

La très grande Récession

Perspectives économiques mises à jour pour les grands pays développés en 2012

Département analyse et prévision,
sous la direction de **Xavier Timbeau**

Les perspectives de croissance pour les pays développés et plus particulièrement européens se sont dégradées spectaculairement au cours des dernières semaines. La dépréciation « volontaire et négociée » des titres de dette souveraine grecque, qui n'est autre qu'un défaut souverain, la vague de plans de restriction budgétaire annoncés alors que les lois de finance sont encore en train d'être débattues, l'impuissance de l'Union européenne à mobiliser ses forces dans la crise sont autant de facteurs qui ont rendu les prévisions faites il y a deux mois obsolètes. L'année 2012 sera marquée par une récession dans plusieurs pays européens, dont la France (tableau 1).

Publiés en août 2011, les chiffres de croissance pour le deuxième trimestre 2011 dans les pays développés ont relativisé les signaux positifs du début de l'année 2011. Au troisième trimestre 2011, les comptes nationaux ont été meilleurs qu'attendu, mais le répit serait de courte durée. Les indicateurs conjoncturels pour la majorité des pays développés (*cf. infra*) annoncent une réduction de l'activité au quatrième trimestre 2011 et [au début de l'année 2012](#). La zone euro stagnerait en 2012 ; avec +0,4 % de croissance du PIB, l'Allemagne enregistrerait la « meilleure » performance de la zone euro (tableau 1).

La première phase de la grande Récession, en 2008-2009, a induit le gonflement des dettes publiques (de l'ordre de 16 points dans la zone euro, de plus de 30 points aux États-Unis et au Royaume-Uni, *cf.* tableau 2). La phase II sera conditionnée par la façon dont sont digérées ces dettes publiques induites par la crise : ou bien les taux d'intérêts bas permettent de reporter l'ajustement des déficits publics à plus tard et les économies peuvent rebondir, allégeant en conséquence l'ajustement nécessaire ; ou bien l'ajustement est fait immédiatement, amplifié par la hausse des taux publics et par la persistance du sous-emploi (tableau 3). Parce que l'Europe est soumise à la peur du défaut, elle transforme la *grande* Récession amorcée en 2008 en *très grande* Récession.

Après le défaut « volontaire » grec, les pays de la zone euro se sont infligés non seulement un ajustement encore plus brutal que le Pacte de stabilité et de croissance ne l'exigeait, mais aussi la contagion et la débâcle générale des dettes souveraines. Les dispositifs, du FESF aux règles d'or, proposés par l'Union européenne n'ont pas convaincu quant à la capacité à résoudre dans le court comme dans le long terme le problème des finances publiques des États de la zone euro. D'autant que l'Europe semble oublier que la croissance et le retour au plein emploi sont des éléments fondamentaux de la soutenabilité des dettes publiques et, plus généralement, du projet européen.

Face au risque d'insolvabilité sur les titres souverains, les créanciers exigent des primes de risque plus élevées pour continuer à financer à la fois la dette nouvelle et le renouvellement de la fraction de dette ancienne arrivée à échéance. Ce durcissement des conditions de financement, alors même que les perspectives d'activité se dégradent sous l'effet des restrictions budgétaires, tue dans l'œuf les tentatives d'assainissement des finances publiques. S'engage alors une spirale infernale. Le renchérissement du coût de la dette alourdit les charges d'intérêt, ce qui hypothèque la réduction des déficits et appelle des mesures restrictives supplémentaires pour rassurer les bailleurs. La restriction pèse alors sur l'activité et, en bout de course, creuse les déficits conjoncturels. À quoi les gouvernements, affolés par la résistance des déficits et la perspective d'une dégradation de leur note souveraine, répondent par l'accentuation de la rigueur.

Parce que les économies des pays européens sont étroitement interconnectées, la simultanéité de la mise en œuvre de politiques budgétaires restrictives conduit à amplifier le ralentissement économique global, *via* un affaiblissement du commerce extérieur (nous avons développé ce point dans notre [précédent exercice de prévision](#)). En effet, les politiques de restriction affectent la demande intérieure des pays qui les conduisent et donc réduisent leur production mais également leurs importations. Ce mécanisme réduit les exportations de leurs partenaires commerciaux et donc leur activité, indépendamment de leurs propres politiques budgétaires. Si ces pays conduisent eux aussi une politique restrictive, il faut ajouter à la restriction interne l'effet extérieur (indirect). L'ampleur de ces effets est fonction de plusieurs facteurs. Les effets directs sont essentiellement liés aux impulsions négatives propres à chaque pays. L'effet indirect est plus difficile à mesurer, puisqu'il dépend du degré d'ouverture de chaque pays, de la répartition géographique de ses exportations et de l'élasticité des importations au PIB des pays qui pratiquent la rigueur. Ainsi, un pays très ouvert et dont la majorité des exportations est dirigée vers un pays où la restriction budgétaire est intense subira un effet indirect fort. À cet égard, les pays de la zone euro, très intégrés, vont davantage subir la restriction de leurs partenaires que les États-Unis ou le Japon. Leur croissance va donc être largement amputée, repoussant la réduction des déficits conjoncturels. La récession qui s'annonce dans de nombreux pays est le résultat de mesures toujours plus restrictives prises pour tenter de stabiliser le plus rapidement possible leur ratio dette/PIB dans un contexte conjoncturel de plus en plus défavorable.

La course à la rigueur pour tenter de ramener les déficits publics sous la barre des 3 % du PIB et pour stabiliser les ratios de dette vise autant à répondre aux exigences des accords européens qu'à rassurer les agences de notation et les marchés financiers. Ces derniers, et parmi eux les banques européennes, détiennent en effet au moins 50 % des dettes publiques des pays développés, via les titres émis par les agences

nationales de la dette publique. De 77 % de la dette publique détenue par les institutions financières en France, ce pourcentage monte à 97% pour l'Espagne.

Dans la zone euro, entre 9 et 23 points de PIB de dette publique selon les pays devront être renouvelés en 2012 (tableau 2). En dehors du Japon, c'est en Italie, qui associe dette élevée et part importante de titres de court terme, que le besoin de financement sera le plus élevé. Si l'on ajoute à ces émissions les besoins liés au financement du déficit public de 2012, le potentiel d'émissions brutes dans la zone euro est compris entre 10 % du PIB en Allemagne et 24 % en Italie.

Ces montants élevés posent problème aux pays soumis à la défiance des marchés. Si le taux d'intérêt auquel ces pays se financent se maintenait en 2012 aux niveaux moyens observés au dernier trimestre 2011, l'Espagne emprunterait à 5 % et l'Italie à 4,3 %. La France et l'Allemagne continueraient en revanche de bénéficier de taux bas (respectivement 1,5 % et 0,9 %). Les taux des émissions de décembre 2011 pour ces deux pays ont, pour l'instant, été peu affectés par les menaces de dégradation des dettes souveraines des pays de la zone euro. Malgré des besoins de financement sur les marchés plus élevés que dans la zone euro en 2012, les taux restent bas au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Japon. Paradoxalement, la dégradation de la note souveraine américaine en août 2011 s'est accompagnée d'une baisse du taux à 10 ans et des taux à court terme aux États-Unis. Dans ce contexte de fuite vers la sécurité, les programmes massifs d'achats de titres publics sur le marché secondaire, mis en œuvre par la Réserve fédérale (FED), la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon, maintiennent les taux longs publics à un bas niveau. La politique monétaire joue ainsi à la fois sur les taux d'intérêts à court terme mais également sur les taux à long terme. Le rôle de prêteur en dernier ressort qu'adoptent ces banques centrales en procédant de la sorte rassure les marchés et évite la hausse des taux lors des adjudications. *A contrario*, le mandat de la BCE et son encadrement strict par l'échafaudage juridique européen limitent son action. La faiblesse relative (2,3 % du PIB de la zone Euro contre 11 % du PIB américain pour la FED et 13 % du PIB britannique pour la BoE) des montants d'obligations publiques achetées depuis 2010 et les dissensions entre pays de la zone euro sur le rôle de la banque centrale alimentent les exigences de couverture des investisseurs par la hausse des primes de risque.

Pour mettre un terme à la débâcle des dettes souveraines européennes, il faut écarter toute possibilité de défaut souverain ; il faut ramener par tous les moyens possibles les taux d'intérêts publics au plus bas ; il faut mettre en place une stratégie européenne de stabilisation de la dette publique d'abord par la sortie du sous-emploi et donc par la croissance, ensuite par l'ajustement des finances publiques.

Les tentatives d'assainissement budgétaire entreprises en Europe constituent un nouveau choc pour l'économie mondiale. Partout, les indicateurs conjoncturels se sont dégradés depuis six mois, laissant attendre un coup de frein de l'activité au tournant de 2011 et de 2012, voire une entrée en récession de certains pays de la zone euro. La crise de la dette dans la zone euro a fragilisé à nouveau le système financier, ce qui pourrait peser sur l'activité de crédit des banques et renforcer l'impact récessif des programmes d'assainissement budgétaire. Le creusement de la composante conjoncturelle des déficits que ces programmes ont engendré a empêché la réalisation des objectifs budgétaires initiaux et appelé le durcissement de la rigueur. Si les gouvernements tenaient coûte que coûte leurs engagements en 2012, l'ampleur de la récession s'approcherait de celle de 2008/2009.

Tableau 1. prévisions pour 2012

		2011				2012				2011	2012
		t1	t2	t3	t4	t1	t2	t3	t4		
Allemagne	PIB	1,3	0,3	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,0	0,4
	Taux de chômage	6,1	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,8	5,7
	Solde public*									-1,2	-1,4
France	PIB	0,9	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,6	-0,2
	Taux de chômage	9,2	9,1	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	10,7	9,3	10,3
	Solde public*									-5,8	-5,3
Italie	PIB	0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,7	-0,9
	Taux de chômage	8,2	8,1	8,2	8,4	8,6	8,8	8,9	9,0	8,2	8,8
	Solde public*									-3,9	-2,3
Espagne	PIB	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0
	Taux de chômage	20,6	21	22,2	22,6	22,8	23	23	23	21,6	23,0
	Solde public*									-7,4	-5,4
Zone euro	PIB	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0
	Taux de chômage	10,0	10,0	10,6	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2	10,3	11,1
	Solde public*									-3,5	-2,9
Royaume-Uni	PIB	0,4	0,1	0,5	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,9	0,5
	Taux de chômage	7,7	7,9	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,1	8,7
	Solde public*									-9,1	-8,5
États-Unis	PIB	0,1	0,3	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	1,7	1,4
	Taux de chômage	8,9	9,1	9,1	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	9,0	8,7
	Solde public*									-9,2	-9,2
Japon	PIB	-0,7	-0,3	1,5	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	-0,1	2,4
	Taux de chômage	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,5	4,6
	Solde public*									-8,8	-9,4

* En points de PIB.

Sources : Comptes nationaux, prévisions OFCE décembre 2011.

Tableau 2. Besoins de financement, dettes publiques et caractéristiques de ces dettes

	All	Fra	Ita	Esp	RU	USA	JPN	ZE 4
Besoin de financement sur les marchés en 2012								
En milliards	255 M€	295 M€	391 M€	175 M€	257 M£	3151 M\$	226 tls ¥	1116 M€
En point de PIB	9,8	14,1	24,4	15,8	16,5	19,8	47,4	15,1
dont déficit public financé par appel au marché en 2012								
En milliards	20 M€	78 M€	31 M€	57 M€	134 M£	910 M\$	32 tls ¥	186 M€
En point de PIB	0,8	3,7	1,9	5,1	8,6	5,7	6,7	2,5
dont dette arrivant à maturité financée par appel au marché en 2012								
En milliards	235 M€	217 M €	360 M€	118 M€	122 M£	2241 M\$	194 tls ¥	930 M€
En point de PIB	9,0	10,4	22,5	10,6	7,8	14,1	40,7	12,6
Dette publique totale - 2011								
En milliards d'euros	2 062	1 693	1 884	568	1 381	11 064	9 516	6 207
En milliards de dollars	2 795	2 294	2 553	770	1 871	14 994	12 896	8 412
En milliards d'euros PPA 2010	2 051	1 823	1 869	500	1 283	10 210	11 144	6 216
En dollars par tête	34 183	35 258	42 109	16 693	29 972	46 510	101 156	33 171
En point de PIB	80,3	83,7	118,7	52,4	78,5	98,3	213,4	85,5
Variation par rapport à 2007	15,4	19,9	15,1	16,3	34,0	33,5	46,3	16,6
Dette publique de marché estimée au 31 décembre 2011								
En milliards d'euros	1 108	1 315	1 571	558	1 326	7 297	6 727	4 551
En milliards de dollars	1 502	1 782	2 129	756	1 797	9 890	9 116	6 168
En milliards d'euros PPA 2010	1 102	1 416	1 558	490	1 809	9 890	11 568	4 558
En point de PIB	43,1	65,0	99,0	51,4	75,4	64,8	150,8	62,7
En dollars par tête	18 368	27 385	35 116	16 372	28 786	30 678	71 505	24 322
Caractéristiques de la dette de marché								
Taux d'intérêt moyen sur la dette en 2011	nd	3,1	nd	4,0	2,2	3,3	1,0	nd
Taux d'intérêt moyen sur les émissions en 2011	nd	nd	3,5	nd	2,8	nd	0,3	nd
Taux d'intérêt moyen sur les émissions en 2012	0,9	1,5	4,3	5,0	2,0	1,4	0,5	2,9
Taux d'intérêt sur les émissions à 10 ans en 2012	2,0	3,2	6,3	5,3	2,3	2,2	1,1	4,3

Note : la PPA est calculée par rapport à la zone euro, et tient compte des différentiels de niveaux de prix entre pays de la zone euro.

Sources : calculs OFCE décembre 2011, Eurostat, Agences du trésor nationales.

Tableau 3. Évolution de la situation des chômeurs entre 2007 et 2010

En points de population active

Évolution entre 2007 et 2010	Allemagne	Espagne	France	Italie	RU
chômage	-1,6	11,9	1,3	2,4	2,6
chômage de longue durée	-1,5	5,7	0,5	1,2	1,3
chômage non indemnisé	-0,3	5,7	0,5	2,0	4,3

Source : Eurostat.

Le retournement conjoncturel que nous annoncent les indicateurs

La publication des chiffres de croissance du deuxième trimestre 2011 en août a douché les espoirs, brièvement ragaillardis après l'embellie du premier trimestre, d'une sortie sans douleur de la crise des dettes souveraines, notamment en Europe. Le retournement des indicateurs conjoncturels durant les mois d'été a conforté l'idée d'un revirement des économies, avec la crainte de moins en moins dissimulée d'une retombée en récession des économies européennes (*cf. infra*). Les comptes nationaux du troisième trimestre, meilleurs que ce que les climats des affaires pouvaient laisser espérer, n'ont pas infléchi les attentes négatives pour la fin de l'année et le début de l'année prochaine. Dès lors, l'espérance même d'une croissance positive dans les grands pays européens sur l'ensemble de l'année 2012 s'est évanouie, et avec une quasi-stagnation de son PIB en moyenne annuelle (+0,4 %), l'Allemagne signerait la meilleure performance de la zone euro (tableau 1).

Si la croissance de l'activité au troisième trimestre 2011 a été plus dynamique qu'escompté dans notre prévision d'octobre aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, elle est restée conforme à notre scénario sur la moyenne de la zone euro (graphique 1). Avec 0,2 % de croissance sur un trimestre, le ralentissement observé au printemps dernier se poursuit dans l'ensemble de la zone. Cette atonie masque néanmoins des performances très différentes selon les pays, qui peuvent tenir au moins en partie aux contrecoups des perturbations de la production japonaise du printemps dernier dans les industries automobiles et électroniques après la catastrophe de Fukushima. Ainsi, en Allemagne et dans une moindre mesure en France, la croissance s'est révélée bien meilleure (0,5 % et 0,4 % respectivement contre 0,3 % et 0,2 % prévus en octobre), du fait notamment d'un plus fort rebond de la consommation des ménages (0,8 % en Allemagne et 0,3 % en France) après la contraction du printemps, et d'exportations plus dynamiques. À l'inverse, les autres pays, plus petits et plus ouverts, ont enregistré un ralentissement plus marqué, voire un repli de leur PIB. C'est notamment le cas en Espagne (où les comptes révisés montrent maintenant une situation de la demande intérieure davantage dégradée jusqu'au premier semestre 2011, et qui se détériore encore au troisième trimestre), en Belgique et aux Pays-Bas.

Au quatrième trimestre 2011, cette divergence des rythmes de croissance en Europe devrait s'estomper du fait de la dégradation simultanée des enquêtes et indicateurs conjoncturels dans l'ensemble des pays. L'exacerbation des tensions sur les marchés financiers de la zone euro et l'annonce de nouveaux plans d'ajustement budgétaire impriment de plus en plus leur marque dans les perspectives de production. Toutes les

prévisions sont donc revues à la baisse au quatrième trimestre et la zone euro afficherait une baisse de son PIB de -0,1 %, contre une hausse de +0,2 % prévue initialement. En Allemagne et en France, l'activité reculerait de respectivement -0,1 et -0,2 % (contre une hausse prévue à 0,3 % et 0,2 % initialement). En Allemagne, les commandes industrielles domestiques et à l'exportation ont chuté au troisième trimestre, laissant présager un ajustement de l'investissement à la baisse. La consommation des ménages pourrait ralentir mais resterait néanmoins positive. En France, les enquêtes dans l'industrie se sont fortement dégradées au cours de l'été et le taux d'utilisation des capacités de production, qui s'était fortement redressé entre la mi-2009 et la mi-2011, replonge à nouveau aux troisième et quatrième trimestres 2011. Selon l'enquête d'octobre 2011, les chefs d'entreprises ont revu leur prévision d'investissement dans l'industrie pour 2011 à la baisse et prévoient encore un fort ralentissement pour 2012. Mais surtout, les conditions de financement se durcissent. Dès lors que les taux de marge et d'autofinancement des entreprises se situent à des niveaux très bas, comme en France notamment, la contrainte financière pèse lourdement sur les décisions d'investissement, déjà affectées par le manque de visibilité et la résurgence des risques de récession.

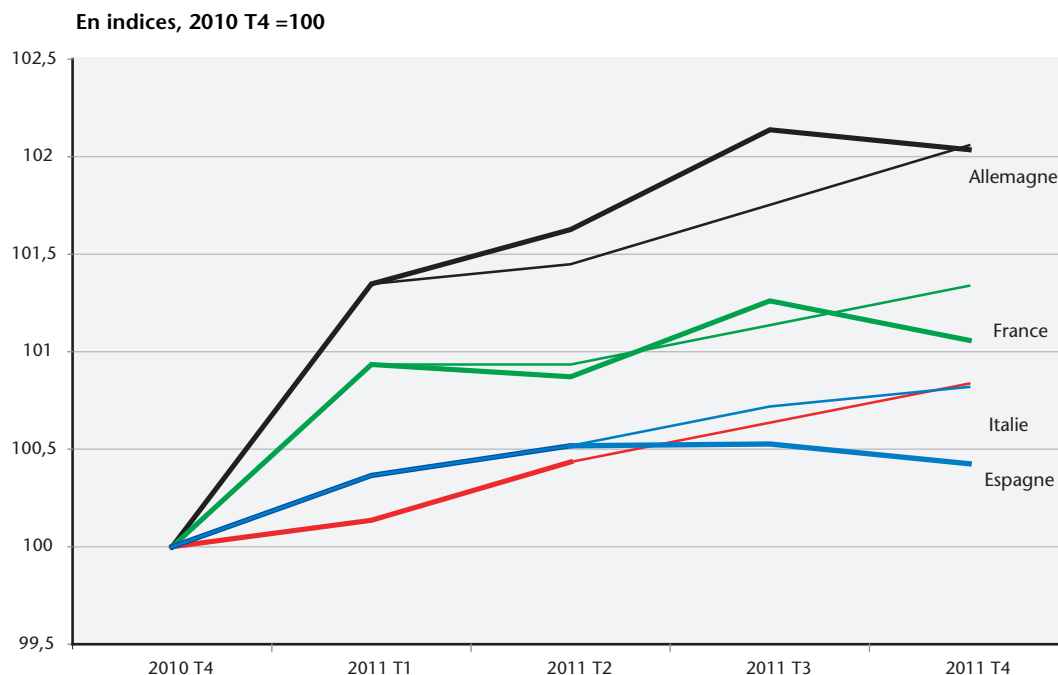
Au Royaume-Uni, la croissance du troisième trimestre a été meilleure que prévue (0,5 %, contre 0,2 % prévu en octobre) mais cette amélioration n'est qu'apparente. La dynamique de la demande privée s'est fortement dégradée. La stagnation de la consommation des ménages s'est confirmée, le recul de l'investissement des entreprises a été plus marqué et les exportations ont chuté au lieu d'augmenter. Surprises, les entreprises ont augmenté massivement leurs stocks, ce qui a largement soutenu la croissance (0,7 point de contribution). En fin d'année, l'activité ne devrait plus bénéficier de ce soutien. La croissance devrait être négative. C'est ce que signalent la nette dégradation des enquêtes dans l'industrie (carnets de commandes totales et à l'exportation, perspectives de production à 6 mois,...) et la stabilisation à très bas niveau de l'indicateur de confiance des ménages.

Aux États-Unis, la croissance, révisée à la hausse au premier semestre, s'est encore accélérée au troisième trimestre, sous l'effet d'une bonne tenue de la consommation des ménages (0,6 % contre 0,2 % prévu) et de l'investissement des entreprises (3,5 % pour 1 % prévu). Les enquêtes auprès des ménages et des entreprises, qui s'étaient retournées à la baisse au début de l'année, témoignent d'une conjoncture plutôt morose, sans signifier malgré tout une entrée en récession. La croissance au quatrième trimestre reste donc anticipée à 0,4 % car les agents continuent de bénéficier des mesures fiscales jusqu'à la fin de l'année.

Au Japon, la récession de 2011 aurait été un peu moins profonde que ce qu'il ressortait des versions antérieures des comptes nationaux et la reprise entamée à l'automne dernier aurait été plus rapide que prévue (1,5 % contre 0,9 %). Là encore, c'est la demande intérieure privée qui soutient la croissance, les dépenses publiques restant très en retrait.

Cette actualisation de l'information disponible nous conduit donc à amorcer l'année 2012 avec une révision de l'acquis de croissance comprise entre -0,1 et -0,2 point pour les 4 grands pays de la zone euro et entre +0,1 et +0,3 point pour les États-Unis le Japon et le Royaume-Uni.

Graphique 1. Comparaison des prévisions d'octobre et décembre 2011 sur l'année 2011 pour les principaux pays de la zone euro

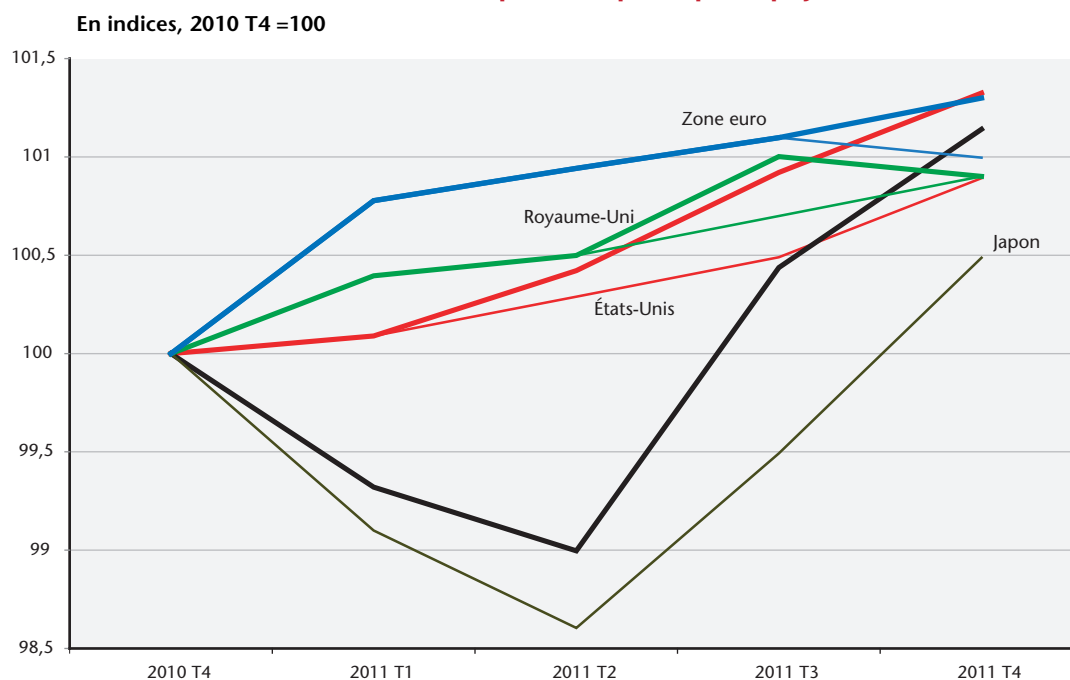


En traits pleins, PIB connu jusqu'au T3 2011 et prévision OFCE de décembre 2011.

En pointillé, PIB connu jusqu'au T2 2011 et prévision OFCE d'octobre 2011.

Source : Eurostat, prévisions OFCE.

Graphique 2. Comparaison des prévisions d'octobre et décembre 2011 sur l'année 2011 pour les principaux pays



En traits pleins, PIB connu jusqu'au T3 2011 et prévision OFCE de décembre 2011.

En pointillé, PIB connu jusqu'au T2 2011 et prévision OFCE d'octobre 2011.

Source : Eurostat, prévisions OFCE.

Nouvelle alerte sur le crédit

La crise de la dette des pays de la zone euro vient frapper un système financier qui porte encore les séquelles de la crise précédente. La hausse des taux obligataires publics provoque des pertes sur les portefeuilles titres de dette des banques européennes, ce qui fragilise leur liquidité et leur solvabilité. Si les banques centrales¹ ont montré leur détermination à agir de façon coordonnée pour prévenir tout effondrement du système, il reste que cette fragilité accrue du système financier pourrait peser sur l'activité de crédit et renforcer l'impact déjà fortement récessif des programmes de consolidation budgétaire.

Si les tensions sur les marchés interbancaires ont resurgi un peu partout depuis cet été, elles sont plus intenses dans la zone euro où l'écart entre le taux des prêts garantis et celui des prêts non garantis atteint mi-décembre 1,75 point pour les prêts interbancaires d'une maturité d'un an et 1,2 point pour ceux d'une maturité de 3 mois (graphique 3). Cet indicateur témoigne des difficultés des banques de la zone euro à retrouver le chemin de la confiance et donc à assurer leur refinancement. Les dépôts des institutions financières de la zone euro contribuent de moins au moins au financement de leur passif. Malgré les interventions de la BCE, la part de ces dépôts est en effet passée de 20,6 % en fin d'année 2007 à 18,2 % en octobre 2011. En outre, à l'issue du sommet européen de Bruxelles du 23 octobre 2011, les 27 pays membres de l'UE se sont mis d'accord sur le principe d'une augmentation des fonds propres détenus par les banques privées afin de se prémunir contre la perte de valeur de certaines obligations. Selon l'Autorité bancaire européenne, afin d'atteindre un ratio *Tier one* de 9 % d'ici à juin 2012, les banques européennes devront être recapitalisées de 106 milliards d'euros dont 8,8 pour la France, 5,2 pour l'Allemagne, 7,8 pour le Portugal, 26 pour l'Espagne, 14,7 pour l'Italie et 30 milliards pour la Grèce. Néanmoins, dans un contexte financier morose, les banques devraient avoir des difficultés à lever de nouveaux fonds propres et elles n'auraient alors d'autre choix que de vendre des actifs risqués et réduire leurs octrois de crédits. En effet, comme les banques européennes détiennent une masse importante de dettes souveraines d'États de la zone euro, elles sont contraintes de se délester des actifs publics dégradés pour éviter une baisse de leur ratio prudentiel. Cette mécanique pro-cyclique pousse les taux des pays en difficulté à la hausse accélérant le processus de défiance des investisseurs. Les banques qui encaissent des pertes face à la baisse de valeur des actifs dégradés et qui peuvent difficilement se recapitaliser sur les marchés sont conduites à réduire la taille de leurs bilans en restreignant le crédit bancaire².

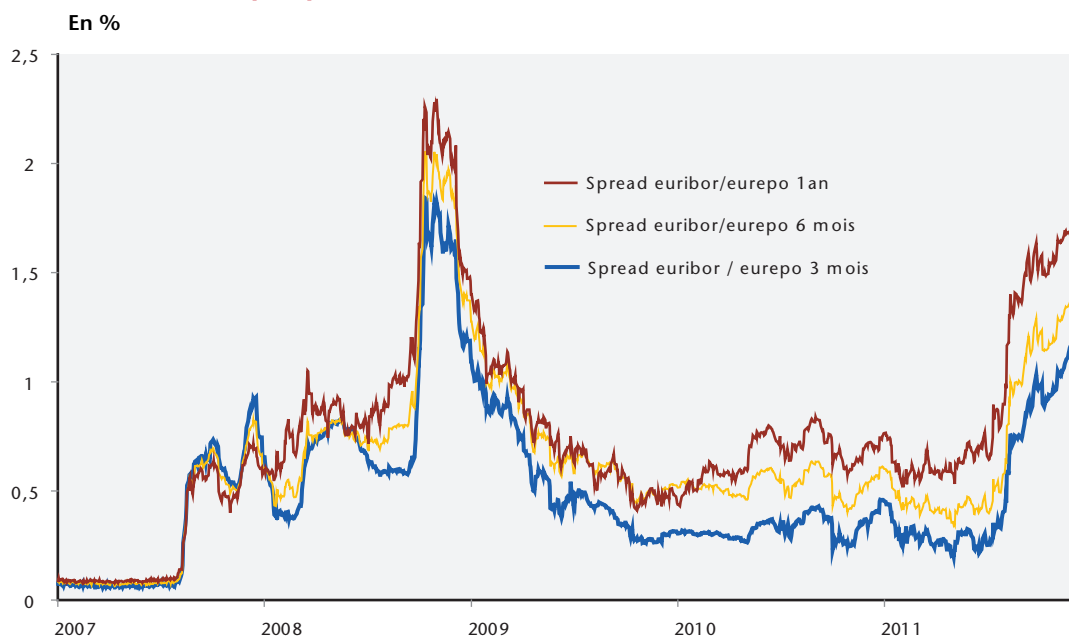
Consciente de ce risque de *credit crunch*, la BCE a décidé d'une nouvelle baisse de ses taux directeurs lors de sa réunion de décembre 2011 et revient ainsi sur les deux hausses inopportunes du premier semestre 2011. Elle a également annoncé de nouvelles mesures exceptionnelles destinées à améliorer la liquidité et à sécuriser les refinancements bancaires sur un horizon plus long. En effet, anticipant d'importants

1. Le 30/11/2011, 6 banques centrales (Banque d'Angleterre, Banque du Japon, BCE, Réserve fédérale, Banque nationale de Suisse et la Banque du Canada) ont annoncé une action concertée pour apporter des liquidités aux banques. L'accord prévoit notamment la réactivation des *swaps* en dollar pour répondre aux besoins de liquidités des banques dans cette monnaie.

2. Cette idée, qualifiée de canal du capital bancaire, fut initialement développée par Peek & E. Rosengren (1995) : « The capital crunch : neither a borrower nor a lender be », *Journal of Money, Credit and Banking* vol.27 n° 3, p. 625-638.

besoin de financement, la BCE va conduire deux opérations de refinancement d'une maturité de 3 ans. Par ailleurs, les critères d'éligibilité des collatéraux ont été élargis et le taux de réserves obligatoires, abaissé. Si ces mesures sont indispensables pour éviter une amplification de la crise, il n'est pas certain qu'elles suffisent à enrayer le ralentissement du crédit. Dans l'enquête trimestrielle du quatrième trimestre, les banques déclarent en effet durcir leurs conditions de crédits aux ménages – notamment pour les prêts immobiliers – et aux entreprises (graphique 4) en raison des perspectives sectorielles mais également du coût et de la difficulté d'accès au refinancement. Bien que de moindre ampleur que ce qui a été observé en fin d'année 2008, le durcissement des conditions de prêt freinerait les crédits et *in fine* la croissance³. Ainsi, la baisse de la production de nouveaux crédits aux ménages, observée depuis mi-2007, et aux entreprises de la zone euro, depuis mi-2008, se poursuivrait. L'impact de cette crise sur les performances macroéconomiques du quatrième trimestre est probablement déjà intégré dans les enquêtes de conjoncture et les indicateurs avancés. Pour 2012, la baisse de l'activité liée à cette seconde phase de *credit crunch* serait de l'ordre de 0,1 à 0,2 point de croissance dans la zone euro.

Graphique 3. Tensions sur le marché interbancaire

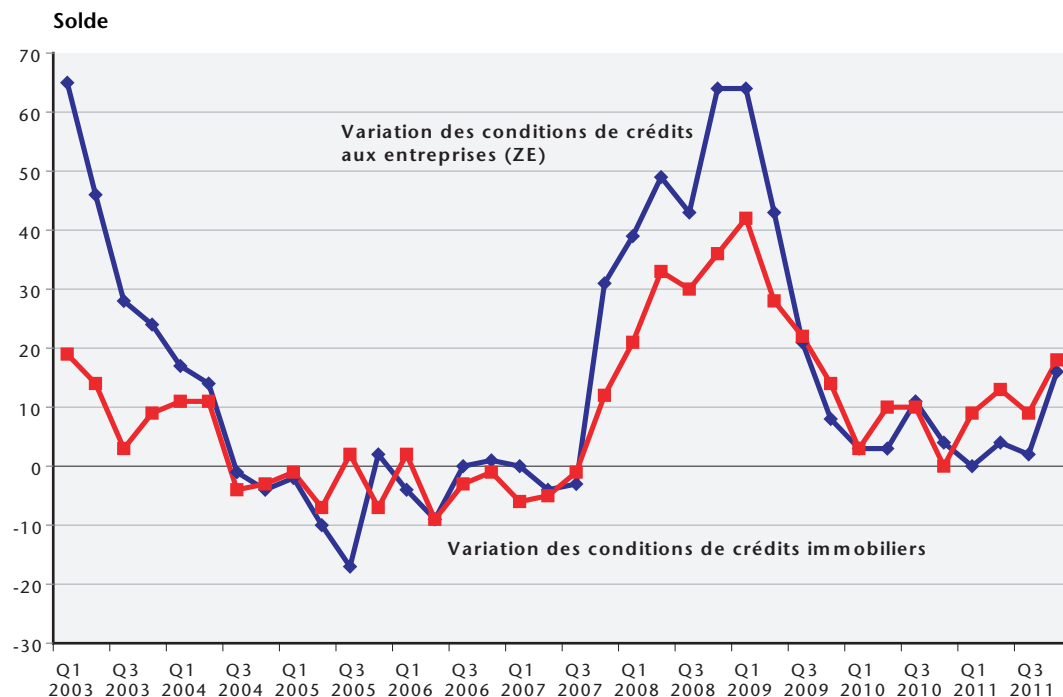


Note : l'euribor est un taux correspondant à des prêts interbancaires non garantis tandis que l'eurepo est le taux assorti aux prêts interbancaires garantis par des collatéraux.

Source : Datastream.

3. G. de Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydro & S. Scopel (2010) montrent que les enquêtes sur la distribution de crédit dans la zone euro ont un pouvoir prédictif sur l'évolution du crédit et de la croissance, un durcissement des conditions de crédit entraînant une baisse des crédits et de l'activité. Voir « The euro area bank lending survey matters : empirical evidence for credit and growth », *ECB Working Paper* n° 1160. Ces résultats confirment notamment des résultats similaires mis en évidence pour les États-Unis.

Graphique 4. Conditions de crédit dans la zone euro



Note : Solde des réponses entre les banques déclarant durcir les conditions de crédit et celles déclarant les assouplir.

Source : BCE (Bank lending survey).

La mécanique infernale de la réduction des déficits publics : l'Europe à l'amende

L'ensemble des gouvernements européens engagés, conformément au programme de stabilité, dans un programme ambitieux de réduction des déficits publics se trouvent confrontés à une dégradation de la composante conjoncturelle du solde public. Les prévisions de croissance pour 2012 établies par les gouvernements pour le cadrage budgétaire des lois de finances sont devenues rapidement obsolètes révélant des plans d'austérité budgétaire sous-calibrés pour atteindre les objectifs de déficits publics. La plupart des gouvernements ont donc été amenés à réviser à la baisse leur prévision de croissance et à annoncer de nouveaux tours de vis budgétaires pour tenir leurs engagements. Le cas français est un bon exemple de cette stratégie. En révisant de 1,75 % à 1 % sa prévision de croissance pour 2012, le gouvernement français a anticipé un manque à gagner de 7 milliards en recettes fiscales et sociales⁴. Pour compenser cette perte conjoncturelle, le gouvernement a annoncé un nouveau plan de restriction budgétaire de 7 milliards d'euros pour 2012. Cette démarche suppose que ce nouveau plan n'affectera pas la croissance, la prévision d'une hausse du PIB de 1 % n'étant pas révisée à la baisse malgré le durcissement de l'austérité. Cette hypothèse d'un multiplicateur budgétaire à 0 est loin des évaluations empiriques actuelles⁵. Avec un

4. 1 point de PIB représentant 20 milliards d'euros, une révision de 0,75 point de PIB correspond à une perte de 15 milliards d'euros d'activité en 2012. Les prélèvements obligatoires représentant 43,7 % du PIB, cette révision ampute les recettes fiscales de près de 7 milliards d'euros.

multiplicateur budgétaire égal à 1 à court terme, les mesures d'austérité annoncées devraient se traduire par une réduction du PIB de 0,35 point, ramenant ainsi la croissance prévue à 0,7 %. En raison de cette moindre activité, le déficit public ne se réduirait que de 0,17 point du PIB. Donc pour réduire le déficit public *ex post* de 0,35 point comme l'envisage le gouvernement, il faudrait faire 14 milliards d'euros de restriction budgétaire, ce qui, par le jeu du multiplicateur budgétaire, ramènerait la prévision de croissance à 0,3 % pour 2012.

À l'exception de l'Allemagne et du Royaume-Uni, tous les grands pays industrialisés ont accru, entre octobre et décembre 2011, les efforts budgétaires structurels prévus pour 2012. C'est particulièrement le cas aux États-Unis où l'impulsion budgétaire prévue en octobre de 0,9 point de PIB est désormais évaluée à -1,1 point de PIB, du fait de l'échec du vote de *l'American Job Act* de 447 milliards de dollars annoncé par Obama en septembre. La politique budgétaire américaine reste cependant moins restrictive que celle de la zone euro (graphique 5). En Italie, la nomination du gouvernement Monti s'est accompagnée de la mise en place d'un nouveau programme d'austérité qui accentue l'effort budgétaire de 1 point de PIB (l'impulsion budgétaire pour 2012 étant désormais évaluée à -2,6 points de PIB). En Espagne et en France, l'effort budgétaire de consolidation a été amplifié de 0,35 point de PIB conduisant à une impulsion budgétaire de -2,9 points de PIB en Espagne et de -1,4 en France en 2012. Pour le Royaume-Uni, l'impulsion budgétaire reste inchangée à -1,9 point de PIB et l'Allemagne a légèrement assoupli sa politique budgétaire, portant l'impulsion à -0,2 point de PIB. Au Japon, même si elle a été abaissée de 0,1 point de PIB, l'impulsion budgétaire reste largement positive pour 2012 (1,3 point de PIB).

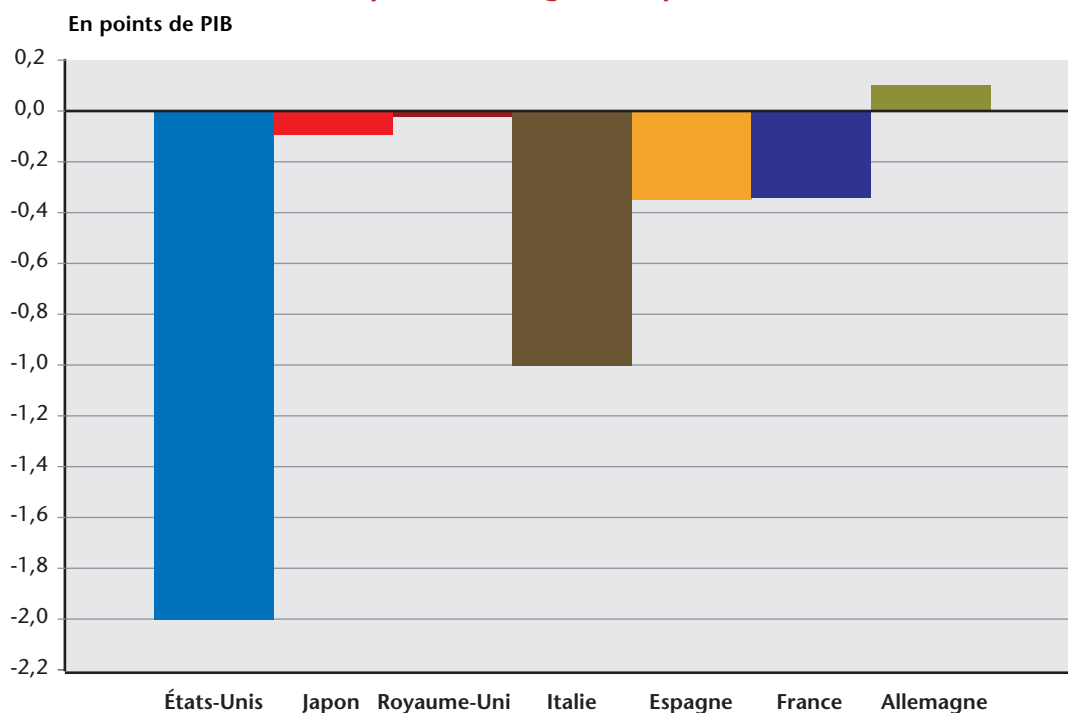
Cette sous-estimation de l'impact des politiques budgétaires sur la croissance officielle va conduire soit à des nouveaux tours de vis budgétaires accélérant le processus récessif actuel, soit à des déficits publics plus élevés que prévus. Cette course à la réduction des déficits publics, indépendamment de toute considération conjoncturelle, pèse sur la croissance et met à mal la soutenabilité des finances publiques. La sous-évaluation de la valeur du multiplicateur budgétaire a deux conséquences : premièrement les pays, en minimisant les effets de la politique budgétaire sur la composante conjoncturelle du solde public, ne vont pas atteindre leurs objectifs de réduction de déficit public inscrits dans les programmes de stabilité ce qui provoque la défiance des marchés sur la capacité des États à rembourser leur dette publique. Deuxièmement, ces politiques budgétaires, en impactant la croissance plus sévèrement que ce que prévoient les gouvernements, risquent de conduire de nombreux pays de la zone euro vers la récession, renforçant la crainte des marchés sur la soutenabilité des finances publiques.

Dans cette mécanique infernale, seuls les pays clairement protégés d'un risque de défaut par un prêteur en dernier ressort crédible (rôle attribué à la Banque centrale des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon), peuvent s'abstenir de surenchérir sur les plans de rigueur sans craindre les effets d'une dégradation de leur note sur la qualité de leur dette publique. Les pays de la zone euro, dont la dégradation de la note a des répercussions immédiates sur leurs taux de refinancement, n'ont d'autres choix que de répondre aux marchés par plus de rigueur pour atteindre leurs objectifs de déficits publics. Les pays les moins endettés qui ont des politiques budgétaires moins restric-

5. Pour plus de détails le lecteur pourra se référer à « La multiplication de la rigueur », *Revue de l'OFCE*, n° 119, octobre 2011.

tives, l'Allemagne notamment, ne seront pas épargnés par le ralentissement général de l'activité lié à l'austérité de leurs principaux partenaires commerciaux. Avec une intégration commerciale très poussée dans la zone euro, les pays les plus dépendants de l'activité intra-européenne subiront de plein fouet le retournement brutal de leur demande adressée liée à la compression des ressorts internes à chaque pays. Coincés dans cette logique, les agences de notation s'inquiètent désormais du risque de récession et de ses conséquences sur le système financier. La contagion s'accélère et des grands pays de la zone euro sont désormais dans la mire des marchés financiers et des spéculateurs. Les décisions du sommet européen du 9 décembre 2011, visant à renforcer la discipline budgétaire notamment par l'adoption de règles budgétaires contraignantes par les États de la zone euro, ne calmeront pas les marchés financiers. Cette contrainte budgétaire sans contrepartie d'une garantie absolue des dettes publiques par la Banque centrale européenne n'est pas une caution indispensable à la survie de l'euro. Le renforcement seul de l'austérité budgétaire ne sera qu'un accélérateur de crise et ne fera que renforcer le risque de disparition de la monnaie unique.

**Graphique 5. Révisions (entre octobre et décembre 2011)
des impulsions budgétaires pour 2012**



Source : calculs OFCE.

Sans l'assurance d'un prêteur en dernier ressort, les gouvernements de la zone euro sont confrontés à des choix budgétaires cornéliens : soit ils décident d'aller beaucoup plus loin dans la rigueur de façon à respecter leurs engagements budgétaires (voir partie ci-dessous) ce qui conduirait à plonger automatiquement la zone euro dans une profonde récession pouvant déboucher sur une crise systémique. Soit ils renoncent à de nouveaux plans d'austérité pour éviter que la zone ne s'enfonce dans la récession mais, dans ce cas, ils s'exposent à la foudre des marchés financiers. Seule une remise en cause au niveau européen de la stratégie budgétaire actuelle de façon à rendre soute-

nable économiquement et socialement le rééquilibrage des finances publiques à moyen terme permettrait d'amorcer une perspective de sortie de crise. Cette stratégie qui vise à renouer avec la croissance n'est envisageable que si la BCE annonce clairement qu'elle joue le rôle de prêteur en dernier ressort dans la zone euro de façon à éviter la spéculation sur les dettes souveraines et stopper le risque de contagion.

Ce schéma d'ensemble nous conduit à réviser significativement nos perspectives de croissance pour l'année 2012 par rapport à celles effectuées il y a deux mois. Cette révision peut être décomposée en quatre raisons principales (tableau 4) :

1. Un acquis de croissance minoré en zone euro : comme nous l'avons mentionné dans la partie précédente, la fin de l'année 2011 serait différente de celle anticipée en octobre dernier. Si cette différence ne change pas le taux de croissance annuel moyen du PIB pour 2011, celle-ci a en revanche une incidence sur l'acquis de croissance pour 2012. Il serait inférieur pour les pays de la zone euro à celui envisagé en octobre (-0,2 point en moyenne pour la zone) alors qu'il est supérieur d'environ 0,2 pour les autres grands pays hors zone euro.

2. La mise en place de nouveaux plans de rigueur : ces nouvelles mesures viendront directement amputer la croissance italienne de 0,8 point de PIB en 2012. En Espagne et en France, elles sont de moindre ampleur mais amputeront cependant la croissance de 0,3 point de PIB en 2012. Enfin, les États-Unis vont subir un changement de cap radical de leur politique budgétaire, l'impact sur sa croissance s'élevant à plus de 1 point.

3. Une dynamique interne freinée par l'apparition d'un durcissement des conditions de crédit, aux ménages et aux entreprises.

4. Un environnement extérieur moins dynamique : bien entendu, ces révisions de la croissance prévue de chaque pays rejaillissent sur l'environnement extérieur dont la dégradation nuit à son tour à l'activité *via* une moindre croissance des exportations. Pour les grands pays européens, la moindre activité de leurs partenaires commerciaux amputerait leur propre croissance de 0,3 à 0,4 point de PIB. Les États-Unis et le Japon, moins exposés au ralentissement des pays étudiés, verraient leur croissance diminuer de respectivement 0,1 et 0,2 point de PIB.

Tableau 4. Taux de croissance annuel du PIB en 2012 prévu...

En points de PIB

	All	Fra	Ita	Esp	RU	USA	JPN
... en octobre 2011	1,2	0,8	0,4	0,9	0,8	2,0	2,9
... en décembre 2011	0,4	-0,2	-0,9	0,0	0,5	1,4	2,4
Révision du PIB pour 2012 due à ...	-0,8	-1,0	-1,3	-0,9	-0,3	-0,6	-0,5
... un acquis de croissance	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,1
... l'impulsion budgétaire efficace*	0,1	-0,3	-0,8	-0,3	0,0	-1,3	-0,1
... des raisons internes	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	-0,3
... l'environnement extérieur	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2

* Impact de la politique budgétaire et fiscale sur la croissance (IB*Multiplificateur)

Sources : sources nationales, prévisions OFCE.

Au final, la révision de croissance est assez forte pour les pays de la zone euro (tableau 4) : le taux de croissance a été abaissé de 0,9 point pour l'ensemble de la zone. Au niveau national, la révision est comprise entre -0,8 point pour l'Allemagne et -1,3 point pour l'Italie. Pour les autres grands pays hors de la zone euro, la révision est de moindre ampleur puisqu'elle est de -0,3 point pour le Royaume Uni et de -0,6 point pour les États-Unis.

Le ralentissement de l'activité, plus fort que celui anticipé par les différents gouvernements, va creuser le solde public conjoncturel et ne permettra pas aux différents pays développés de respecter leur engagement de réduction de déficit.

Cela sera notamment le cas, d'après nos prévisions, pour les gouvernements espagnol et surtout britannique qui pourraient être confrontés à un écart entre le solde public réalisé et leur engagement compris entre 1 et 2 points de PIB. Dans le cas de la France et de l'Italie, l'écart serait de 0,8 point. Seule l'Allemagne serait très proche de ses engagements (tableau 5).

Tableau 5. Solde public en 2012 prévu par...

En points de PIB

	All	Fra	Ita	Esp	RU	USA	JPN
... l'OFCE	-1,4	-5,3	-2,3	-5,4	-8,5	-9,2	-9,4
... les gouvernements	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5		
Écart	0,1	0,8	0,8	1,0	2,0		

Sources : sources nationales, prévisions OFCE.

Nous avons simulé un scénario dans lequel les gouvernements tiendraient coûte que coûte, et quelle que soit la conjoncture, à respecter leurs engagements budgétaires. Si tel était le cas, cela nécessiterait l'adoption de nouveaux plans restriction budgétaire dans les mois à venir.

Plusieurs cas de figure ont été étudiés. Avant de les détailler, signalons que nous avons retenu l'hypothèse d'un multiplicateur budgétaire interne de 0,9, correspondant à un multiplicateur total de 1,3 en intégrant les effets de retour par le commerce extérieur. En effet, comme nous l'avons détaillé dans un travail récent (OFCE, 2011⁶), la mise en place dans un contexte de basse conjoncture, de politiques de restriction budgétaire simultanées dans l'ensemble des pays européens et agissant dans une situation de faible marge de manœuvre de la politique monétaire concourt à la formation d'un multiplicateur supérieur à l'unité.

De manière à isoler l'impact sur la croissance du plan d'économies national et de ceux des partenaires, nous avons supposé que chaque pays respecterait, seul, son engagement (tableau 6). Sous cette hypothèse, l'effort serait considérable au Royaume-Uni qui présenterait un nouveau plan de restriction budgétaire de 3,7 points PIB (soit 65,2 milliards d'euros). La France, l'Italie et l'Espagne devraient mettre en œuvre un plan de restriction budgétaire deux fois inférieur, compris entre 1,5 (31 milliards pour

6. « [La multiplication de la rigueur](#) », Revue de l'OFCE, n°119, octobre 2011.

la France) et 1,9 point de PIB. Enfin le plan d'économies allemand serait le plus faible, avec 0,3 point de PIB (7 milliards d'euros).

Ces différents plans de rigueur nationaux, pris isolément, auraient un impact non négligeable sur la croissance des pays étudiés. À l'exception de l'Allemagne qui éviterait encore la récession, une telle stratégie ferait à nouveau plonger les autres économies en 2012, avec un recul de leur PIB allant de -1,6 % pour la France à -2,9 % pour l'économie britannique. L'Espagne connaîtrait une baisse de son activité de -1,7 % et l'économie italienne de -2,3 % (tableau 6).

Tableau 6. Impact sur le PIB du respect des engagements de réduction des déficits en 2012

En %	All	Fra	Ita	Esp	RU	USA	JPN
Prévisions OFCE							
<i>PIB</i>	0,4	-0,2	-0,9	0,0	0,5	1,4	2,4
<i>Solde public (en pt de PIB)</i>	-1,4	-5,3	-2,3	-5,4	-8,5	-9,2	-9,4
Si chaque pays respecte seul son engagement							
Montant nécessaire							
<i>En milliards de dollars</i>	7,0	30,8	23,8	20,3	65,2		
<i>En points de PIB</i>	0,3	1,5	1,5	1,9	3,7		
Impact sur...							
<i>... le PIB</i>	0,0	-1,6	-2,3	-1,7	-2,9		
<i>... le solde public (en points de PIB)</i>	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5		
Si les pays de l'Union européenne respectent leurs engagements							
Montant nécessaire							
<i>En milliards de dollars</i>	26,0	44,6	34,9	28,2	71,8		
<i>En points de PIB</i>	1,0	2,2	2,2	2,6	4,1		
Impact sur...							
<i>... le PIB</i>	-1,4	-3,0	-3,7	-3,2	-3,7	1,1	2,1
<i>... le solde public (en points de PIB)</i>	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-6,5	-9,3	-9,5
Si les pays de la zone euro respectent leurs engagements							
Montant nécessaire							
<i>En milliards de dollars</i>	17,1	38,5	30,1	24,9			
<i>En points de PIB</i>	0,7	1,9	1,9	2,3			
Impact sur...							
<i>... le PIB</i>	-0,7	-2,4	-3,1	-2,6	0,1	1,3	2,2
<i>... le solde public (en points de PIB)</i>	-1,3	-4,5	-1,5	-4,4	-8,7	-9,3	-9,5

Sources : prévisions et calculs OFCE.

Bien entendu, si l'ensemble des grands pays européens venait à adopter la même stratégie en même temps alors l'effort d'économies serait supérieur. Il s'élèverait à près de 72 milliards d'euros au Royaume-Uni et de 44,6 milliards d'euros en France, représentant respectivement 4,1 et 2,2 points de PIB. Cet effort supplémentaire serait également de 2,2 points de PIB pour l'Italie (34,9 milliards d'euros), de 2,6 points de

PIB pour l'Espagne (28,2 milliards) et de 1 point de PIB pour l'Allemagne (26 milliards d'euros). Au total sur ces 5 pays étudiés, l'effort cumulé d'économie représenterait plus de 200 milliards d'euros en 2012.

Le choc sur l'activité de ces pays serait alors puissant : il provoquerait en 2012 une récession violente pour certains pays avec une baisse du PIB de 3,7 % en Italie et au Royaume-Uni (contre respectivement -5,1 % et -4,9 % en 2009). La chute du PIB serait proche en France (-3,0 %) et en Espagne (-3,2 %). Sous cette hypothèse, l'Allemagne basculerait elle aussi en récession (-1,4 %).

ANNEXE

ÉCHÉANCIER DES DETTES PUBLIQUES EN 2012

Le besoin de financement total des États en 2012 est composé de 1) la dette passée arrivant à maturité en 2012, qu'il faudra refinancer, 2) des nouveaux besoins de financement découlant des déficits publics. Nous avons cherché à estimer ce besoin pour les quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne) et pour les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni à titre de comparaison (graphique A1).

Graphique A1. Composition des besoins de refinancement total en 2012

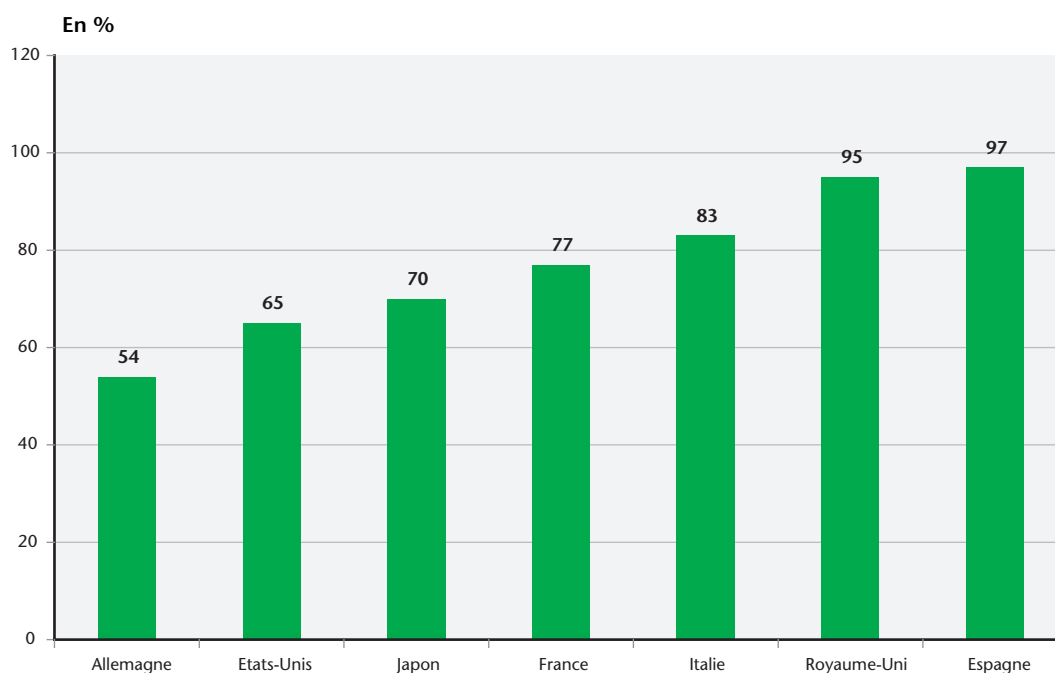


Notes : tous les montants ont été convertis en euros. La Zone euro 4 regroupe l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

Source : calculs OFCE et prévisions OFCE.

Les besoins de financements nouveaux, financés par appel au marché, sont calculés à partir de nos prévisions de déficit public pour 2012. Ce dernier est corrigé de la part de la dette de marché dans la dette publique totale (graphique A2), une partie du déficit pouvant être financée par d'autres moyens que l'appel au marché, tels que le financement bancaire.

Graphique A2. Part de la dette de marché dans la dette totale



Source : calculs OFCE.

La dette publique

Pour les pays européens, la dette totale retenue est la dette au sens de Maastricht, estimée fin 2011. La dette publique de marché est comprise au sens large : elle inclut les titres de très court terme (dont la maturité est inférieure à un an). Pour l'Allemagne, elle porte uniquement sur la dette fédérale, et n'inclut pas la dette des Länder. Pour le Japon, elle n'inclut pas la dette émise par les collectivités locales et les agences gouvernementales⁷.

Les titres arrivant à maturité en 2012

Les échéanciers de titres arrivant à échéance en 2012 ont été construits à partir des informations existantes sur les caractéristiques des dettes publiques fin 2011, et à partir d'hypothèses sur la structure par terme des besoins de refinancement total en 2012. Ils se décomposent en deux parties :

- Les titres émis avant fin novembre 2011 et arrivant à échéance en 2012.

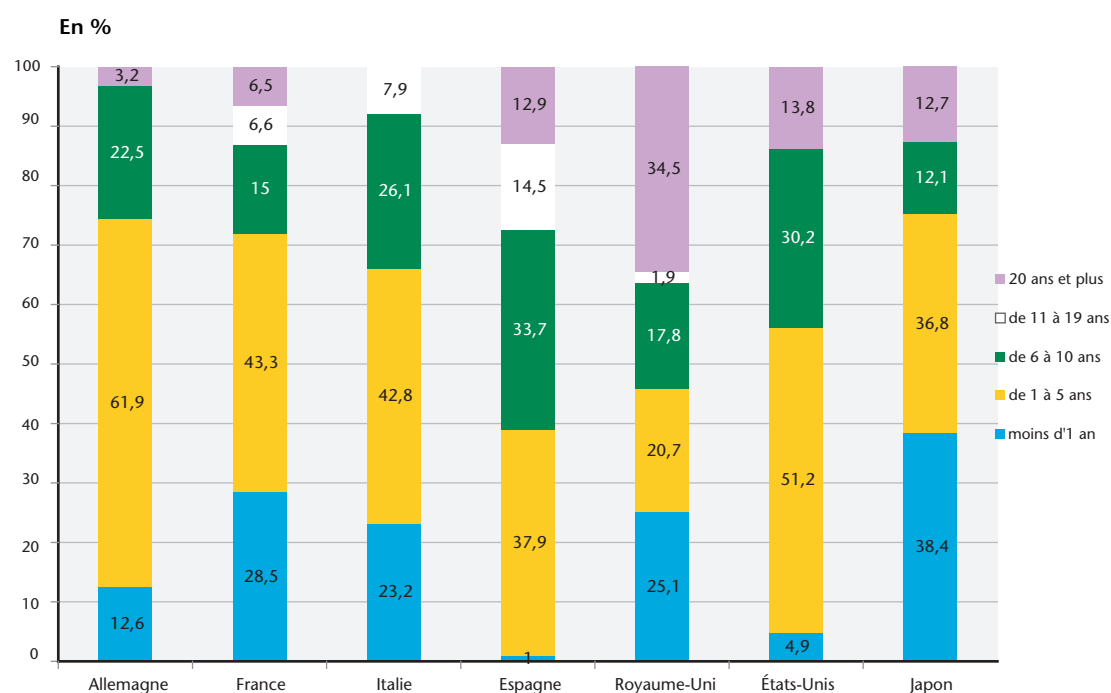
7. La dette de marché japonaise a été reconstituée à partir des résultats publiés des émissions de T-bills et de JGBs depuis 1999. Elle ne prend pas en compte pas les émissions de titres à 20 ans intervenues avant cette date, ni les réémissions par le biais des « auction for enhanced liquidity » et les titres retirés du marché par le biais des opérations de « Buy-Back ». De même la dette de marché italienne ne prend pas en compte les opérations de « Buy-back ».

- Les titres à très court terme nécessitant un refinancement au cours de l'année 2012.
- La structure des besoins de financement en 2012

On fait l'hypothèse que la dette arrivant à échéance en 2012, ainsi que les nouveaux besoins de financement, seraient financés par appel au marché selon une clé de répartition propre à chaque pays, et fonction des politiques de gestion de la dette (graphique A3). Cette hypothèse s'est avérée nécessaire, dans la mesure où les annonces d'émissions de titres ne sont pas connues pour l'ensemble de l'année 2012. La clé retenue a généralement été calculée à partir de la structure des émissions effectuées en 2011⁸. L'Espagne et le Royaume-Uni ont des politiques d'émission à plus long terme que les autres pays. Concernant l'Espagne, la maturité des émissions effectuées en 2011 a augmenté par rapport aux années passées, l'objectif à terme étant un allongement de la maturité moyenne de la dette.

Ces clés de répartition tiennent compte du roulement plus rapide des émissions de titres émis à moins d'un an. Par exemple, la part des titres à échéance dans trois mois est calculée en tenant compte du fait que l'encours total de titres à trois mois est renouvelé quatre fois dans l'année⁹.

Graphique A3. Répartition par terme des besoins de financement total en 2012



Source : calculs et prévisions OFCE.

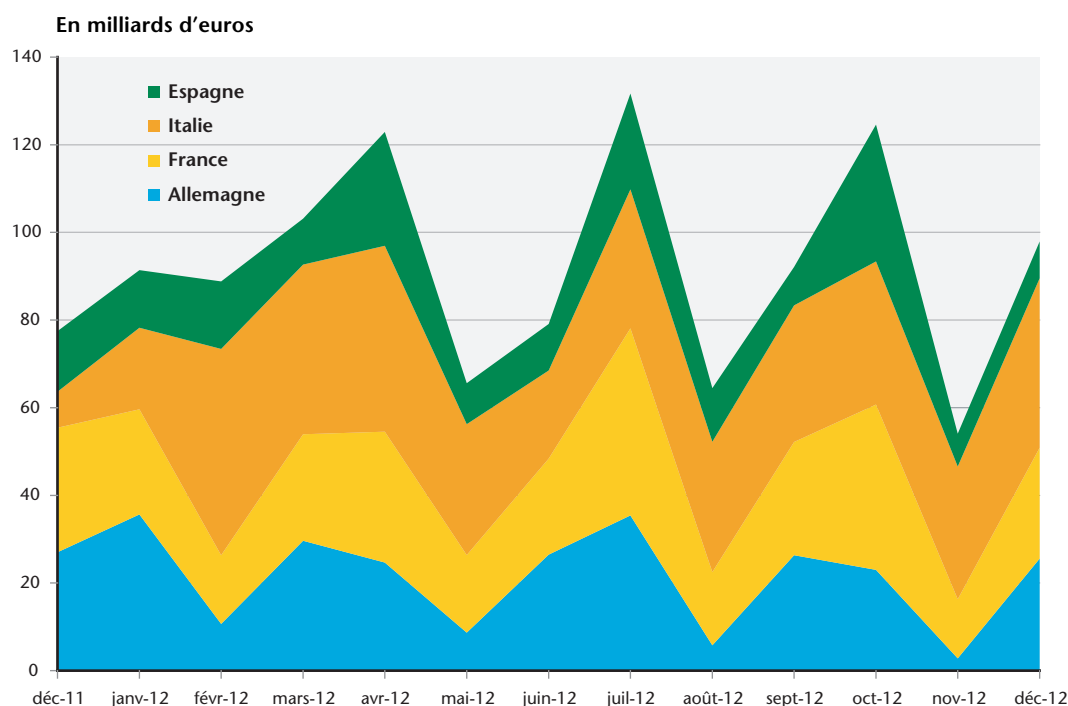
Le besoin de financement total a été reconstitué mensuellement (graphiques A4 et A5). Cela étant, il ne saurait être interprété *stricto sensu* comme un flux d'émission de titres à venir mensuellement, puisque ces flux d'émissions dépendent de la gestion de

8. À l'exception de l'Italie, pour laquelle elle a été calculée sur la période octobre 2009-septembre 2011.

9. On a donc divisé par 4 les besoins de financement totaux mensuels en titres à 3 mois lors du calcul de la clé de répartition.

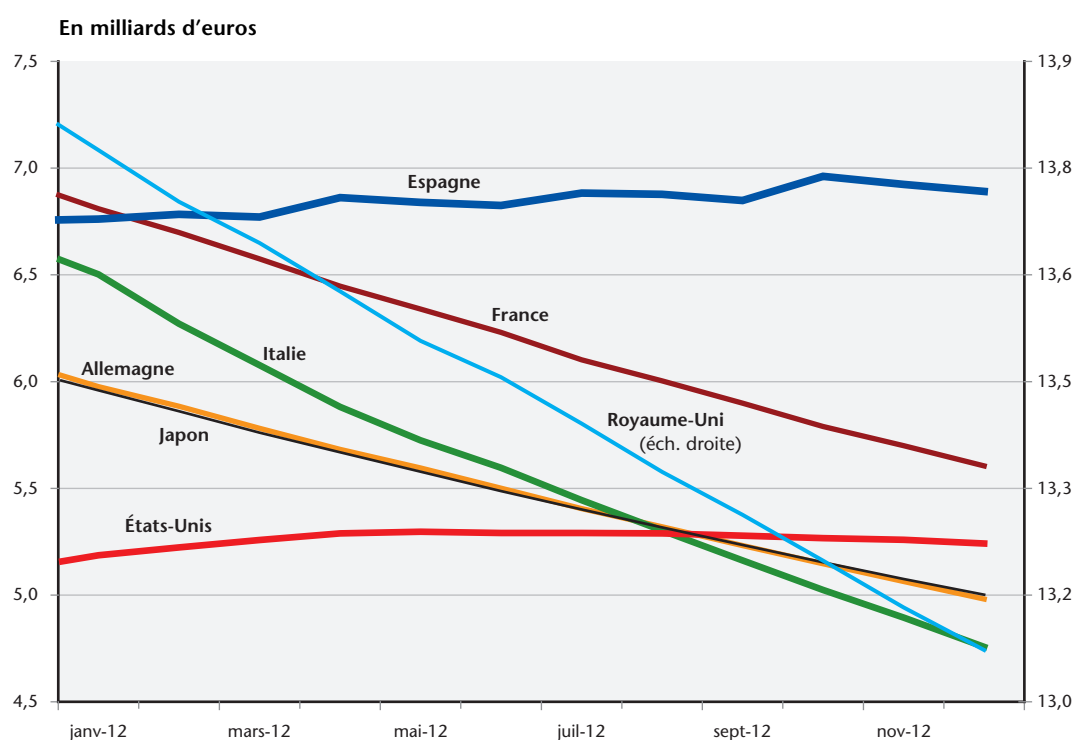
la trésorerie des États et des conditions de marchés (qui peuvent conduire à avancer ou repousser certaines émissions d'un mois sur l'autre), et que la saisonnalité observée du besoin de refinancement total dans la plupart des pays est héritée du cadencement des émissions passées.

Graphique A4. Besoin mensuel de financement total en zone euro



Source : calculs et prévisions OFCE

Graphique A5. Besoin mensuel de financement total



Source : calculs et prévisions OFCE.

À titre de comparaison, une étude de la BNP publiée dans *Les Echos* décompose également les émissions brutes prévues pour 2012 en encours de titres arrivant à échéance et en appel net au marché (part du déficit financée par appel au marché). Les encours de titres arrivant à échéance calculés par la BNP sont plus faibles : ils ne tiennent pas compte des émissions de titres de très court terme, ceux-ci servant à l'État comme outil de gestion de sa trésorerie. Nous avons fait le choix de prendre en compte l'encours des titres à très court terme, ce dernier ayant un impact rapide sur la charge de la dette en cas de forte variation des taux d'intérêt.

Tableau A1. Comparaison des volumes d'émission en 2012

En milliards d'euros

Encours des titres arrivant à échéance	OFCE	BNP
France	217	99
Allemagne	235	157
Italie	360	194
Espagne	118	47
Appel net au marché	OFCE	BNP
France	78	82
Allemagne	20	28
Italie	31	26
Espagne	57	52
Emissions brutes	OFCE	BNP
France	295	179
Allemagne	255	185
Italie	391	220
Espagne	175	99

Sources : « Les États de la zone euro émettront plus de 800 milliards d'euros de dette l'an prochain », Les Echos (30/11/2011) ; calculs et prévisions OFCE.

La maturité moyenne de la dette

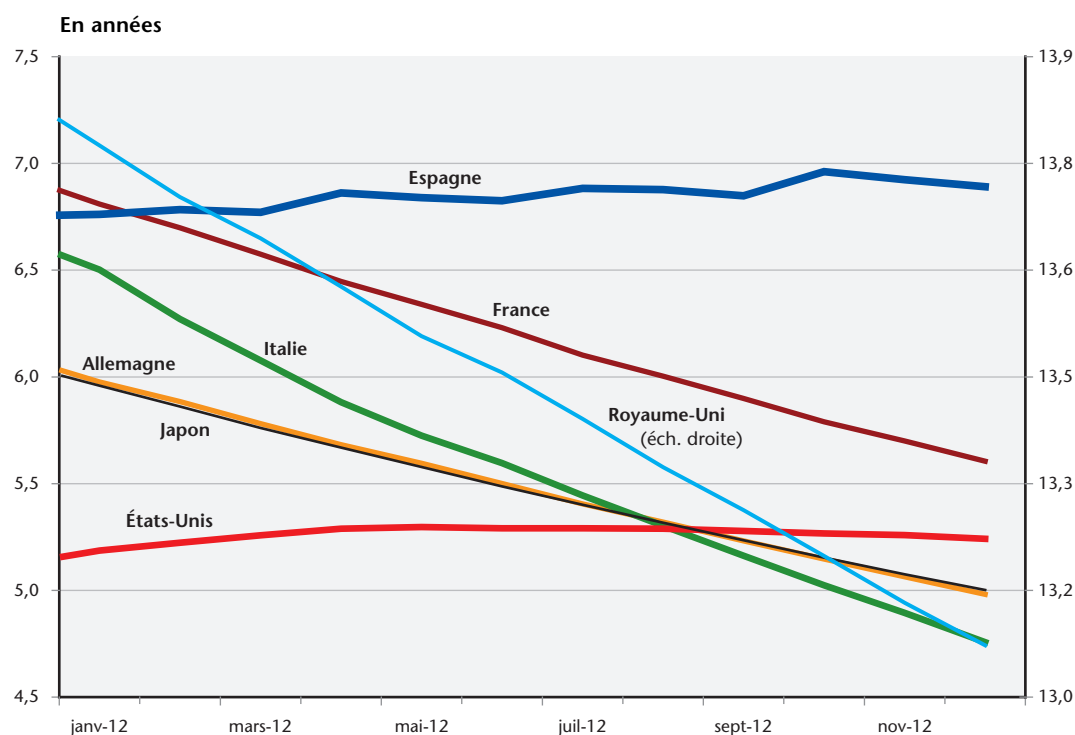
Compte tenu de la clé de répartition pour chaque pays et de la maturité moyenne de la dette fin 2011, nous avons calculé l'évolution de la maturité moyenne de la dette. Celle-ci dépend du stock de dette passée, dont la maturité moyenne diminue avec le temps, et de la maturité moyenne des émissions de titres à venir (tableau A2). La maturité moyenne de la dette diminuerait en 2012 dans la plupart des pays étudiés. Elle augmenterait légèrement aux États-Unis et en Espagne, ces deux pays menant une politique d'allongement de la maturité moyenne de la dette en émettant à plus long terme que dans les autres pays. Au Royaume-Uni, malgré une politique d'émission privilégiant les maturités très longues, la maturité moyenne de la dette diminue car les émissions de dette nouvelle ne compensent que partiellement la baisse de maturité moyenne du stock de dette passé.

Tableau A2. Maturité moyenne des émissions en 2012

En années	
Maturité moyenne en années	
Allemagne	5,0
France	5,2
Italie	3,5
Espagne	10,6
Royaume-Uni	14,5
États-Unis	8,5
Japon	5,3

Source : calculs et prévisions OFCE

Graphique A6. Maturité moyenne du stock de dette publique négociable



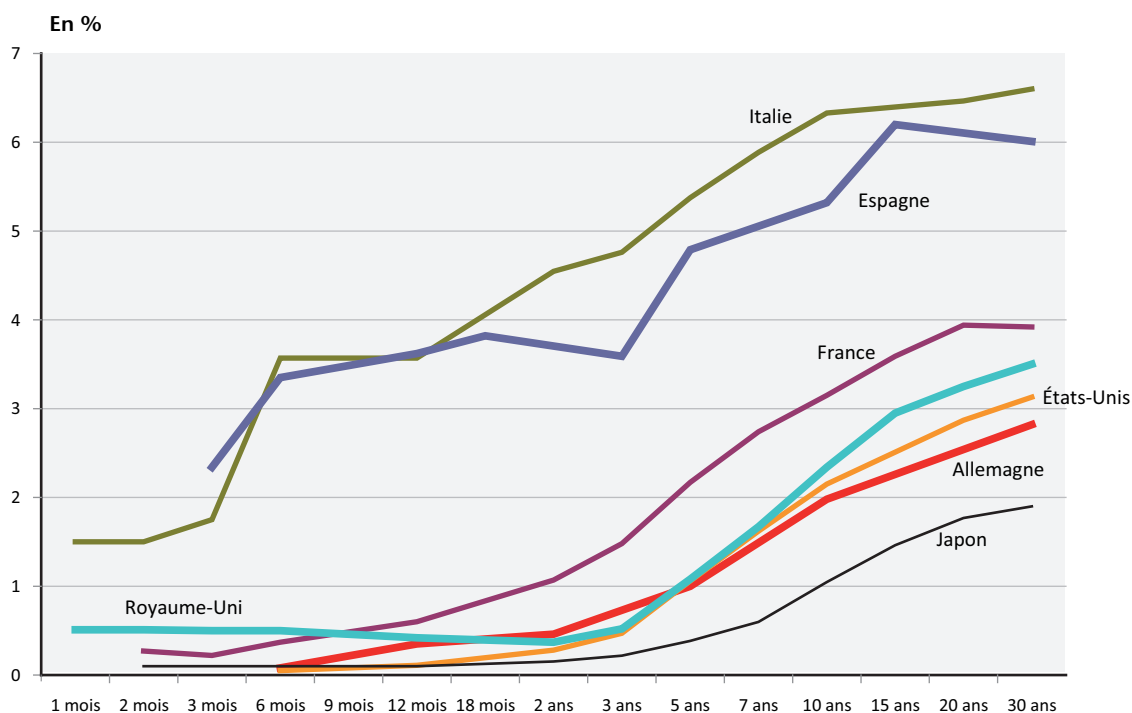
Source : calculs et prévisions OFCE.

Le taux d'intérêt moyen sur les émissions

La crise des dettes souveraines en zone euro s'est traduite par des évolutions de taux d'intérêt – baisse des taux longs allemands, hausse des écarts entre les taux longs allemands et les taux longs des autres pays – qui, si elles se poursuivent en 2012, se traduiront par une modification du coût moyen de refinancement pour les États. Lorsque cela était possible, nous avons calculé le taux moyen à l'émission en 2011, et, à partir de la clé de répartition et d'hypothèses sur la structure par terme des taux d'intérêt, un taux moyen attendu à l'émission pour 2012.

Les taux moyens calculés sur les émissions en 2011 sont les rendements moyens pondérés à l'émission¹⁰. Les taux d'intérêt retenus pour 2012 (graphique A7) sont ceux observés en octobre 2011 (Italie), fin novembre 2011 (Japon, Royaume-Uni, États-Unis), début décembre 2011 (France), sur les dernières émissions (Espagne, Allemagne).

Graphique A7. Structure par terme des taux d'intérêt



Sources : Datastream, DataInsight, calculs et prévisions OFCE

Tableau A3. Taux moyen des émissions en 2011-2012

En %

	Rendement moyen à l'émission	
	2011	2012
Allemagne	nd	0,9
France	nd	1,5
Italie	3,5	4,3
Espagne	nd	5,0
Royaume-Uni	2,8	2,0
États-Unis	nd	1,4
Japon	0,3	0,5

Source : calculs et prévisions OFCE.

10. De ce fait, ils tiennent compte des coupons versés mais aussi de l'écart entre la valeur faciale du titre et le prix moyen d'adjudication. Ils ne correspondent pas au taux d'intérêt apparent sur la dette.