1,0	-0,6	-1,2	-2,8
Espagne	Solde public*	-12,8	2,1	3,7	-7,0
	Évolution spontanée	9,1	0,6	-1,2	8,5
	Impulsion	3,7	-2,7	-2,5	-1,5
Royaume-Uni	Solde public*	-9,6	1,3	3,2	-5,1
	Évolution spontanée	5,8	0,5	1,2	7,5
	Impulsion	3,8	-1,8	-4,4	-2,4
USA	Solde public*	-8,4	0,7	2,1	-5,6
	Évolution spontanée	4,2	-1,0	0,2	3,4
	Impulsion	4,2	0,3	-2,3	2,2
Japon	Solde public*	-6,7	1,9	-0,6	-5,4
	Évolution spontanée	3,6	-1,5	-0,6	1,5
	Impulsion	3,1	-0,4	1,2	3,9

* Le solde public considéré ici est le solde primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, puisqu'à court terme cette composante du déficit ne dépend ni de la conjoncture ni de mesures délibérées. La variation du solde public primaire est égale à l'opposé de la somme de l'évolution spontanée, qui est liée au jeu des stabilisateurs automatiques (moins de rentrées fiscales, plus de dépenses sociales durant la récession), et de l'impulsion qui reflète l'évolution délibérée des déficits sous l'effet principalement des plans de relance.

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE.

terme à la dangereuse spirale récessive déclenchée par la crise financière. En plus des leviers monétaires, la politique budgétaire a été mobilisée, avec les plans de soutien massifs au secteur financier, avec le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les plans de relance budgétaire mis en place à la fin de 2008 et au début de 2009 (tableau 3). Même les pays émergents ont participé à l'effort de relance, quand ils en avaient les moyens. Aux mécanismes traditionnels de dégradation des finances publiques s'est ajouté, dans certains pays où la bulle immobilière a été la plus virulente, le coût du sauvetage financier des établissements bancaires. Les créances immobilières non recouvrables inscrites dans le bilan des banques ont été épongées en dernier recours par les États, ce qui a accru d'autant la dette publique.

Ces engagements publics ont eu pour contrepartie immédiate un creusement marqué des déficits des États avec pour corollaire, la montée de l'endettement. Entre 2007 et 2010, le déficit budgétaire de la zone euro s'est creusé de 5,3 points

de PIB, pour atteindre 5,9 % en 2010, et la dette publique brute a bondi de 18 points sur la même période, pour s'élever à 84 % du PIB. La situation des déficits publics est pire encore au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon, avec des déficits respectifs de 10,3, 10,6 et 7,8 % du PIB.

L'année 2010 marque l'amorce d'un retrait des politiques budgétaires dans la plupart des pays. Il se généralisera et s'approfondira en 2011 et en 2012, avec la volonté affichée par les gouvernements de ramener les déficits dans des normes acceptables, en particulier dans les pays européens. Hormis quelques petits pays en proie à des difficultés considérables, l'Europe n'est cependant pas dans la situation la pire. Les États-Unis et le Japon, qui affichent des déficits respectifs de 10,6 % et 7,8 % en 2010, sont dans une situation encore plus dégradée que la zone euro où en moyenne les déficits atteignent 5,9 % du PIB. Mais les politiques restrictives mises en place en Europe doivent beaucoup au rôle joué par la Commission européenne qui a engagé, la

récession à peine endiguée, des procédures pour déficit excessif à l'encontre de beaucoup de pays de l'Union européenne, soit dans la première moitié de 2009, soit à la fin de la même année. Ces procédures ont conduit les États visés à mener les restrictions budgétaires plus tôt, dès 2010, et dans une plus large mesure que les pays non européens.

La crise de la dette dans les pays les plus fragiles de la zone euro, Grèce, Irlande et maintenant Portugal, a aussi relevé le niveau d'alerte sur les dangers d'une dérive des finances publiques. Outre que ces pays sont contraints désormais de présenter des plans d'assainissement drastiques, ceux mis en place dans les autres pays ont été dictés par les

craintes, réelles ou supposées par les marchés, d'une insoutenabilité à terme de la dette. En l'absence d'autres formes de financement, rassurer les investisseurs et les agences de notation devient une nécessité pour garantir des conditions de financement des déficits qui n'aggravent pas le déséquilibre initial des budgets.

Le point de départ de l'ajustement est toutefois moins dégradé qu'anticipé au début de l'année 2010. Un an plus tard, les chiffres publiés ont révélé de bonnes surprises, les déficits affichés étant moins amples que ceux prévus par les gouvernements. La révision est spectaculaire pour l'Allemagne, avec une réalisation de plus de 2 points inférieure à la prévision. La croissance allemande a en effet surpris par sa vigueur en 2010, ce qui a dopé les recettes fiscales, amplifiées en outre par l'augmentation de l'élasticité des recettes à l'activité, et provoqué une contraction spontanée du déficit plus importante qu'attendu. La France se distingue également avec un déficit moindre qu'escompté, 7 % contre 8,2 % attendus en début d'année 2010, alors que la croissance est un peu plus forte. Ceci témoigne, s'il en était besoin, de la sensibilité de la composante conjoncturelle des déficits à l'évolution de l'écart de production. Le potentiel de rattrapage étant important, mener des politiques trop restrictives, comme ce sera le cas en 2011 et en 2012, au moment où il s'amorce, c'est s'exposer à de fortes désillusions quant à l'efficacité de la mise en œuvre d'impulsions négatives. Le freinage de l'activité qu'elles induisent vient minorer *ex post* leur gain espéré en termes de réduction des déficits. Cet effet est en outre renforcé par la simultanéité des plans de restriction qui, en affaiblissant l'activité chez les partenaires menant la même politique, déprime la demande adressée de chacun et *in fine* leurs exportations. En économie ouverte, pour la même raison qu'il est impératif de mener des politiques de relance coordonnées, il est dommageable de mener des politiques restrictives simultanément.

Avec des multiplicateurs plus que jamais positifs, comme le succès des plans de relance l'a montré, le redressement des comptes publics s'accompagnera inéluctablement d'un coup de frein à l'activité et de moins-values fiscales. La recherche de l'équilibre budgétaire par la restriction ne fait donc que rendre cet équilibre budgétaire plus difficile à atteindre. Décidément, la (re)conversion aux politiques keynésiennes de soutien de la demande agrégée aura été de courte durée. ■

Tableau 4 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2010	2011	2012
Allemagne	4,2	3,5	2,6	1,8
France	3,1	1,5	1,4	1,7
Italie	2,6	1,2	0,9	1,0
Espagne	2,0	-0,1	-0,1	0,6
Pays-Bas	1,0	1,7	1,7	1,6
Belgique	0,6	2,1	1,6	1,8
Autriche	0,5	3,1	3,1	2,4
Finlande	0,5	2,1	2,0	1,8
Portugal	0,3	1,4	-1,4	0,5
Grèce	0,3	-4,2	-3,1	0,7
Irlande	0,3	-1,0	-1,1	1,8
Zone euro	15,5	1,7	1,4	1,5
Royaume-Uni	3,2	1,3	1,4	1,3
Suède	0,5	5,3	4,1	2,9
Danemark	0,3	2,1	1,9	2,1
Union européenne à 15	19,4	1,8	1,4	1,5
12 nouveaux pays membres	2,7	2,0	2,6	3,1
Union européenne à 27	22,0	1,8	1,6	1,6
Suisse	0,5	2,6	2,2	2,0
Norvège	0,4	2,2	3,0	3,2
Europe	22,9	1,8	1,6	1,7
États-Unis	20,8	2,8	2,2	2,4
Japon	6,3	4,2	0,2	2,9
Canada	1,9	3,1	2,5	2,5
Pays industriels	53,5	2,5	1,7	2,1
Pays candidats à l'UE ²	1,5	6,5	3,3	3,3
Russie	3,3	3,7	4,5	4,5
Autres CEI ³	1,3	5,4	5,0	5,0
Chine	11,5	10,3	9,2	9,2
Autres pays d'Asie	13,2	8,9	6,6	6,6
Amérique latine	8,7	6,2	4,2	3,8
Afrique	2,3	5,0	5,5	5,8
Moyen-Orient	4,8	3,9	4,6	4,7
Monde	100	4,8	3,8	4,0

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 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 2011.

France : croissance austère

Perspectives 2011-2012 pour l'économie française

L'apparition de signaux positifs fin 2009 (reprise du commerce mondial, créations d'emplois dans l'intérim et amélioration du moral des industriels), pouvait être interprétée comme autant de preuves de l'achèvement du processus de dégradation de l'activité et laissait augurer une sortie de crise imminente de l'économie mondiale et française.

Le bilan, provisoire, de l'année 2010 peut à certains égards conforter cette attente : malgré l'arrêt du stimulus budgétaire dans un grand nombre de pays développés, le PIB mondial, porté principalement par la reprise de l'activité dans les pays émergents, a de nouveau crû à un rythme proche de 5 % après une baisse de 0,8 % en 2009. Dans la foulée, la demande étrangère adressée à la France s'est redressée après son effondrement sans précédent observé entre la mi-2008 et la mi-2009. Cela a permis au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance de l'économie française (0,4 point de PIB) pour la première fois depuis 10 ans. Grâce à ce soutien, celle-ci a pu croître suffisamment pour permettre au secteur marchand de créer à nouveau des emplois, après deux années de fortes destructions (+130 000 en 2010 après -480 000 au cours des années 2008 et 2009). Enfin, les enquêtes de conjoncture continuent d'indiquer une amélioration du climat des affaires tout au long de l'année 2010. Cette amélioration du moral des industriels s'appuie en partie sur un « effet stocks » : les chefs d'entreprises jugent aujourd'hui que leurs stocks sont revenus à un niveau normal. Cela devrait permettre à la production de repartir de façon technique afin de répondre à la demande, aussi maigre soit elle, sans que cela n'indique toutefois un redémarrage durable de l'activité industrielle.

Ces signaux encourageants ne doivent pas pour autant être interprétés comme des gages de solidité absolus de cette amorce de reprise, l'économie française portant encore en fin d'année 2010 les stigmates de la crise économique.

En premier lieu, la dégradation des finances publiques atteste de l'ampleur de la crise. Les déficits sont passés en deux ans de 3,4 à 7,5 points de PIB, et la dette publique a atteint un niveau sans précédent en s'établissant à 82,7 points de PIB, soit une augmentation de

15 points par rapport à son niveau de 2008.

Le taux de chômage quant à lui, s'il cesse de se dégrader, se maintient à un niveau très élevé (9,2 %). Par ailleurs, la très légère amélioration du chômage constatée en fin d'année 2010 est concomitante d'une baisse du taux d'activité d'une ampleur supérieure. Ainsi, ces prémices d'amélioration sur le front du chômage seraient davantage dues à un effet de flexion négatif lié au découragement des chômeurs dont l'ancienneté au chômage a continué à s'allonger en 2010 plutôt qu'à une réelle amélioration du marché du travail. Enfin, à l'instar de nombreux pays développés, la France a connu un ajustement de l'emploi plus faible que ce que l'on aurait pu attendre, compte tenu de ses caractéristiques structurelles propres, laissant subsister de grandes incertitudes quant à l'évolution future, mais dont la plus probable serait celle d'une croissance de l'économie pauvre en emplois dans les années à venir.

Enfin, malgré le retour de la croissance, le niveau du PIB n'a toujours pas retrouvé en fin d'année 2010 celui qui était le sien début 2008 (-1,6 %). La persistance d'un excès des capacités de production des entreprises apparu au cours de la crise est le reflet de la timidité du rebond d'activité et sera un puissant frein à une véritable reprise de l'investissement, premier signal de toute reprise économique durable.

2011 et 2012 porteront les séquelles d'un double choc...

À partir de 2011, l'ensemble des grands pays développés va mettre en place des politiques de restrictions budgétaires alors que leurs économies restent convalescentes.

La généralisation de cette stratégie portera un sérieux coup de frein à la croissance économique : en économie ouverte, les multiplicateurs budgétaires sont d'autant plus élevés que les politiques budgétaires des différents pays sont simultanément orientées vers l'expansion ou vers la rigueur et qu'elles sont menées dans un contexte économique de bas de cycle. L'impact de cette réduction rapide du déficit sur la croissance sera important et immédiat : d'après nos estimations, cette stratégie amputera la croissance de 2,8 points de PIB en cumulé sur la période 2011-2012, ce qui pèsera en

retour sur les finances publiques, annulant une partie de l'effet bénéfique initial.

Ce changement radical d'orientation de la politique budgétaire oblige l'économie française à trouver un second souffle pour éviter de briser la reprise d'activité et de s'installer dans un chômage élevé. Or l'enclenchement d'un enchaînement vertueux semble prématuré. Et ce d'autant plus que l'économie française va devoir absorber l'impact d'un second choc économique violent, concomitant et mondial : l'envolée des prix des matières premières.

À l'instar de ce qui s'est passé en 2008, le spectaculaire regain de vigueur du prix du pétrole et des matières premières agricoles sur les marchés mondiaux explique le regain d'inflation que connaissent les économies occidentales fin 2010-début 2011. Absorbé principalement par les ménages, ce choc inflationniste pèsera sur leur pouvoir d'achat et limitera leurs dépenses. Ce mécanisme, également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux et notamment européens, et dont l'impact sur l'activité se fait sentir sur plusieurs trimestres, provoquera un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. Au total et en cumulé, le choc inflationniste coûtera 1 point de croissance à l'économie française au cours de la période 2011-2012.

... qui entravera la reprise de la demande privée

La consommation des ménages subira directement les contrecoups de ces deux chocs : alors qu'en 2009 et 2010, celle-ci a bien résisté en contribuant positivement à la croissance grâce à l'effet conjugué du recul de l'inflation et de l'impact du plan de relance, le regain d'inflation et le changement de cap dans l'orientation budgétaire vont interrompre le redémarrage de la consommation des ménages.

À l'horizon de notre prévision, les entreprises, notamment industrielles, tenteront de redresser leur taux de marge en rétablissant progressivement leur productivité. Après avoir connu une croissance de 0,1 % au cours des années 2008-2010, celle-ci augmenterait en moyenne annuelle de 1,2 % en 2011 et de 1,4 % en 2012. La croissance dans les trimestres à venir sera, selon nous, pauvre en emplois. L'emploi marchand continuera certes de croître jusqu'à la fin 2012 (+65 000 et +92 000 en 2011 et 2012) mais à un rythme insuffisant pour stabiliser le taux de chômage.

Tableau 1 : Quelques résultats significatifs

	Évolutions trimestrielles								2010	2011	2012
	2011				2012						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	0	30	11	29	-2	21	34	35	33	103	74
Nombre de chômeurs* (en milliers)	24	-3	31	16	31	15	5	4	64	0	73
Taux de chômage* (en %)	9,3	9,3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,5	9,3	9,3	9,5
Déflateur de la consommation (en %)	0,7	0,3	0,0	0,0	0,15	0,23	0,21	0,20	1,2	1,4	0,6
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	0,7	2,5	1,7	2,8
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	0,7	2,4	1,7	2,8
Ménages											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,0	0,1	0,4	0,4	0,7	0,7	0,5	0,6	1,2	1,1	2,1
Taux d'épargne (en %)	15,5	15,5	15,6	15,5	15,7	15,7	15,7	15,6	15,8	15,5	15,7
Taux d'épargne financière (en %)	6,4	6,3	6,4	6,4	6,5	6,6	6,5	6,5	6,7	6,4	6,5
Entreprises											
Taux de marge (en %)	29,5	29,1	29,0	28,8	29,0	29,1	29,3	29,5	29,7	29,1	29,2
Taux d'investissement (en %)	18,4	18,5	18,5	18,6	18,6	18,7	18,7	18,7	18,3	18,5	18,7
Taux d'autofinancement** (en %)	49,9	47,1	46,9	46,1	47,7	48,9	50,6	52,0	62,3	47,5	49,8
Administrations											
Capacité de financement/PIB (en %)									-7,0	-5,8	-5,2
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									41,0	42,2	42,5
Taux d'intérêt											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8	4,1	4,0
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7	0,8	1,4	1,6

* au sens du BIT.

** Epargne brute/FBCF.

Tableau 2 : Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix chaînés)

	Niveau (prix chaînés) 2009	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance		
		2011				2012				2010	2011	2012
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 599	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	1,5	1,4	1,7
Importations	477	1,7	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	7,8	6,2	6,5
Consommation des ménages	938	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	1,9
Consommation des administrations	386	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	1,4	0,9	0,7
FBCF totale, dont :	322	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	-1,6	1,7	2,2
- Sociétés non financières	180	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	-1,4	2,3	2,6
- Ménages	77	0,1	0,2	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	-2,2	1,9	2,7
- Administrations	51	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,6	0,0
Exportations	425	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	10,1	6,3	6,2
Variations de stocks (contrib.)		0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Demande intérieure totale hors stocks	1 668	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,4	1,5	1,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du premier trimestre 2011.

Tableau 3 : Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2011				2012				2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	12,9	7,1	6,2
Prix des concurrents en devises (en %)	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	3,5	0,3	1,8
Prix du pétrole en \$	105	110	100	95	95	95	100	100	79	103	98
Prix des importations en euros (en %)	1,2	0,6	-0,5	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	4,5	3,3	0,3
Prix des exportations en euros (en %)	1,2	0,7	1,0	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5	1,6	3,6	3,3
Solde des biens et services (Mds d'euros)									-45,3	-54,4	-57

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du premier trimestre 2011.

Sous l'effet cumulé de la suppression des départs anticipés des seniors, de l'extinction des dispositifs d'accompagnement des licenciés économiques et des premiers effets de la réforme des retraites adoptée en 2010, la population active devrait, chaque année, augmenter de près de 140 000 en 2011 et 2012. Le taux de chômage devrait à nouveau se dégrader légèrement pour s'établir à 9,4 % fin 2011 et à 9,5 % en 2012, après 9,2 % fin 2010.

Selon ces hypothèses, la consommation des ménages ne devrait donc pas être un soutien vigoureux de l'activité au cours des prochains trimestres (1,5 % en 2011 et 1,9 % en 2012).

En comprimant la demande des ménages, ces deux chocs vont également peser sur les débouchés anticipés par les entrepreneurs, et ralentir l'absorption des fortes surcapacités de production apparues au cours de cette crise. À ce facteur limitatif du côté de la demande vient s'ajouter un argument du côté de l'offre : la faible rentabilité du capital n'incite toujours pas les entreprises à mettre en place des projets coûteux et risqués. Pour ces raisons, le redémarrage de l'investissement ne devrait pas constituer, en 2011 et 2012, un relais efficace pour pérenniser le rebond de croissance. La formation brute de capital fixe (FBCF) des sociétés non financières (SNF), qui a baissé de 7,9 % en 2009 et de 1,4 % en 2010 devrait légèrement repartir en 2011 et 2012 (respectivement 2,3 et 2,6 %).

Quelle est la bonne stratégie de sortie de crise ?

L'économie française devrait croître, en moyenne annuelle, de 1,4 % en 2011 et de 1,7 % en 2012. En s'établissant à un rythme proche de son potentiel, la croissance attendue ne permettra pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2008. En termes d'écart de production, c'est-à-dire d'écart de la production effective à la production potentielle, les évolutions prévues à l'horizon 2012 ne corrigeront pas la diminution brutale résultant de la crise et maintiendront le chômage à un niveau très élevé.

Le gain budgétaire attendu par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des administrations publiques (APU) à 4 % de PIB en 2012 – sera en partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales en lien avec cette faible croissance. Le déficit des APU devrait s'établir respectivement à 5,8 % du PIB et 5,2 % en 2011 et en 2012, après 7,0 % en 2010, portant la dette de publique à 85,3 % du PIB en 2011 et

Tableau 4 : Résumé de la prévision pour 2011 et 2012

En %, moyenne annuelle

	2008	2009	2010	2011*	2012*
Taux de croissance du PIB	0,1	-2,5	1,5	1,4	1,7
Importations	0,3	-10,6	7,8	6,2	6,5
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,9
Consommation des administrations	1,6	2,8	1,4	0,8	0,7
Investissement total	0,3	-7,0	-1,6	1,7	2,2
Exportations	-0,8	-12,2	8,0	3,5	3,3
Contribution à la croissance					
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,6	0,9	1,4	1,8
Variations de stocks	-0,3	-1,8	0,1	0,1	0,2
Solde extérieur	-0,3	-0,2	0,4	-0,1	-0,3
Taux de croissance du PIB zone euro	0,3	-4,0	1,7	1,4	1,5

* Prévision OFCE.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2011 et 2012.

87,9 % en 2012, contre en 81,7 % en 2010.

Le choix d'une stratégie de sortie de la crise dépend de la situation conjoncturelle : celle adoptée par l'ensemble des pays européens consistant à mettre en place de fortes restrictions budgétaires n'est optimale que sous l'hypothèse que la crise économique ne s'est pas contentée de provoquer une chute de la production mais a également pu avoir un fort impact sur le potentiel économique des économies de la zone. Dans cette hypothèse, la hausse du chômage structurel serait identique à celle du chômage observé et les multiplicateurs budgétaires seraient faibles à court terme et nuls à long terme.

Mais si le potentiel de croissance des économies n'a pas été significativement modifié au cours de cette crise, alors l'efficacité apparente de cette stratégie budgétaire disparaît et elle peut alors être qualifiée d'austère. Dans ce cas de figure, d'après nos simulations, une politique budgétaire neutre aurait permis une reprise plus vigoureuse de la croissance dans l'hexagone (3,2 % en 2011 et 2,7 % en 2012) permettant alors au taux de chômage d'entamer une décrue significative, pour finalement s'établir à 7,9 % en 2012, niveau proche de celui qui prévalait avant la crise. Le déficit des APU bénéficierait également de ce surcroît d'activité : celui-ci se réduirait, certes moins que dans le scénario central, en atteignant 5,9 points de PIB en 2012. Mais en élevant le taux de chômage de 1,6 point, le coût d'une amélioration de 0,7 point de PIB du déficit des APU apparaît extrêmement élevé.

Sur le point crucial de l'évolution du potentiel de croissance, la forte stimulation due aux politiques économiques

rend plus hypothétique l'évaluation de la nouvelle trajectoire potentielle de l'économie et complexifie le choix de la politique de sortie de crise et du tempo de sa mise en place. Il est possible alors d'enrichir l'analyse en l'abordant cette fois sous l'angle du chômage et non plus sous celui de la production : depuis le début de cette crise, le chômage a connu une hausse aussi brutale que spectaculaire en passant de 7,2 % en début d'année 2008 à 9,2 fin 2010. Cette hausse du chômage ne peut pas être considérée comme une hausse du chômage d'équilibre : au cours de la période, il n'y pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Ainsi, la situation actuelle est bien une situation de production dégradée par rapport à celle que l'on pourrait avoir, sans inflation, avec la pleine utilisation de la main-d'œuvre disponible.

Dans ces conditions, la cure d'austérité, conjuguée au choc relatif aux matières premières, va empêcher l'enclenchement d'un enchaînement vertueux qui aurait permis à l'économie française de rattraper en 2012 son retard de production accumulé depuis 2008, facilitant la consolidation budgétaire et permettant au taux de chômage de revenir à son niveau d'avant-crise. ■

Abonnements

Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Directeur de la publication :
Philippe Weil

ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424

Mise en page : Najette Moumni

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,50 €