

Zone euro : déni de réalité*

Perspectives 2011-2012 pour l'économie européenne

OFCE, Observatoire français
des conjonctures économiques
Département analyse
et prévision

Après un début d'année 2011 placé sous les meilleurs auspices, le dynamisme de la demande interne européenne s'est essoufflé au deuxième semestre, où la croissance n'a pas dépassé 0,2 %. Ce tassement s'explique par le recul de la consommation des ménages, sous l'effet d'un regain d'inflation, et par la progressive mise en œuvre de politiques d'austérité généralisées, qui se sont globalement traduites par une baisse de 0,2 % des dépenses publiques au deuxième trimestre. Alors que certains pays avaient encore pu bénéficier en 2010 de politiques budgétaires expansionnistes (Allemagne, Finlande, Autriche), l'orientation pour le début d'année 2011 a été clairement restrictive dans tous les pays. En effet, non seulement les pays fragilisés (Grèce, Irlande, Portugal) ont lancé de vastes plans de consolidation budgétaire dès 2010, pour bénéficier des plans de sauvetage conditionnels de l'Union européenne et du FMI, mais en outre, par crainte d'une contagion de la hausse du coût du refinancement et pour satisfaire aux exigences du Traité de Maastricht, l'ensemble de la zone euro mène aujourd'hui une politique budgétaire restrictive.

Nous excluons de notre scénario l'hypothèse d'un défaut de la Grèce ou d'une sortie de la Grèce de la zone euro, et privilégions celle d'une consolidation budgétaire entravant la croissance mais ne débouchant pas sur une récession. Sous l'effet de mesures de restriction budgétaire généralisées, le ralentissement de la croissance dans la zone euro se poursuivrait fin 2011 et en 2012. Les plans d'ajustement se répercuteraient d'abord sur les dépenses de consommation publique dont la croissance serait nulle au cours des quatre prochains trimestres, mais également sur la consommation des ménages dont la croissance annuelle ne serait que de 0,6 % en 2011 et 0,5 % en 2012. Enfin, le ralentissement généralisé de la demande intérieure et des importations réduirait la demande adressée à chaque pays de la zone euro et donc in fine leurs exportations.

* Ont contribué à cette étude :
Céline Antonin (spécialiste Italie),
Christophe Blot (spécialiste
France), Sabine le Bayon
(spécialiste Allemagne) et Danielle
Schweisguth (spécialiste Espagne).

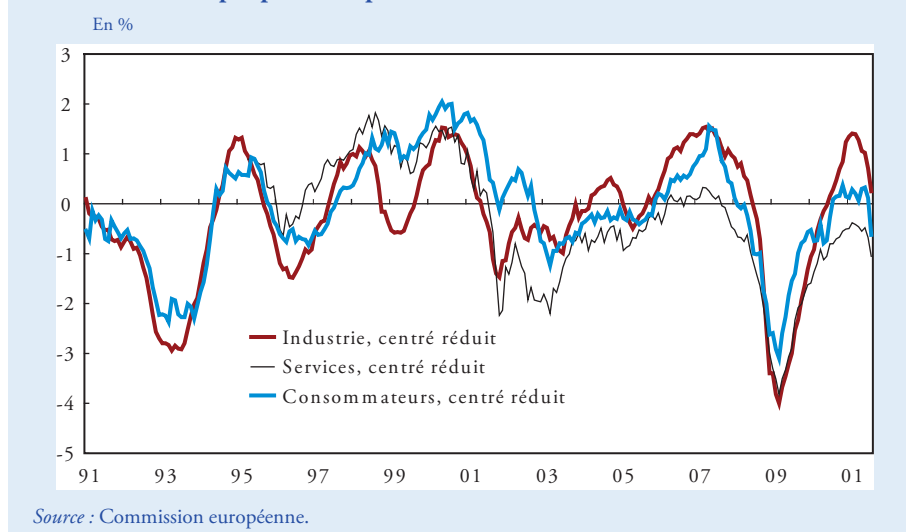
Vue d'ensemble

La zone euro ne parvient toujours pas à trouver une voie de sortie à la crise dans laquelle elle est enlignée depuis 2008. Les plans de sauvetage du système financier et la baisse du PIB de 4,2 % en 2009 ont conduit à une augmentation des déficits budgétaires – de 5,3 points entre 2007 et 2010 – qui pose aujourd'hui la question de la soutenabilité des finances publiques. Si les pays comme la Grèce ou le Portugal, dont le niveau d'endettement était déjà élevé avant la crise, sont les plus fortement frappés par la crise, celle-ci n'a pas non plus épargné l'Irlande qui, malgré les excédents dégagés avant l'effondrement de son système bancaire, a vu sa dette croître de 70 points de PIB entre 2007 et 2010. Sous la pression conjuguée des marchés, de l'Union européenne et du FMI, les pays fragilisés par la crise des dettes publiques ont lancé de vastes plans de consolidation budgétaire en 2010 qui sont appelés à être reconduits en 2011 et 2012. En outre, par crainte d'une contagion de la hausse du coût du refinancement et pour satisfaire aux exigences du Traité de Maastricht, c'est l'ensemble de la zone euro qui mène aujourd'hui une politique budgétaire restrictive. Dans le même temps, l'accélération de l'inflation, qui a atteint 2,8 % en avril 2011 en raison d'une nouvelle flambée du prix du pétrole, a conduit la BCE à durcir sa politique monétaire. Le principal taux directeur fut augmenté à deux reprises et porté à 1,5 %. Cette synchronisation du *policy-mix* pourrait bien avoir sonné le glas des espoirs de reprise dans la zone euro. La croissance a en effet marqué le pas puisque le PIB n'a affiché qu'une progression de 0,2 % au deuxième trimestre après avoir crû de 0,8 % au premier trimestre. Les enquêtes de confiance se sont brutalement retournées (graphique 1). Les bourses sombrent de nouveau dans le rouge depuis cet été, craignant pour la solvabilité des banques européennes en cas de défaut de la Grèce. Les agences de notation alimentent régulièrement cette spirale infernale en soulignant tantôt la nécessité de l'ajustement budgétaire tantôt l'insuffisance de la croissance, cette dernière restant le remède le plus efficace pour réduire la dette. Les autorités européennes feraient donc le choix de la réduction des déficits en négligeant l'impact de ces plans d'austérité sur la croissance.

L'année 2011 avait bien débuté pour la zone euro dans son ensemble. Avec une croissance trimestrielle de 0,8 % et une demande intérieure dynamique, la sortie de crise semblait mieux engagée que ce que nous avons imaginé dans le précédent exercice de prévision, où nous prévoyions une croissance de 0,3 % au premier trimestre. Le chômage restait certes élevé (10 % de la population active) mais une décade était à l'œuvre en Allemagne, en Italie, en Belgique et en Finlande. En outre, le taux de chômage était stabilisé dans la plupart des autres pays. Seules l'Espagne et la Grèce voyaient la dégradation du marché du travail se poursuivre. Autre élément favorable, la croissance était principalement tirée par la demande intérieure et notamment par l'investissement des entreprises qui contribuait pour 0,2 point à la croissance contre 0,1 point pour les consommations privée et publique. Le taux

d'investissement des entreprises poursuivait ainsi sa hausse atteignant 20,7 % du PIB contre un creux à 19,9 % un an auparavant. Le commerce extérieur apportait également un soutien à la croissance à la fois *via* le dynamisme des exportations de l'Allemagne, de l'Espagne ou de l'Irlande, mais également en raison du tassement des importations, voire de leur effondrement comme en Grèce où elles reculaient de 4,4 % permettant ainsi une contribution positive de 0,9 point à la croissance du PIB. En Grèce, le recul des importations a également permis une amélioration de la balance commerciale dont le déficit est passé de 14,5 % du PIB au troisième trimestre 2008 à 7,5 % début 2011. La principale mauvaise nouvelle est venue de l'évolution de l'indice des prix à la consommation qui, sous l'effet de la hausse du prix du pétrole, augmentait de 2,5 % en glissement annuel. Cette dynamique des prix a de fait rogné le pouvoir d'achat des ménages puisque, dans le même temps, le revenu nominal disponible brut des ménages ne croissait que de 2,4 %. La progression de la consommation des ménages jusqu'au premier trimestre 2011 résultait principalement de la baisse du taux d'épargne, passé de 14,1 % début 2010 à 13,3 % début 2011.

Graphique 1 : Enquêtes de confiance dans la zone euro

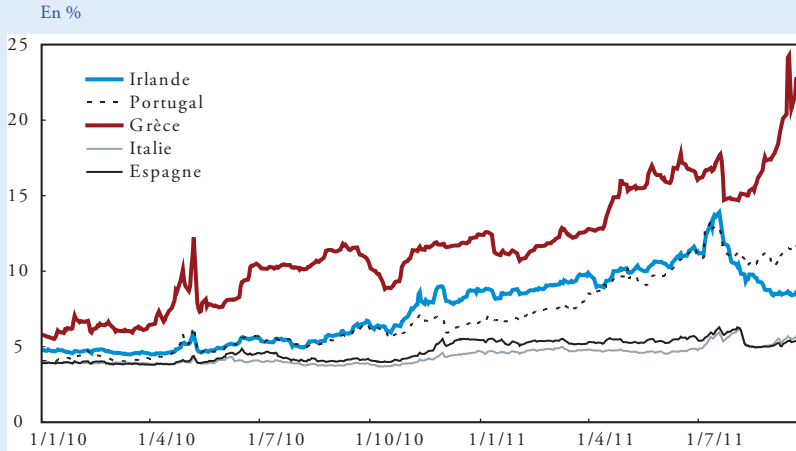


Ce dynamisme de la demande interne européenne a été stoppé net au deuxième trimestre, où la croissance n'a pas dépassé 0,2 %. L'effet négatif de l'inflation s'est amplifié avec un pic d'inflation à 2,8 % observé en avril, ce qui a certainement contribué au recul de la consommation des ménages de 0,2 % sur l'ensemble de la zone euro. En France, cet effet est venu s'ajouter à celui de l'arrêt de la prime à la casse qui avait encore soutenu la consommation de biens manufacturés en fin d'année 2010 et au premier trimestre 2011, les règlements et les livraisons des véhicules éligibles au dispositif pouvant être effectués jusqu'au 31 mars 2011. Enfin, le ralentissement s'explique également par l'évolution de la politique budgétaire.

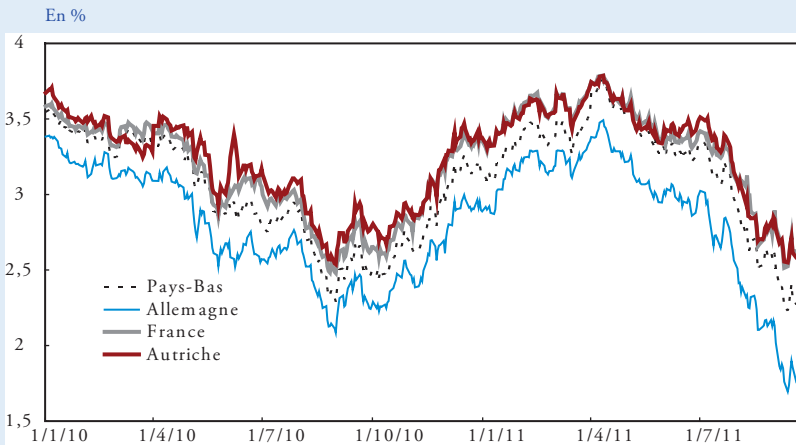
L'impulsion est devenue négative du fait de la fin des mesures de soutien à l'économie et de la mise en œuvre de plans d'ajustement budgétaire reposant notamment sur une baisse des revenus dans la fonction publique, une baisse des transferts sociaux et la hausse de certains prélèvements sur les ménages. Alors que certains pays avaient encore pu bénéficier en 2010 de politiques budgétaires expansionnistes (Allemagne, Finlande, Autriche), l'orientation pour le début d'année 2011 a été clairement restrictive dans tous les pays. Les dépenses publiques ont d'ailleurs baissé de 0,2 % au deuxième trimestre. La croissance positive sur le trimestre a été, dans ces conditions, tirée par le commerce extérieur malgré la faible croissance des exportations (1,0 %). C'est donc le ralentissement des importations qui a joué le rôle de stabilisation de l'activité. Une baisse est effectivement observée pour la plupart des pays ; elle atteint même 2,3 % en Italie et 3,7 % en Espagne.

Ce ralentissement de la croissance dans la zone euro se poursuivrait pour le reste de l'année 2011 et en 2012. Les gouvernements ont en effet accentué les mesures de restriction budgétaire adoptant, comme l'Italie en septembre 2011 ou l'Espagne en août 2011, de nouveaux plans d'austérité. En même temps, ces mesures font chuter la confiance la ménages sans inspirer la confiance des marchés malgré la décision de renforcer le FESF (Fonds européen de stabilité financière) le 21 juillet 2011. La décision fut aussitôt suivie de multiples déclarations, notamment de responsables allemands, évoquant le scénario d'un défaut de paiement de la Grèce. Des rumeurs ont ensuite évoqué une éventuelle demande de soutien de la part de l'Italie. Si la dette publique brute de l'Italie est inférieure à celle de la Grèce en points de PIB (120 % contre 143 %), les montants en jeu sont bien plus importants puisque la dette publique italienne s'élève à près de 1 900 milliards d'euros. Le FESF n'a pas vocation à prendre en charge l'intégralité de cette dette et il serait insuffisamment doté pour faire face à cette éventualité. Or si les Allemands ont voté le FESF, ils ont également ajouté qu'ils ne le renforceront pas indéfiniment, contribuant à faire des titres souverains européens des actifs risqués. Les tensions restent fortes sur les taux d'intérêt des pays fragilisés par la crise de la dette (graphique 2a). En Grèce, les tensions continuent de s'accroître puisque les taux d'intérêt dépassent 20 % en septembre 2011. En Italie, ils ont atteint 6 % au mois d'août alors que dans le même temps, l'Allemagne parvenait à émettre des titres publics à un taux inférieur à 2 %. Même si les titres allemands sont aujourd'hui perçus comme les plus sûrs au sein de la zone euro, des pays comme la France, l'Autriche ou les Pays-Bas bénéficient également d'une baisse de leur coût de financement à long terme (graphique 2b).

L'augmentation – ou la crainte d'une hausse – du coût de refinancement oblige les pays souhaitant respecter leurs engagements à redoubler d'efforts, ce qui contraint à nouveau la croissance, réduisant les recettes et la probabilité que l'ajustement soit couronné de succès. L'impact récessif est amplifié par les ajustements menés dans les autres pays. En conséquence, les pays de la zone euro sont entraînés dans une spirale infernale qui pourrait conduire à une catastrophe en cas de défaut soudain et non concerté d'un État membre – notamment la Grèce – plus grande encore si un pays venait à sortir de la zone euro (voir encadré).

Graphique 2a : Taux publics à long terme des pays menacés par la crise de la dette

Source : Datasteam.

Graphique 2b : Taux publics à long terme des pays non fragilisés par la crise

Source : Datasteam.

Si ce scénario est possible, nous l'écartons cependant de notre prévision et privilégions l'hypothèse d'une consolidation budgétaire qui entrave la croissance mais qui ne débouche pas sur une récession dans la zone euro. En rythme trimestriel, la croissance atteindrait 0,2 % aux troisième et quatrième trimestres 2011. Les plans d'ajustement se répercuteraient en premier lieu sur les dépenses de consommation publique dont la croissance serait nulle au cours des quatre prochains trimestres. Le poids des restrictions toucherait ensuite la consommation des ménages dont la croissance annuelle ne serait que de 0,6 % en 2011 et 0,5 % en 2012. Enfin l'impact récessif serait largement amplifié par le canal du commerce

extérieur. Le ralentissement généralisé de la demande intérieure et des importations réduirait la demande adressée à chaque pays de la zone euro et donc *in fine* leurs exportations. Ainsi, alors que l'impulsion budgétaire pour la France en 2011 serait de -1,4 point, son effet sur la croissance serait accentué de 0,8 point par le canal de la demande adressée (voir tableau 1). Quant à l'Allemagne, la moindre impulsion budgétaire et son taux d'ouverture plus élevé l'exposerait plus que les autres grands pays de la zone euro aux restrictions menées par ses partenaires. Ainsi, en 2011 comme en 2012, l'effet récessif *via* la demande adressée serait plus important que l'effet direct.

Tableau 1 : Impact des restrictions budgétaires

		Effet direct	Impact <i>via</i> la demande adressée	Impact total	Croissance du PIB	Croissance hors impulsion
Allemagne	2010	1,3	-0,1	1,2	3,6	2,4
	2011	-0,6	-1,0	-1,6	2,9	4,6
	2012	-0,3	-0,7	-1,0	1,2	2,2
France	2010	-0,5	-0,1	-0,6	1,4	1,9
	2011	-1,4	-0,8	-2,2	1,6	3,8
	2012	-1,0	-0,6	-1,6	1,8	2,4
Italie	2010	-0,9	0,1	-0,8	1,2	2,1
	2011	-0,7	-0,9	-1,6	0,8	2,4
	2012	-1,3	-0,5	-1,8	0,4	2,2
Espagne	2010	-1,9	0,0	-1,9	-0,1	1,8
	2011	-2,2	-0,8	-3,0	0,8	3,9
	2012	-2,3	-0,6	-2,9	0,9	3,8

Sources : Comptes nationaux ; calculs et prévision OFCE, octobre 2011.

Ainsi, sur l'ensemble de la zone euro, la croissance en 2011 ne dépasserait pas celle de 2010 (tableau 2). Avec un acquis de 1,5 % au deuxième trimestre 2011, la croissance serait en net ralentissement au cours du deuxième semestre. Ce ralentissement se confirmerait en 2012, avec un taux de croissance qui atteindrait 0,9 %. En supposant le maintien de la croissance tendancielle de productivité et de la population active aux niveaux observés avant la crise¹, l'écart de production atteindrait 7 points en 2012. En Allemagne la croissance serait de 1,2 %, en net ralentissement par rapport aux deux années précédentes. L'Italie n'afficherait qu'une progression du PIB de 0,4 %. Seuls le Portugal ou la Grèce afficheraient encore des taux de croissance négatifs en 2012 : respectivement -2,1 et -2,2 %. Dans le même temps et malgré ces efforts de restriction budgétaire, le déficit dépasserait encore le seuil de 3 % imposé par le Pacte de stabilité dans tous les pays sauf en Allemagne et en Finlande. La situation de la Grèce témoigne de l'absurdité de la

1. Voir la partie Emploi : le répit aura été de courte durée.

situation puisqu'après trois années d'impulsion budgétaire fortement négative (-7,9 points de PIB en 2010, -5,0 en 2011 et -1,7 en 2012), le déficit atteindrait encore 6,5 % et le PIB par tête serait inférieur de 13 % à ce qu'il était en 2008.

Tableau 2 : Croissance des principaux pays de la zone euro

En %	2010	2011	2012
Allemagne	3,6	2,9	1,2
Autriche	2,3	3,0	1,3
Belgique	2,1	2,4	1,3
Espagne	-0,1	0,8	0,9
Finlande	3,6	3,6	1,6
France	1,4	1,6	0,8
Grèce	-4,4	-4,9	-2,2
Irlande	-0,4	1,9	1,3
Italie	1,2	0,8	0,4
Pays-Bas	1,6	1,9	1,2
Portugal	1,3	-1,9	-2,1
Zone euro	1,7	1,7	0,9

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2011.

Encadré 1 : Quelques scénarios alternatifs

La prévision repose sur l'hypothèse d'absence de défaut souverain et l'absence de sortie ou d'exclusion d'un État membre. Si ces scénarios ne peuvent être écartés, leur chiffrage se heurterait à de nombreuses difficultés eu égard aux risques de contagion qu'ils feraient peser. Il serait alors impossible de se situer entre le scénario d'un défaut unique et celui d'une cascade de défauts. De même, si les principaux mécanismes d'une sortie de la zone euro peuvent être esquissés, l'évaluation de leur impact macroéconomique est hautement incertaine car elle repose sur une multitude d'effets. La récession serait d'une ampleur exceptionnelle. Les principaux mécanismes de transmission peuvent être explicités en prenant pour point de référence le défaut de la Grèce.

Et si la Grèce faisait défaut ?

La déclaration par la Grèce d'un défaut de paiement ouvrirait automatiquement des négociations entre la Grèce et ses créanciers. En effet, même si l'annonce du défaut est unilatérale, l'absence de mécanismes de résolutions des faillites à l'échelle internationale contraint le débiteur à négocier les modalités précises du défaut : le montant du capital ou des intérêts non remboursés et le montant des pertes prises en charge par les différents créanciers. En renonçant à rembourser une partie de sa dette, la Grèce pourrait ainsi espérer réduire sa charge d'intérêt. En 2011, la charge d'intérêt sur la dette grecque est estimée à 6,8 points de PIB. De fait, en supposant une réduction de 50 % de la dette, cela réduirait de moitié la charge d'intérêt. Le déficit en 2011 serait toute chose égale par ailleurs ramené à 6 % au lieu de 9,4 %. Ce faisant, le besoin d'ajustement budgétaire serait atténué. Néanmoins, l'incertitude sur l'issue exacte des négociations ainsi que le signal envoyé par un défaut fermerait l'accès de la Grèce aux financements de marché. La Grèce serait donc toujours dépendante de l'aide européenne et du FMI. En supposant que cette aide lui soit accordée, la Grèce n'échapperait pas à la rigueur

mais pourrait simplement espérer réduire l'ajustement nécessaire pour rendre soutenable la nouvelle trajectoire de la dette. Néanmoins, si le défaut de la Grèce devait s'accompagner d'un arrêt du soutien européen, la Grèce ne trouverait plus aucune source de financement et devrait alors soit couper dans les dépenses, soit envisager de nouvelles privatisations, soit avoir recours à un emprunt forcé. Les difficultés du pays pour accroître les recettes fiscales rendent cette hypothèse peu réaliste. Les difficultés budgétaires de la Grèce ne seraient donc pas entièrement résolues par un éventuel défaut et la question des ressources dont disposerait l'État resterait donc entière. Par ailleurs, il faudrait également intégrer la situation du système bancaire grec. Celui-ci est en effet fortement exposé aux actifs publics nationaux et devrait donc supporter une partie des pertes liées au défaut. En mettant en péril le système financier national, le défaut du gouvernement pourrait provoquer de nouveaux effets récessifs. Pour les autres États membres de l'UE, le défaut de la Grèce provoquerait des pertes au sein des systèmes bancaires nationaux². Ces pertes sont évaluées autour de 10 milliards d'euros pour les banques françaises. Elles pourraient contraindre certaines banques à ajuster leurs fonds propres ou leur portefeuille de crédits afin de satisfaire aux exigences réglementaires. Il reste que le risque systémique associé à un défaut isolé de la Grèce est faible. Cependant, ce scénario repose sur l'hypothèse d'absence de contagion du défaut de la Grèce à d'autres pays de la zone euro. En ouvrant la boîte de Pandore, le défaut de la Grèce entraînerait une baisse de la confiance ainsi qu'une amplification de la spéculation sur les dettes publiques du Portugal, de l'Irlande, de l'Italie et l'Espagne. Or le scénario grec illustre que la soutenabilité peut rapidement être menacée dès lors que le coût du financement de la dette devient exorbitant, rendant l'ajustement budgétaire impossible à réaliser. Les anticipations deviennent alors auto-réalisatrices et le pays peut être rapidement contraint au défaut si les mécanismes d'aide par le biais du FESF ne sont pas calibrés pour faire face à des besoins financiers plus élevés. L'hypothèse d'une cascade de défauts semble donc plus crédible que celle d'un défaut isolé. Dans ces conditions, les besoins de recapitalisation des banques pourraient dépasser 300 milliards d'euro³.

Et si la Grèce sortait de la zone euro ?

Dans le cas d'une sortie ou d'une exclusion de la Grèce de la zone euro, les effets sur la croissance seraient largement amplifiés comparativement au scénario précédent. Premièrement, la Grèce émettrait alors une nouvelle unité monétaire. On pourrait ainsi assister au retour de la drachme. Cette réforme monétaire devrait être réalisée dans l'urgence et pourrait s'avérer coûteuse. Il faut en effet se souvenir du temps de préparation avant l'introduction de l'euro fiduciaire puis métallique. Ensuite, en supposant qu'elle reste convertible, cette monnaie serait fortement dépréciée vis-à-vis de l'euro. Une crise de change suivrait la crise de la dette. A titre d'exemple, la dépréciation du peso argentin vis-à-vis du dollar a dépassé 70 % entre fin 2001 et mi-2002. La baisse de la drachme permettrait certes d'améliorer la compétitivité des entreprises grecques mais elle provoquerait en même temps une forte inflation, atténuant de fait le gain de compétitivité, surtout si les importations grecques sont faiblement substituables. La dévaluation alourdirait alors considérablement le fardeau de la dette publique mais également celui des dettes privées qui seraient toujours libellées en euro. Les faillites d'entreprises financières et non financières seraient nombreuses en même temps que la hausse des prix amputerait considérablement le pouvoir d'achat des ménages.

Comparativement au scénario d'un défaut, celui d'une sortie de la Grèce de la zone euro serait bien plus coûteux en termes de croissance non seulement pour la Grèce mais également pour l'ensemble de zone euro. Par ailleurs, en cas de sortie de la zone euro, la Grèce ne bénéficierait probablement plus des mêmes conditions en matière d'aide internationale. Le rôle

2. Les compagnies d'assurance seraient également touchées. En fonction de la nature des contrats qu'elles ont émis, ces pertes pèseraient également sur les ménages européens.

3. 11 Voir « Holey grain, How much capital do lenders need ? », *The Economist*, 29 septembre 2011.

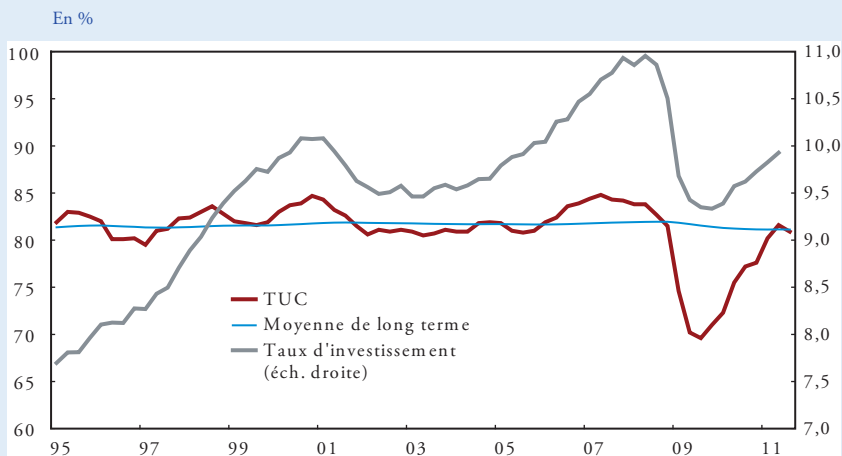
du FMI deviendrait sans doute prépondérant. Par ailleurs, étant donné la forte intégration financière européenne, les systèmes bancaires seraient soumis à un choc d'une bien plus grande ampleur que celui du défaut isolé. En effet, dans une telle configuration, il faudrait prendre en compte l'exposition du secteur bancaire européen aux actifs publics et privés de la Grèce, en raison des nombreuses faillites dans le secteur financier et non financier de la Grèce. Or, selon une étude de la BRI⁴ (Banque des règlements internationaux), l'exposition des banques européennes aux actifs publics de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande et de l'Espagne ne représenteraient que 16 % de l'ensemble de leur exposition – publique et privée – sur ces pays. En considérant uniquement la Grèce, l'exposition des banques européennes sur les titres publics et privés dépasserait 200 milliards de dollars. Un tel choc serait bien plus difficile à absorber pour le système bancaire européen. Les gouvernements seraient alors conduits à proposer un nouveau plan de sauvetage du système bancaire, procédant si nécessaire à des recapitalisations. La question de la soutenabilité des dettes publiques se poserait alors avec une plus grande acuité, y compris dans les pays qui avaient jusqu'ici été épargnés. De fait, implicitement, les dettes publiques et privées de la Grèce seraient partiellement réintégrées dans la dette des pays de la zone euro. La croissance serait alors entravée par de nouvelles mesures de restriction budgétaire et par le ralentissement, voire le rationnement, du crédit. Enfin, comme dans le scénario précédent, des effets de contagion seraient à craindre menaçant de fait la viabilité de la zone euro.

Entreprises et investissement : la fin du rattrapage

Depuis le début de l'année 2010, les phases de croissance rapide du PIB ont été accompagnées par une contribution significative de la Formation brute de capital fixe (FBCF). Ainsi, du premier trimestre 2010 au deuxième trimestre 2011, le taux de croissance trimestriel moyen du PIB de la zone euro est de 0,5 % et celui de l'investissement productif de 1,5 %. Pendant la crise, de nombreux projets sont en effet abandonnés ou mis en attente en raison soit d'un durcissement des conditions des crédits, soit d'une moindre demande anticipée. Dès lors que l'activité reprend, l'investissement repart à la fois pour compenser la dépréciation du capital mais aussi pour réactiver les investissements de capacité. Le cycle de l'investissement coïncide également avec le dynamisme retrouvé du commerce mondial qui avait fortement chuté pendant la crise. Ainsi, le taux d'investissement productif, qui était passé de 11 % du PIB au deuxième trimestre 2008 à 9,3 % en fin d'année 2009 (graphique 3) a regagné un peu plus d'un tiers de sa perte puisqu'il s'établissait à 9,9 % au deuxième trimestre 2011. Dans le même temps, le taux d'utilisation des capacités de production est revenu vers sa moyenne de longue période après être tombé à un creux historique de 69,6 % fin 2009. Ces deux indicateurs confirment la reprise de l'activité dans la zone euro mais montrent également que des capacités de production ont été détruites au cours de la crise dans la mesure où le taux d'utilisation des capacités de production a retrouvé sa moyenne historique malgré la forte baisse du taux d'investissement productif.

4. Voir « Highlights of international banking and financial market activity », *BIS Quarterly Review*, juin 2010, pages 15-28.

Graphique 3 : Taux d'investissement productif et taux d'utilisation des capacités de production

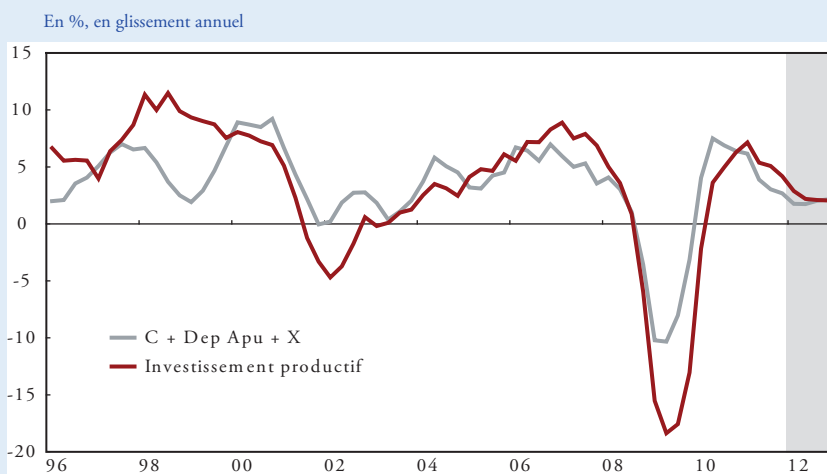


Par ailleurs, des écarts importants se sont creusés entre les pays. En Allemagne, le mouvement de rattrapage du taux d'investissement a été plus rapide ; il a regagné 1,3 point et le taux d'utilisation des capacités de production dépasse désormais sa moyenne de long terme. En France, la reprise est moins dynamique avec un taux d'investissement de 12,1 % au deuxième trimestre contre 11,5 % en début d'année 2010. De plus, le taux d'utilisation des capacités de production s'établissait à 83,4 % soit 1,5 point en-dessous de sa moyenne historique. Quant à l'Italie, le taux d'investissement a quasiment retrouvé le pic de 12,5 % mi-2008 malgré un taux d'utilisation des capacités de production toujours inférieur à sa moyenne historique. Enfin, en Espagne, le rattrapage n'a toujours pas débuté. Ce mouvement de reprise devrait s'atténuer dans tous les pays de la zone où l'information est disponible pour le début du troisième trimestre 2011, les taux d'utilisation des capacités de productions ont reculé. La baisse serait de 0,7 point pour la zone euro dans son ensemble. Si l'activité a effectivement marqué le pas au deuxième trimestre, cette information pourrait surtout présager d'un nouveau coup de frein sur la demande qui se répercuterait sur les décisions d'investissement des entreprises. D'ailleurs, les enquêtes menées dans l'industrie manufacturière comme dans les services se sont retournées témoignant d'une moindre confiance des entreprises, d'une baisse des carnets de commande sur le marché domestique comme à l'exportation et d'une baisse des perspectives de production.

Dans ces conditions, le dynamisme de l'investissement marquerait le pas malgré l'amélioration des profits des entreprises non financières, la part des profits dans la valeur ajoutée s'établissant à 38,5 % contre 38 % en début d'année 2010. Étant donné que le taux d'utilisation des capacités de production a retrouvé pour la zone euro dans son ensemble un niveau proche de sa moyenne historique, le principal

moteur de l'investissement est la demande anticipée. Comme celle-ci ralentit en prévision (graphique 4), le taux d'investissement stagnerait atteignant seulement 10,1 % en fin d'année 2012 contre 9,9 % au deuxième trimestre 2011.

Graphique 4 : Effet accélérateur



Note : l'effet accélérateur établit une relation entre la croissance de l'investissement et celle de la demande mesurée ici par la somme des consommations finales (publiques et privées) et des exportations.

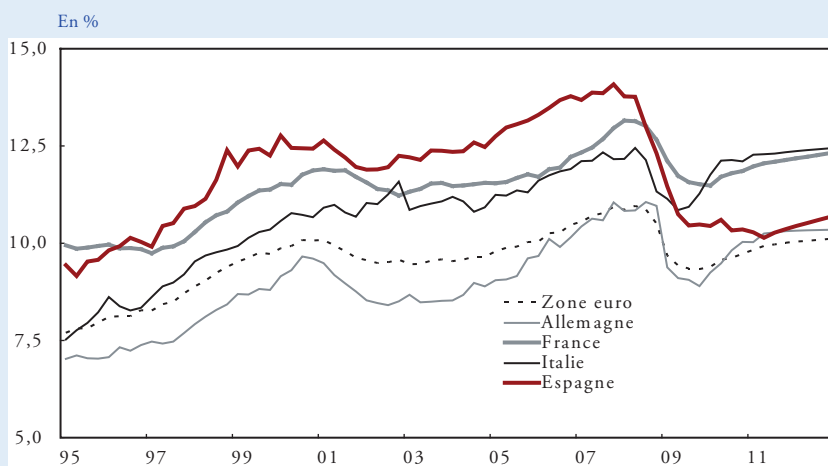
Source : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2011.

Les trajectoires de l'investissement productif seraient assez similaires entre les principaux pays de la zone euro (graphique 5). En Allemagne comme en Italie, le processus de rattrapage étant plus avancé, le ralentissement de l'investissement serait plus marqué et le taux d'investissement stagnerait. En France et surtout en Espagne, les perspectives sont plus favorables dans la mesure où le rattrapage avait été partiel, dans le cas de la France, et quasi inexistant en Espagne. Le taux d'investissement y progresserait alors respectivement de 0,2 et 0,5 point.

Enfin, il faut souligner que ce scénario est basé sur une hypothèse d'absence de nouvelles restrictions sur le marché du crédit. Jusqu'ici les établissements de crédit n'ont pas durci leurs conditions de crédits mais les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux crédits octroyés aux entreprises non financières ont augmenté depuis décembre 2010. Pour les prêts d'un montant supérieur à un million d'euro, cette hausse est de 0,9 point sur les crédits d'une durée de 1 à 5 ans. La hausse est plus faible pour les prêts d'un montant inférieur à un million d'euro où elle dépasse néanmoins 0,6 point. Les banques de la zone euro ont ainsi répercuté et même amplifié la hausse des taux directeurs de la BCE. Mais le tournant restrictif de la politique monétaire serait interrompu et les taux directeurs pourraient même baisser, réduisant ainsi la charge d'intérêt et le coût des crédits aux entreprises. Toutefois il y a un risque que les difficultés des banques dans la crise de la dette les poussent à durcir les conditions de crédit ou à privilégier les emprunteurs présentant

les meilleures garanties. Or, avec la chute des valeurs boursières, la qualité de ces garanties se dégradent, ce qui pourrait à terme peser sur le coût du financement externe des entreprises.

Graphique 5 : Taux d'investissement productif des grands pays de la zone euro



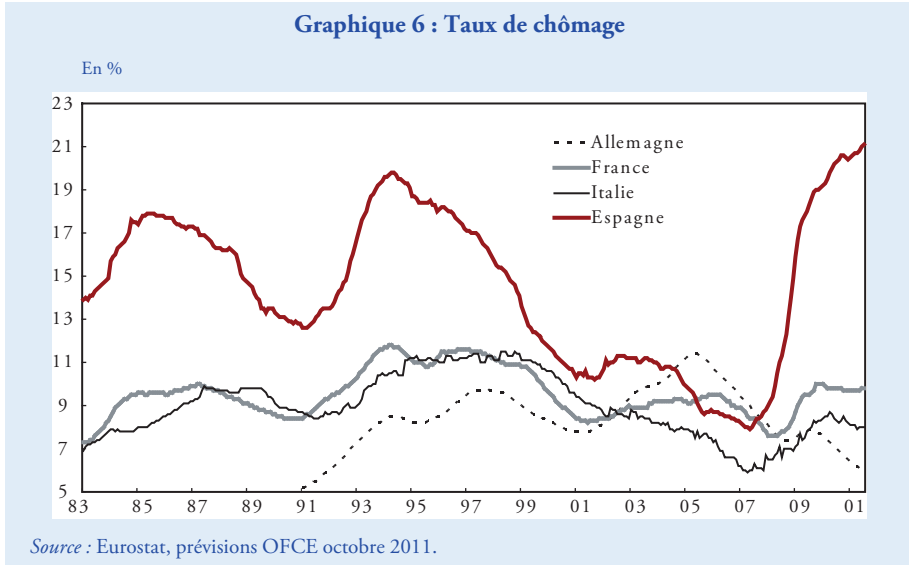
Source : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2011.

Emploi : le répit aura été de courte durée

L'accélération de la croissance jusqu'au premier trimestre 2011 avait enfin permis d'enclencher une amélioration sur le marché du travail. Celle-ci fut pourtant timide et surtout inégalement partagée entre les pays de la zone euro. Ainsi, après neuf trimestres consécutifs de hausse entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2010, le taux de chômage perdait 0,2 point pour atteindre 10 % en décembre 2010. Il s'est depuis maintenu à ce niveau malgré le bon chiffre de croissance du premier trimestre 2011 car, dans le même temps, la hausse de la productivité a atteint 0,7 %. La logique fut inversée au trimestre suivant : la croissance a ralenti (+0,2 %) mais, la productivité a baissé (-0,2 %), il y a eu 490 000 créations d'emploi, un chiffre qui n'avait pas été atteint depuis le premier trimestre 2008. C'est donc le rebond de la population active qui explique la stabilisation du taux de chômage. Parmi les grands pays de la zone euro, l'Allemagne affiche toujours les meilleures performances en matière de réduction du chômage (graphique 6). En août 2011, il ne touchait plus que 6 % de la population active selon Eurostat laissant ainsi entrevoir le retour au plein-emploi. Le taux a également légèrement baissé en Italie alors qu'il augmentait à nouveau en France. Enfin, l'Espagne continue de battre des records le chômage touchant désormais plus de 21 % de la population active. Sans atteindre des niveaux comparables, le Portugal, la Grèce et l'Irlande sont également frappés par un chômage de masse. En Grèce, le

taux de chômage s'élève à 16,7 %. En Irlande, il s'est maintenu à 14,6 % malgré le retour de la croissance lors des deux premiers trimestres de l'année.

Graphique 6 : Taux de chômage

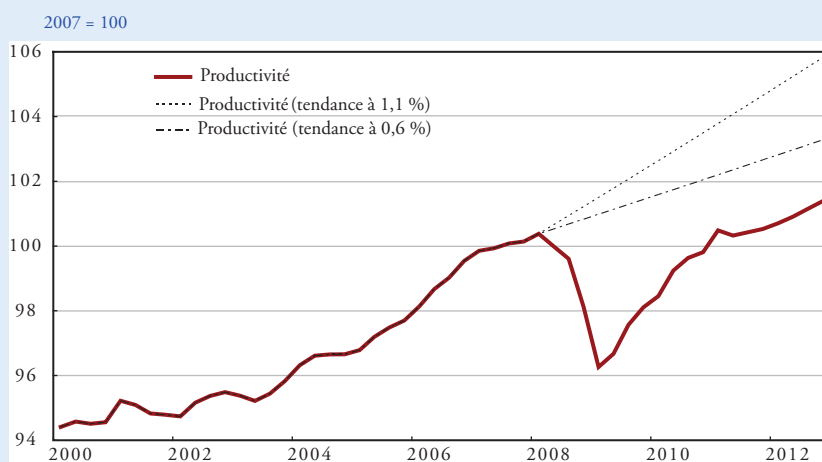


Deux questions cruciales domineront le scénario d'emploi et de chômage pour la fin de l'année 2011 et pour 2012. L'écart de productivité sera-t-il partiellement comblé ? Le ralentissement de la croissance de la population active observée en 2009 et 2010 va-t-il se poursuivre ? En période de crise, les entreprises ajustent partiellement l'emploi au niveau requis par la production, ce qui réduit la productivité du travail qui, en période de reprise, revient progressivement vers sa tendance, ce qui tend à ralentir l'amélioration du marché du travail. Du côté des ménages, l'augmentation du chômage pendant la crise décourage certains individus de chercher activement un emploi, entraînant leur sortie de la population active. Cet « effet de flexion » s'inverse lorsque la croissance est de retour et que le chômage est de nouveau orienté à la baisse. Du côté de la productivité, force est de constater que celle-ci ne s'est que partiellement ajustée depuis le retour de la croissance. La productivité a juste retrouvé son niveau d'avant-crise mais elle n'a pas comblé l'écart qui s'est creusé avec la trajectoire de productivité qui aurait dû être observée si elle avait continué à croître au rythme tendanciel de 1,1 % de la période précédant la crise (graphique 7). Même en supposant de façon totalement *ad-hoc* une rupture de tendance, celle-ci passant par exemple de 1,1 % à 0,6 %, l'écart s'élèverait néanmoins à 2,0 points au deuxième trimestre 2011.

En prévision, nous supposons qu'il y aurait – au moins temporairement – une baisse de la croissance tendancielle de la productivité et qu'il n'y aurait pas de fermeture du cycle de productivité. Dans ces conditions, l'emploi repartirait à la hausse en 2011 et 2012 (tableau 3). Néanmoins, un moindre effet de flexion

contribuerait à accélérer la croissance de la population active. Elle progresserait de respectivement 0,4 et 0,5 % en 2011 et en 2012, un taux encore bien inférieur au taux de croissance moyen de 0,9 % observé sur la période 2002-2008. Cette accélération s'explique par un moindre effet de flexion mais également par l'impact des mesures prises dans de nombreux pays pour retarder l'âge de départ à la retraite. Le taux de chômage baisserait légèrement sur l'ensemble de l'année 2011 mais le répit serait de courte durée. Il y aurait de nouvelles hausses au tournant des années 2011 et 2012. Puis, le taux de chômage se stabiliserait à 10,2 % avec une fois encore une forte hétérogénéité entre l'Allemagne, où la baisse se poursuivrait, et les autres grands pays où la hausse ne serait pas endiguée. Entre 2011 et 2012, le taux de chômage gagnerait encore 0,4 point en France et 0,5 point en Italie comme en Espagne.

Graphique 7 : Productivité du travail



Source : Eurostat, calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

Tableau 3 : Productivité, emploi et population active

	2010	2011	2012
Croissance du PIB	1,7	1,7	0,9
Croissance de la productivité	2,2	1,2	0,6
Croissance de l'emploi	-0,5	0,5	0,3
Croissance de la population active	0,1	0,4	0,5
Variation du taux de chômage	0,6	-0,1	0,2

Sources : Eurostat, calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

Recul récent de la consommation des ménages : accident ou tendance de fond ?

Alors que la consommation avait progressé – certes modérément – sans interruption depuis fin 2009 soutenue par la baisse du taux d'épargne, un coup d'arrêt est intervenu au deuxième trimestre 2011 (-0,2 %). Peu de pays ont échappé à ce mouvement : la consommation a baissé de 0,7 % en France, en Allemagne et au Portugal, et de 0,1 % aux Pays-Bas. Au Portugal et aux Pays-Bas, la baisse du deuxième trimestre s'inscrit aussi dans la logique des trimestres précédents. En France, c'est la fin du dispositif de prime à la casse qui a induit une hausse du taux d'épargne et pesé sur la croissance de la consommation. En Allemagne, la faiblesse du revenu réel et les incertitudes dans la zone euro ont incité les ménages à épargner.

Diversité des situations nationales

Si l'on fait un point sur l'évolution de la consommation entre le pic d'avant-crise (2007 ou 2008 selon les pays) et le début 2011, le constat varie beaucoup au sein des pays frappés par une forte austérité budgétaire. Après le recul consécutif à la crise financière (entre mi-2008 et mi-2009), la consommation privée avait faiblement renoué avec la croissance jusqu'à la mi-2010 au Portugal et en Espagne, ce mouvement étant resté en revanche timoré en Irlande et en Grèce. Les mesures budgétaires combinées à l'incertitude entourant les financements des dettes souveraines ont conduit à une nouvelle chute de la consommation des ménages. Au final, la consommation privée était, début 2011, largement inférieure à son niveau d'avant-crise dans plusieurs pays : -3,7 % au Portugal (qui avait bien résisté jusqu'à la crise des dettes souveraines de 2010), -4,3 % en Espagne, -8,7 % en Grèce et -12,7 % en Irlande. Dans ce dernier cas, la chute a commencé plus tôt en lien avec la crise du secteur immobilier et la remontée précoce et importante du taux de chômage, avant que la rigueur budgétaire n'aggrave la situation financière des ménages. La « relative » résistance de la consommation en Espagne, notamment en 2010 (+1,2 %), s'explique par le soutien apporté par la baisse du taux d'épargne (-5 points en 2010) après la brusque remontée de 2008-2009. Au Portugal aussi, le taux d'épargne a récemment baissé d'un point, induisant une croissance forte de la consommation en 2010 (2,3 %) malgré un environnement morose (hausse du taux de chômage, mesures budgétaires restrictives). En Grèce et en Irlande, les mauvaises performances du début 2011 font au contraire suite à une année 2010 où la consommation avait déjà reculé (respectivement -4,6 % et -0,9 %).

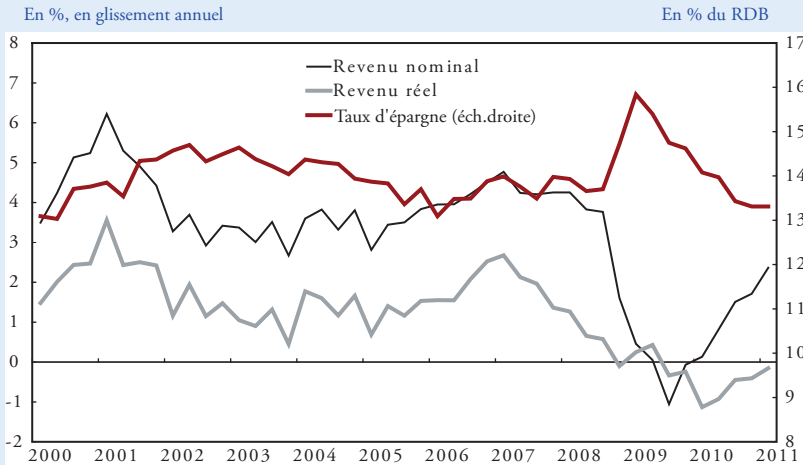
Dans les grands pays de la zone euro, la consommation a augmenté faiblement en 2010. En Italie et en France, la croissance de la consommation a été modérée (respectivement 1 % et 1,3 %) malgré la baisse du taux d'épargne. En Allemagne, malgré un revenu mieux orienté (tant du fait des salaires que de l'emploi), la hausse du taux d'épargne a limité la consommation en 2010 (0,6 %). Mais dans ces pays où la baisse de 2009 avait également été modérée, la consommation est presque revenue au niveau d'avant-crise (Italie) ou le dépasse même (cas de l'Allemagne et de la France).

Une baisse du taux d'épargne bienvenue

La reprise de la consommation à partir de fin 2009 dans la zone euro agrégée s'est appuyée sur la baisse du taux d'épargne. Alors que ce dernier avait bondi de 2 points entre fin 2008 et début 2009, il a perdu 2,5 points depuis lors, pour atteindre 13,3 % au premier trimestre 2011, soit le plus bas niveau depuis 2006. Ceci a permis à la consommation de croître de 0,8 % en 2010. Pour compenser un revenu réel défaillant, les ménages ont donc puisé dans leur épargne malgré la hausse du taux de chômage.

En 2010, le revenu nominal des ménages a renoué avec la croissance (1 %, après -0,2 % en 2009), principalement grâce au rebond de la masse salariale. L'emploi a en effet moins reculé (-0,5 %, après -1,9 % en 2009) et les salaires par tête ont un peu accéléré (à 1,7 %). Néanmoins, cela n'a pas suffi pour que le revenu réel progresse du fait de l'inflation : après être resté stable en 2009 en moyenne annuelle, il a reculé en 2010. L'orientation pour le début d'année 2011 n'est pas meilleure : la hausse de l'inflation a plus que compensé l'accélération des salaires nominaux au premier trimestre 2011, se traduisant par un septième trimestre consécutif de baisse du revenu réel (graphique 8).

Graphique 8 : Croissance du revenu et taux d'épargne



Sources : Eurostat, Datastream.

Sans le soutien de la réduction du taux d'épargne, la consommation aurait donc reculé durant les derniers trimestres. Cette ample baisse du taux d'épargne (qui fait plus que compenser le rebond de 2008-2009) est assez mystérieuse au regard de la situation sur le marché du travail : même si l'emploi a recommencé à progresser, faiblement, fin 2010, le taux de chômage a peu baissé. À 10 % au deuxième trimestre 2011 dans la zone euro, il est supérieur de 2,7 points au creux du début 2008. Les évolutions sont toutefois contrastées entre pays (graphiques 9a et 9b).

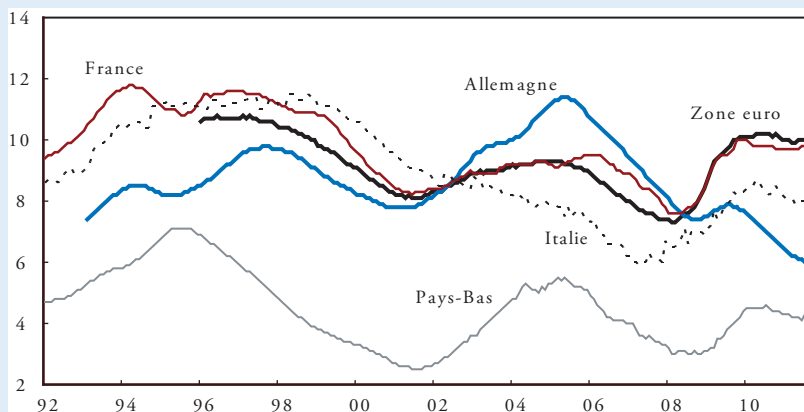
Selon les chiffres d'Eurostat, le taux de chômage a récemment augmenté en France (9,9 % en août 2011), en Espagne (21,2 %), aux Pays-Bas (4,4 %), en Irlande (14,6 %) et en Grèce (16,7 % en juin 2011, dernier point connu). En revanche, il a baissé en Allemagne (6 %), en Italie (7,9 %) et au Portugal (12,3 %). Un facteur qui pourrait avoir incité les ménages à désépargner tient à l'évolution des prix immobiliers. Après une baisse temporaire et modérée en 2009 (-2,8 %), ils ont recommencé à croître en 2010 dans la zone euro (1,8 %). Ceci est dû à l'accélération des prix dans certains pays (2,3 % en Allemagne, 6,3 % en France, croissance positive aussi en Finlande, Autriche et Portugal) et à la moindre contraction dans d'autres (-2 % aux Pays-Bas et en Espagne). En revanche, il n'y a aucun signe d'amélioration en Grèce (-4 %) et en Irlande (-15,5 %) où la chute des prix immobiliers s'est accentuée.

Enfin, du côté du passif des ménages, il n'y a pas de franche baisse du taux d'endettement. Ce dernier est quasiment stable depuis la mi-2010, autour de 99 % du revenu disponible des ménages.

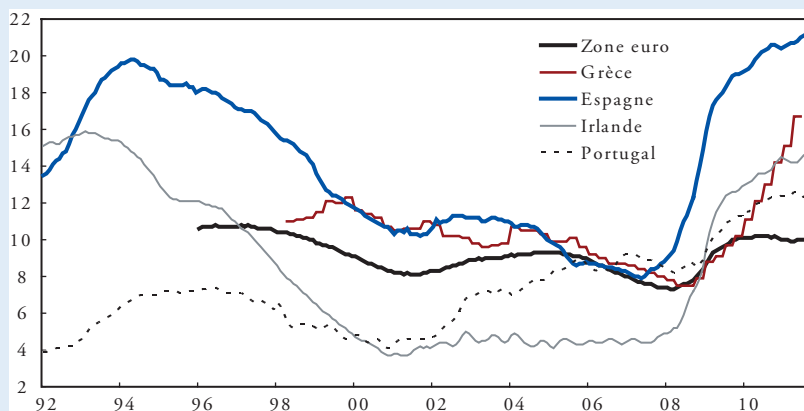
Un fort impact des ventes de voitures

Un des facteurs explicatifs de la baisse de la consommation privée au deuxième trimestre 2011 tient aux moindres ventes de voitures. Certes ce poste ne représente que 5 % de la consommation des ménages, mais ses évolutions souvent amples influent sur le taux de croissance agrégé. Ainsi, au deuxième trimestre 2011, les immatriculations de voitures neuves ont enregistré une baisse de 6,8 % par rapport au trimestre précédent. L'impact sur la consommation est potentiellement de -0,3 point de pourcentage au cours de ce trimestre, c'est-à-dire que la consommation aurait progressé de 0,1 % hors automobile. La baisse des immatriculations a été quasi-généralisée dans les pays de la zone euro : -4 % en Allemagne, -5,5 % en Espagne, -9,6 % en France (effet retardé de la fin de la prime à la casse), -7,1 % en Autriche, -7,5 % au Portugal. Hormis la France pour laquelle cette chute était attendue, dans les autres pays il est possible que la baisse ait été accentuée par les problèmes d'approvisionnement liés au tremblement de terre au Japon (voitures et pièces détachées de voitures). Les importations de voitures ont par exemple baissé de 1,5 % en valeur en Allemagne et de 1,9 % en Espagne au deuxième trimestre 2011. Concernant les pièces détachées, il est plus délicat de les identifier dans les flux commerciaux. Mais la baisse de 4,2 % en Allemagne des importations en provenance du Japon, de 20 % en Espagne ou de 4,6 % en France ont sans doute concerné certaines de ces pièces. Un rebond de la consommation au troisième trimestre 2011 n'est donc a priori pas à exclure. Ce n'est pas le scénario que nous retenons : la consommation de biens durables pâtirait de l'incertitude liée aux crises des dettes souveraines et à la chute des bourses depuis l'été 2011, dans un contexte de marché du travail mal orienté.

Graphique 9a : Taux de chômage inférieurs à la moyenne de la zone euro en 2011
(en %)



Graphique 9b : Taux de chômage supérieurs à la moyenne de la zone euro en 2011



Sources : Eurostat, Datastream.

Une consommation atone d'ici fin 2012

En 2011 et en 2012, du fait de la reprise des créations d'emplois dans la zone euro (0,4 % en moyenne par an), le revenu nominal accélérerait. Il progresserait assez fortement en France, en Italie et en Allemagne, en raison des créations d'emplois et d'une accélération des salaires. Le revenu progresserait modérément en Espagne où les ménages vont toutefois bénéficier de l'accélération des salaires (clauses d'indexation sur l'inflation passée). En revanche, le revenu se contracterait au Portugal, en Grèce et en Irlande, où les plans d'austérité sont les plus sévères. En 2012, le revenu réel devrait bénéficier dans la zone euro de la désinflation consécutive à un moindre effet des prix énergétiques. L'inflation ralentirait, passant de 2,8 % au deuxième trimestre 2011 à 1,5 % fin 2012.

Malgré la reprise des créations d'emplois dans plusieurs pays et la désinflation, les politiques d'austérité vont se traduire par une consommation atone dans l'ensemble de la zone euro. En Irlande, au Portugal et en Grèce, la consommation continuerait de baisser pendant quelques trimestres. Elle serait faible en Espagne et en Italie, qui va notamment pâtir de la hausse de 1 point de la TVA au cours du dernier trimestre 2011. La hausse du taux de chômage dans la plupart des pays, à l'exception notable de l'Allemagne, va peser sur le dynamisme des dépenses des ménages. En France, la hausse du taux d'épargne (en raison de la hausse du chômage et d'un écart critique négatif⁵, voir la Partie France) limitera la croissance de la consommation privée. Fin 2012, le niveau de la consommation serait toujours inférieur au niveau d'avant-crise dans plusieurs pays : faiblement en Italie et aux Pays-Bas, plus franchement en Espagne et au Portugal, fortement en Irlande et en Grèce.

Au final, la consommation réelle des ménages croîtrait modérément dans la zone euro (0,5 % en 2012, après 0,6 % en 2011). Si le mouvement de baisse d'épargne observé jusqu'ici devait s'inverser, la croissance de la consommation serait alors quasiment nulle. Ce n'est pas notre scénario central, mais c'est un risque à prendre en compte dans le contexte actuel d'incertitude financière.

Commerce extérieur : un ralentissement amplifié par la rigueur budgétaire

La phase de rattrapage du commerce extérieur qui a fait suite à son effondrement lors de la crise en 2009 est désormais derrière nous. Alors que les exportations de la zone euro ont progressé de 10,6 % en 2010, leur croissance ne serait que de 6,2 % en 2011 et 3 % en 2012. Elles évolueraient légèrement moins vite que la demande adressée à la zone euro, conduisant à une perte de parts de marché de 1,5 point en 2011 et 0,8 point en 2012.

Le ralentissement du commerce extérieur est principalement imputable à celui de la demande adressée, qui pâtirait de l'atonie de la croissance en Europe et d'une dégradation de la conjoncture mondiale. La demande adressée par le reste du monde serait néanmoins plus dynamique (5,3 % en glissement annuel fin 2012) que la demande intra-zone (2,6 % fin 2012), soit une hiérarchie similaire à celle observée avant 2008 (graphique 10). La faiblesse des importations européennes s'explique par le ralentissement de la croissance, lui-même amplifié par la rigueur budgétaire de mise en Europe.

Nous avons tenté d'estimer l'impact des politiques budgétaires mondiales⁶ sur la demande adressée aux quatre grands pays de la zone euro (tableau 4). Ce calcul

5. L'écart critique est ici la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages et le taux d'intérêt à long terme, indicateur qui résume la capacité des ménages à emprunter.

6. Sont prises en compte les impulsions budgétaires des pays de la zone euro, des États-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et des pays d'Europe centrale et orientale.

suppose des hypothèses sur les multiplicateurs budgétaires internes à chaque pays et sur l'élasticité des importations au PIB, estimés économétriquement (voir la partie budget). Le calcul inclut un effet de « premier tour », lié à l'impulsion budgétaire du partenaire commercial, et un effet de « second tour » qui prend en compte l'impact sur la croissance des partenaires commerciaux des impulsions budgétaires de leurs voisins (proches ou lointains...). Il apparaît que les impulsions budgétaires mondiales amputerait la demande adressée à la zone euro d'environ 2 points en 2011 et de 1,3 point en 2012. L'Espagne est le pays qui subit l'impact le plus fort sur sa demande adressée du fait de ses liens commerciaux avec le Portugal. L'Allemagne au contraire est le pays le moins touché car elle est moins exposée aux pays d'Europe du sud, et en particulier à l'Espagne. Les impulsions budgétaires positives aux États-Unis et au Japon en 2012 ne permettraient d'accroître la demande adressée aux pays de la zone euro que de 0,1 point dans le meilleur des cas (Allemagne) et de 0,04 point dans le pire des cas (Espagne).

Graphique 10 : Demande adressée à la zone euro



Source : Calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

Avec une demande interne très peu dynamique, les importations progresseraient à un rythme plus mesuré que celui des exportations, permettant au commerce extérieur d'afficher une contribution positive à la croissance du PIB en 2011 comme en 2012. Les exportations seraient soutenues par une croissance plus forte dans le reste du monde qu'en Europe, ainsi que par un affaiblissement de la monnaie européenne, plombée par la crise de la dette. Selon nos hypothèses, l'euro s'échangerait au cours de 1,20 dollar fin 2012 contre 1,44 au deuxième trimestre 2011.

La contribution du commerce à la croissance serait cependant très variable selon les pays. Les pays périphériques de la zone euro (Grèce, Irlande, Portugal) seraient ceux qui bénéficieraient le plus de l'appui du commerce extérieur, du fait de

l'effondrement de leurs importations. Les contributions à la croissance du commerce seraient de 3,9 points pour la Grèce, 4,2 points pour l'Irlande et 4,5 points au Portugal en 2011, et comprises entre 0,9 et 1,4 en 2012. Sans l'appui de la demande externe, l'Irlande basculerait en récession en 2011 et 2012, tandis que la Grèce et le Portugal seraient proches de la dépression avec une chute du PIB de respectivement 8,8 % et 6,4 % en 2011. Parmi les grands pays, l'Allemagne et l'Espagne tireraient leur épingle du jeu avec des contributions respectives de 0,7 et 1,8 point en 2011 et 0,5 et 0,6 point en 2012. La France serait le seul pays à pâtir d'une contribution négative du commerce extérieur (-0,4 en 2011 et 0 en 2012), du fait d'une demande interne plus dynamique que ses voisins.

Tableau 4 : Impact des multiplicateurs externes sur la demande adressée

Moyenne annuelle en %

	Demande adressée			Impact des multiplicateurs externes		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Zone euro	12,4	7,8	3,8			
Allemagne	12,8	7,9	3,9	-0,1	-1,7	-1,2
Espagne	11,7	6,6	3,2	0,0	-2,2	-1,5
France	12,0	7,8	4,0	-0,1	-1,9	-1,4
Italie	12,4	8,2	3,9	0,1	-2,0	-1,3

Note : l'impact des multiplicateurs externes correspond à la somme des effets récessifs des plans d'austérité des partenaires commerciaux, qui se transmet à la demande adressée *via* les importations des partenaires.

Sources : Calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

Finances publiques : le carcan de l'austérité

Après deux années de creusement massif des déficits en zone euro (tableau 4), l'année 2010 a marqué une prise de conscience des dangers liés à la dérive budgétaire. A la faveur d'une croissance plus soutenue, la plupart des pays ont amorcé une politique de réduction des déficits dès 2010 (à l'exception de l'Allemagne, de l'Autriche et de l'Irlande), qui s'est amplifiée au premier semestre 2011. La fin d'année 2011 et l'année 2012 seront marquées du sceau de l'austérité, rendue plus douloureuse en période de croissance faible : le déficit public en zone euro baisserait ainsi de 1,7 point en 2011 et 0,8 point en 2012 (tableau 5). Certes, le retour à des niveaux de déficit plus faibles se révèle plus aisé pour les pays bénéficiant d'une croissance soutenue, au premier rang desquels l'Allemagne – qui peut se targuer de revenir dans les limites du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) en 2011 –, l'Autriche, ou encore la Finlande. Cela étant, même les pays pâtissant d'une faible croissance considèrent la réduction des déficits comme une priorité en 2011 : malgré une forte récession en Grèce et au Portugal, ces deux pays tentent d'assainir leurs finances publiques, au prix d'impulsions budgétaires fortement négatives.

Tableau 5 : Évolution du solde public dans les pays de la zone euro entre 2007 et 2012

En % du PIB	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)
Allemagne	0,3	0,1	-3,0	-3,3	-1,6	-1,4
Autriche	-0,9	-0,9	-4,1	-4,6	-3,9	-3,3
Belgique	-0,3	-1,3	-5,9	-4,1	-3,5	-3,2
Espagne	1,9	-4,2	-11,1	-9,2	-7,4	-5,0
Finlande	5,2	4,2	-2,6	-2,5	-0,9	-0,7
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,0	-5,8	-5,2
Grèce	-6,4	-9,8	-15,4	-10,5	-9,4	-8,2
Irlande	0,1	-7,3	-14,4	-32,0	-10,0	-8,6
Italie	-1,5	-2,7	-5,4	-4,6	-4,0	-3,4
Pays-Bas	0,2	0,6	-5,5	-5,4	-3,7	-2,5
Portugal	-3,1	-3,5	-10,1	-9,1	-5,9	-4,5
Zone euro 11*	-0,7	-1,9	-6,1	-5,8	-4,1	-3,3

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

Sources : Eurostat pour 2007 à 2010, prévisions OFCE octobre 2011.

En 2011 et 2012, tous les pays devraient poursuivre leurs efforts budgétaires, afin de revenir dans les limites du PSC au plus tard en 2015. La réduction brutale du déficit est en effet perçue comme indispensable en raison de l'augmentation de l'écart critique (tableau 6) et de l'effet « boule de neige » de la dette. En zone euro, la dette publique atteindrait 89 % du PIB en 2011, soit une hausse de 22 points par rapport à 2007. Dans cinq pays de la zone euro, ce ratio frôle ou dépasse 100 % du PIB : c'est le cas en Grèce (152 % du PIB prévus en 2011), en Italie (121 %), en Irlande (115 %), au Portugal (101 %) ou en Belgique (97 %). Si cette situation peut être qualifiée de structurelle en Italie et en Belgique, où l'endettement public est élevé depuis leur entrée dans la zone euro mais relativement stable, il n'en va pas de même pour l'Irlande et le Portugal. En Irlande, l'endettement public a bondi de 90 points de PIB entre 2007 et 2011, essentiellement sous l'effet de recapitalisations bancaires massives. Au Portugal, l'atonie de la croissance combinée à une forte dégradation des soldes publics a entraîné une dérive faisant douter de la soutenabilité de la dette portugaise.

Comme nous le soulignons dans notre précédente prévision, les rythmes de sortie de crise des pays de la zone euro sont très divergents.

L'Allemagne apparaît incontestablement comme le meilleur élève. Le fort taux de croissance prévu en 2011 (2,9 % du PIB) devrait lui permettre de réduire rapidement un déficit initialement peu creusé, sans pratiquer de politique massive d'austérité. En outre, elle bénéficie de taux de financement extrêmement avantageux sur les marchés et le taux apparent sur la dette devrait même baisser pour s'établir à 3 % en 2011 et 2012 d'après le programme de stabilité. Le déficit public atteindrait ainsi -1,4 % du PIB en 2012, et l'Allemagne commencerait son

processus de désendettement public dès 2012, avec une dette publique brute qui repasserait en dessous du seuil de 80 % du PIB.

Tableau 6 : Évolution de l'écart critique, 2008-2011

	2008	2009	2010	2011 (p)
Allemagne	1,9	0,1	1,4	0,,4
Autriche	1,2	1,1	0,4	-0,5
Belgique	0,8	1,4	0,8	0,6
Espagne	0,6	1,8	1,6	2,8
Finlande	1,0	1,1	-0,1	-1,2
France	0,1	1,2	1,2	0,2
Grèce (<i>aide</i>)	0,3	2,9	2,3 (1,7)	9,9 (1,0)
Irlande (<i>aide</i>)	4,7	7,0	6,0	7,0 (1,8)
Italie	1,3	1,5	2,8	2,2
Pays-Bas	0,2	3,9	0,9	0,7
Portugal (<i>aide</i>)	2,0	2,5	2,1	4,4 (1,4)
Zone euro (<i>aide</i>)	1,0	1,4	1,6 (1,6)	1,6 (1,2)

Note de lecture 1 : L'écart critique est la différence entre le taux d'intérêt obligataire à 10 ans et le taux de croissance potentiel nominal de l'économie (calculs OFCE).

Note de lecture 2 : Pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande, la mention (*aide*) entre parenthèses indique la valeur de l'écart critique lorsque l'on considère non pas le taux d'intérêt obligataire à 10 ans de marché, mais le taux préférentiel auquel les pays empruntent auprès de l'UE et du FMI, fixé à 3,5 % depuis le sommet européen de juillet 2011.

Sources : Eurostat, Datastream, calculs des auteurs.

Trois pays, l'Autriche, les Pays-Bas et la Finlande, sont souvent comparés au modèle germanique, en raison de la bonne santé de leurs finances publiques avant la crise. Notons que la Finlande est le seul pays de la zone euro qui a réussi à traverser la crise en respectant le PSC ; même si son déficit est faible (2,5 % en 2010), la croissance qu'elle afficherait en 2011 (3,6 %) devrait lui permettre de parvenir à résorber rapidement son déficit, et elle devrait poursuivre sa politique rigoureuse en 2012. L'Autriche est en phase de réduction du déficit (avec un retour sous les 3 % prévu en 2013), et suit un plan pluriannuel de consolidation des finances publiques, adopté à l'automne 2010⁷. Le budget fédéral pour 2011 prévoit ainsi 2,3 milliards d'euros d'économies (0,8 point de PIB) en 2011, dont 1,2 milliard de hausses de la fiscalité, et 3,4 milliards d'euros en 2012 (1,1 point de PIB), dont 1,7 milliard de hausses de la fiscalité. Les Pays-Bas pourraient également revenir dans la limite des 3 % de déficit en 2012 : les dépenses seraient notamment réduites de 1,1 milliard d'euros en 2011, et de 3,7 milliards en 2012.

7. BMF, *Austrian Stability Programme for the period 2010 to 2011*.

Tableau 7 : Impulsions budgétaires, 2008-2012

En points de PIB

	Impulsion budgétaire					Poids des pays dans le PIB de la zone euro
	2008	2009	2010	2011	2012	2010
Allemagne	0,1	0,7	1,4	-0,7	-0,3	30
Autriche	0,1	0,3	0,7	-0,2	-0,9	4
Belgique	0,6	1,9	-0,5	-0,3	-0,5	3
Espagne	5,0	4,1	-2,1	-2,4	-2,6	10
Finlande	-0,3	0,5	1,4	-0,8	-0,4	2
France	-0,6	2,5	-0,5	-1,4	-1,0	21
Grèce	2,0	1,8	-7,9	-5,0	-1,7	2
Irlande	3,6	3,7	-4,0	-1,7	-2,3	2
Italie	-0,5	0,9	-0,6	-1,0	-1,6	16
Pays-Bas	-0,6	3,8	-1,1	-1,5	-1,4	6
Portugal	-0,2	5,2	-0,8	-5,0	-3,1	2
Zone euro 11*	0,1	1,6	-0,4	-1,2	-1,0	100

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

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

Source : Calculs et prévisions OFCE, septembre 2011.

La Belgique, en l'absence de gouvernement, n'a pas mis pas en place de réelle politique de réduction des déficits et aura donc une impulsion budgétaire faible en 2011 (tableau 7). Elle bénéficierait d'une forte croissance en 2011, permettant une réduction automatique des déficits.

La France est au milieu du gué : les finances publiques ont été davantage affectées par la crise, rendant la résorption des déficits plus douloureuse. En 2010, sous l'effet de la fin de la plupart des mesures du plan de relance, du rebond spontané particulièrement marqué de certaines recettes fiscales (IS, droits de mutation...) et de la bonne résistance de l'emploi (cotisations sociales), le déficit public s'est réduit de 0,4 point de PIB, s'établissant à 7,1 % du PIB. En 2011 et 2012, sous les effets des impulsions budgétaires très négatives (-1,4 point de PIB en 2011 et -1 point en 2012), résultant notamment du « raboutage » des niches fiscales pour environ 25 milliards d'euros sur deux ans, le déficit public se réduirait de 1,3 point de PIB en 2011 et 0,6 point de PIB en 2012 pour atteindre 5,2 points de PIB à l'horizon de notre prévision. Le taux de prélèvements obligatoires augmenterait de 1,1 point de PIB en 2011 et 0,7 point en 2012 pour atteindre 44,3 points de PIB en 2012. En outre, la faible croissance (1,6 % en 2011 et 0,8 % en 2012) conduirait à creuser le déficit conjoncturel, notamment en 2012, ce qui compromettrait la réalisation de l'objectif de solde public pour 2012 (-4,5 % du PIB). Après avoir atteint 82,3 % du PIB en 2010, la dette publique continuerait à

augmenter en 2011 (85,6 % du PIB) et 2012 (89 % du PIB), soit près de 25 points de PIB de plus qu'en 2007.

En Italie, les deux paquets fiscaux votés dans l'urgence à l'été 2011 représentent un total de 106 milliards d'euros d'économie pour la période 2011-2014, qui s'ajoutent aux mesures d'austérité votées en 2010. Certes, l'effet immédiat de ces plans a fait baisser les taux obligataires à 10 ans de 1 point pour atteindre 5 % fin août 2011, mais cet effet a été très ponctuel, les taux remontant à 5,6 % fin septembre. Il nous paraît peu probable que les mesures de rigueur soient appliquées intégralement, sous peine de plonger le pays dans la récession, mais nous prévoyons néanmoins une impulsion budgétaire fortement négative en 2011 (-1 point de PIB) et en 2012 (-1,6 point), ce qui porterait la croissance à 0,4 % seulement en 2012. En revanche, si la prime de risque sur les obligations d'État italiennes venait à augmenter, le pays pourrait être contraint à des choix budgétaires encore plus douloureux, entraînant une récession en 2012.

L'inquiétude ne s'est pas relâchée sur les pays périphériques, qui semblent eux aussi se singulariser par des trajectoires très différentes. Si l'Espagne et l'Irlande semblent le mieux tirer leur épingle du jeu, le Portugal s'enfoncé dans la récession, et la situation des finances publiques grecques fait peser une forte menace sur la cohésion de la zone euro.

Grèce : éviter l'apocalypse

Outre les 110 milliards d'euros du premier plan d'aide⁸, un second plan a été adopté lors du sommet européen du 21 juillet 2011. Ce nouveau plan, d'un montant prévu de 159 milliards d'euros jusqu'en 2014, fait intervenir les États, le FESF et les créanciers privés. Sur ces 159 milliards d'euros, 109 milliards proviennent du financement public (nouveau plan UE-FMI) et du FESF (*via* une réduction du taux des prêts accordés, passé de 4,5 % à 3,5 % et une maturité passée de 7,5 à 15 ans avec une période de « grâce » de 10 ans). Les 50 milliards d'euros restant proviendraient de la participation des créanciers privés, selon deux mécanismes : 1) le rééchelonnement d'une partie de la dette (*bond swaps* et *rollover*) pour un montant de 37 milliards, 2) la vente d'obligations auprès du FESF (dont les prérogatives ont été accrues⁹) avec une décote de 21 %.

Preuve de sa volonté de tenir ses engagements, la Grèce a adopté une stratégie fiscale de moyen terme (encadré 2), qui a été soumise au Parlement le 8 juin 2011. Cette stratégie vise à poursuivre l'effort de consolidation des finances publiques et

8. Sur ces 110 milliards de prêts, 65 avaient été versés par les pays de la zone euro et le FMI fin juillet 2011, la Grèce étant en attente de la sixième tranche qui pourrait être débloquée en octobre 2011.

9. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF) a vu son champ d'action élargi lors du sommet européen du 21 juillet 2011. Si la Banque centrale européenne (BCE) constate des « circonstances exceptionnelles » et les États membres donnent leur accord unanime, le FESF pourra acheter de la dette publique de pays en difficulté sur le marché obligataire secondaire. Le FESF pourra aussi, sous conditions, accorder aux États des lignes de crédit préventives comme le fait le FMI, ou prêter de l'argent à des pays, y compris s'ils n'ont pas fait appel à un plan d'aide, pour qu'ils recapitalisent leurs banques.

présente un plan détaillé de mesures, représentant un montant de 28,3 milliards d'euros (soit 12 points de PIB) sur la période 2011-2015, composé pour moitié d'une hausse des recettes et pour moitié d'une baisse des dépenses. Ce plan ambitieux devait permettre à la Grèce de faire passer le déficit public à 7,4 % du PIB en 2011 et de revenir dans les limites du PSC en 2014.

Malgré ce plan, il est improbable que la Grèce tienne ses objectifs à court terme. Sur les huit premiers mois de 2011, le déficit public a atteint 18,1 milliards d'euros (8,1 % du PIB), alors que la stratégie fiscale fixait un objectif de 16,7 milliards pour 2011 (7,4 % de déficit), une mauvaise performance qui s'explique par plusieurs facteurs : tout d'abord, la récession plus forte que prévu a entraîné une baisse des recettes. De plus, tous les engagements du plan n'ont pas été tenus en 2011 : seuls 400 millions d'euros de privatisations ont été réalisés fin septembre 2011 (au lieu des 5 milliards prévus) ; 7 000 embauches ont eu lieu dans la fonction publique pour 20 000 départs, loin du ratio affiché de 1 pour 10. Enfin, les objectifs de déficit reposent sur des hypothèses de croissance optimistes (-3,5 % en 2011 et 0,8 % en 2012), alors que nous prévoyons une récession plus forte se prolongeant en 2012 (-4,9 % de croissance en 2011 et -2,2 % en 2012).

Même si la Grèce n'a pas accompli toutes les réformes nécessaires (lutte contre l'évasion fiscale, contre l'économie souterraine), l'incapacité à tenir ses engagements s'explique en partie par la trop grande ambition du plan stratégique à moyen terme. Vendre des entreprises dont la valeur a été divisée par 10 ne semble pas la meilleure solution pour renflouer les caisses de l'État. A cet égard, le plan élaboré par les Allemands pour sauver la Grèce (plan Euréka¹⁰) semble bien plus approprié.

Par conséquent, la réduction du déficit grec devrait être beaucoup plus lente que prévu.

Encadré 2 : Grèce : la stratégie fiscale de moyen terme

Ce plan d'économie représente un montant de 28 milliards d'euros sur 2011-2015, dont 6,5 milliards prévus en 2011 et 6,8 milliards en 2012.

Les baisses de dépenses concernent :

– *la réduction de l'emploi public (0,3 point de PIB sur 2011-2015)* : l'objectif est de supprimer 150 000 postes d'ici 2014, soit 20 % du total. Pour y parvenir, le gouvernement a promis d'appliquer la règle d'une embauche pour 10 départs en 2011 puis une embauche pour 5 départs jusqu'en 2015. Il devrait également y avoir une baisse des embauches en CDD ;

10. Ce plan, élaboré par des consultants proches de la Chancellerie allemande, s'inspire de la *Treuhandanstalt*, agence créée en 1990 au moment de la réunification allemande pour privatiser quelques 8 500 entreprises de l'Est. Il prévoit de regrouper l'ensemble des actifs publics de la Grèce dans une structure commune (dont la valorisation atteindrait 125 milliards d'euros), qui serait elle-même rachetée par une institution européenne (par exemple le FESF ou la BEI), chargée de privatiser les entreprises publiques grecques. Ces liquidités permettraient à la Grèce de racheter ses obligations auprès de la BCE et du FESF et diviserait par deux son ratio d'endettement public (qui passerait à 88 % du PIB). En outre, l'institution européenne investirait dans les actifs publics, ce qui permettrait le retour de la croissance, et de meilleures rentrées fiscales, donc une réduction du déficit budgétaire et une réduction supplémentaire de l'endettement public. En outre, les spéculateurs détenant des CDS seraient pénalisés car on éviterait le défaut.

– *La baisse des salaires des fonctionnaires (0,6 point de PIB)* : une nouvelle grille salariale doit ainsi être introduite et progressivement appliquée au cours des trois prochaines années, afin de rapprocher le fonctionnement du secteur public de celui du secteur privé ;

– *La réduction du périmètre du secteur public (2,4 points de PIB)* : elle passera notamment par la fermeture des entités publiques considérées comme non essentielles, dans la lignée de la réforme *Kallikratis* (2010)¹¹, la réorganisation des entreprises d'État, la réduction des dépenses militaires et la baisse des dépenses d'investissement ;

– *La réforme du secteur de la santé (0,7 point de PIB)* : qui va notamment reposer sur une réduction de la prise en charge des non assurés, la rationalisation des dépenses pharmaceutiques, et le contrôle des dépenses hospitalières ;

La réforme des retraites et la réduction des transferts sociaux (1,9 point de PIB) : les pensions seront gelées jusqu'en 2015 et réduites de 10 % au moins.

Du côté des recettes (en hausse de 3,3 milliards d'euros en 2011 et 3,4 milliards en 2012), les mesures ciblent :

– *La réduction des exemptions fiscales et la hausse des prélèvements (2,4 points de PIB)* : l'assiette de l'impôt sur le revenu a été élargie et les taux de TVA ont été augmentés dans certains secteurs. Ainsi, le 1^{er} janvier 2011, le taux de TVA réduit est passé de 11 à 13 %, et le taux super réduit de 5,5 à 6,5 % ; le 1^{er} septembre, la TVA dans la restauration est passée de 13 à 23 %. Quant à l'imposition directe des ménages, l'assiette de l'impôt foncier a été élargie et une taxe supplémentaire sur la propriété a également été dévoilée en septembre ;

– *La réduction de l'évasion fiscale (1,2 point de PIB)* ;

– *La lutte contre travail au noir et la fraude fiscale (1,3 point de PIB)* ;

– *Les privatisations (25 points de PIB)* : les privatisations devraient rapporter 50 milliards d'euros à l'horizon 2015.

Portugal : l'austérité au prix de la récession

Le Portugal semble déterminé à revenir au plus vite dans les limites du PSC, même si cela implique de faire des choix douloureux. Alors que la croissance portugaise avait plutôt bien résisté en 2010, le pays devrait connaître deux années de récession en 2011 et 2012, accentuée par la nécessité d'assainissement de ses finances publiques. Sur le plan de 78 milliards d'euros d'aide adopté le 17 mai, une grande partie devrait être débloquée rapidement : en effet, le Portugal a des besoins de financement urgents. Outre le financement du plan d'aide, il continue à émettre de la dette à court terme : même si le taux des prêts du FESF a été revu à la baisse lors du sommet européen du 21 juillet 2011, les taux d'intérêt exigés par les investisseurs sur les maturités courtes restent élevés, ce qui explique l'alourdissement des charges d'intérêt entre 2010 et 2012 (passées de 3,2 à 4,1 points de PIB). Les flux de financement prévus de l'UE et du FMI se chiffrent à 38 milliards d'euros au second semestre 2011, 25 milliards d'euros en 2012, 10 milliards en 2013, et 5,1 milliards d'euros au premier semestre 2014¹².

11. ... qui a permis de fermer ou de fusionner 4 500 entités publiques.

12. FMI, Portugal, *First Review Under the Extended Arrangement*, 1^{er} septembre 2011.

Le budget de rigueur adopté fin 2010 a été complété par de nouvelles mesures en mars 2011, peu de temps avant le vote du plan d'aide UE-FMI. Parmi ces mesures, citons la hausse des prix des transports et de la TVA sur le gaz et l'électricité, la réduction du nombre des fonctionnaires, ainsi que diverses hausses d'impôts. Le total des mesures pour 2011 atteint 5,7 % du PIB, dont 3,7 points de baisse de dépenses.

Plusieurs mesures ont permis au gouvernement portugais d'atteindre sa cible de déficit au premier semestre, notamment des augmentations sélectives de TVA. Selon les projections du gouvernement, il manquera 0,6 point de PIB pour arriver à l'objectif en 2012. Cela devrait être compensé. Pour atteindre son objectif de déficit de 10,1 milliards d'euros en 2011, la mission du FMI, qui s'est rendue au Portugal pour le versement de la première tranche d'aide en septembre 2011, a relevé que 2,2 milliards d'euros (1,3 point de PIB) devraient manquer au gouvernement. Depuis son arrivée au pouvoir en juin dernier, le gouvernement de Pedro Coelho a en effet dû faire face à des dépenses plus importantes que prévu concernant la masse salariale, les consommations intermédiaires et les entreprises d'État. Le gouvernement a prévu de combler ce manque à gagner en 2011 *via* une augmentation de 2,5 % du taux d'imposition sur le revenu pour les revenus annuels supérieurs à 150 000 euros (0,5 point de PIB), l'augmentation du taux de TVA pour le gaz et l'électricité dès le 1^{er} octobre 2011 (0,1 point de PIB), les ventes de concessions (0,4 point de PIB), le transfert des fonds de pension des banques vers le système de sécurité sociale détenu par l'État¹³ (0,3 point).

En 2012, la rigueur devrait se poursuivre à hauteur de 3 points de PIB. L'essentiel des économies devrait transiter par la baisse des dépenses (2,1 points de PIB), *via* la réduction des dépenses de santé, la réduction de l'investissement public et la réforme des retraites. La hausse des revenus proviendrait notamment de hausses de TVA (0,3 point), de la mise en place d'une taxation supplémentaire sur la propriété (0,1 point), de la lutte contre l'évasion fiscale (0,1 point). Si ces mesures s'avèrent insuffisantes, le gouvernement est prêt à procéder à de nouveaux ajustements pour atteindre son objectif.

Le Portugal devrait également procéder à des privatisations, pour un montant de 2 milliards d'euros au deuxième semestre 2011, ainsi que 2 milliards supplémentaires en 2012.

Irlande : Le réveil du Tigre celtique

Après trois années consécutives de récession, l'Irlande a retrouvé le chemin de la croissance en 2011, grâce au dynamisme de ses exportations qui a permis le rebond de l'investissement. En revanche, le moteur de la consommation est en panne. Le plan d'aide du FMI et de l'UE permet à l'Irlande de satisfaire ses besoins de financement, particulièrement importants en 2011 (38,2 milliards d'euros). En

13. Cette mesure est présentée comme une mesure exceptionnelle, destinée au respect des engagements, mais qui ne saurait mettre en péril la soutenabilité à long terme des fonds de pension.

outre, depuis le sommet du 21 juillet 2011, les taux d'intérêt des prêts du FESF ont été ramenés à 3,5 %.

Sur les sept premiers mois de 2011, l'Irlande a tenu ses engagements de déficit (hors mesures de recapitalisation bancaire)¹⁴ ; elle a même fait mieux en limitant le déficit à 5,6 % (au lieu des 6,3 % prévus). Le plan d'économies de 6 milliards d'euros pour l'année 2011 devrait ainsi permettre au pays de surpasser ses objectifs de déficit public (10,6 %) ; nous anticipons ainsi un déficit public de 10 % en 2011. En outre, le processus de recapitalisation des banques domestiques est achevé.

Fin octobre 2011, le projet de budget 2012 sera présenté à l'Assemblée nationale, établissant un plan de consolidation fiscale à moyen terme pour la période 2012-2015, avec le détail des mesures (recettes et dépenses) dans le respect des engagements de réduction de déficit. Les mesures de consolidation pour 2012 devraient atteindre au minimum 3,6 milliards d'euros. 1,5 milliards d'euros proviendraient de hausses de revenus, notamment *via* une taxe sur la propriété, une augmentation de la taxe carbone, la réduction des exonérations fiscales sur les pensions de retraite, un abaissement du niveau des tranches d'imposition de l'impôt sur le revenu et une réforme des taxes sur les plus-values et les prises de participations. Du côté des dépenses, 2,1 milliards d'économies devraient être réalisés grâce à la baisse des dépenses sociales, la réduction de la masse salariale et des pensions de retraite et les baisses de dépenses d'investissement.

Espagne : Le volontarisme budgétaire sera-t-il suffisant ?

L'économie espagnole peine à reprendre de la vigueur, plombée par un secteur immobilier en plein marasme malgré l'ajustement déjà réalisé, et par un désendettement nécessaire des sphères privées et publiques. En 2009, la chute des recettes publiques avait creusé le déficit à 11,1 % du PIB, provoquant la panique des marchés, inquiets des perspectives de l'économie espagnole. Le gouvernement avait alors annoncé en janvier et mai 2010 un ensemble de mesures permettant d'économiser 65 milliards d'euros sur trois ans et dans le but de réduire le déficit à 6 % du PIB en 2011 et 4,4 % en 2012. Ces mesures incluaient une réduction de 7,9 % des dépenses publiques en 2011, obtenues grâce à une baisse de 5 % du salaire des fonctionnaires, un gel de retraites et un arrêt du chèque « bébé » de 2 500 euros, et une hausse des prélèvements (relèvement de 2 points du taux normal de TVA en juillet 2010 et hausse des taxes sur le tabac en décembre 2010). Le déficit public espagnol a ainsi été réduit à 9,2 % du PIB en 2010.

Mais les perspectives de croissance moroses pour 2011 et la pression des marchés ont contraint le gouvernement à prendre des mesures de restriction supplémentaires en août 2011 : la réduction des dépenses de santé (*via* l'achat obligatoire de médicaments génériques) et l'anticipation du paiement de l'impôt sur les sociétés permettraient d'économiser 5 milliards d'euros supplémentaires. Enfin, le

14. Voir FMI, Irlande, *Third Review Under the Extended Arrangement*, 8 août 2011 et Commission européenne, *Economic Adjustment Programm for Ireland*, septembre 2011.

gouvernement a annoncé en septembre le rétablissement de l'impôt sur la fortune suspendu en 2008 et le principe de la règle d'or a été adopté par le parlement espagnol.

Il nous semble cependant que l'objectif affiché de réduction du déficit (-2,8 points entre 2010 et 2011) paraît ambitieux au regard de l'atonie de la croissance. Ce sont en particulier les finances des 17 communautés autonomes, gérant plus d'un tiers des dépenses publiques, qui menacent de compromettre le retour à l'équilibre budgétaire. Alors que leur objectif annuel de déficit s'élève à 1,3 % du PIB en 2011, leur déficit effectif atteignait déjà 1,2 % du PIB annuel sur le premier semestre. Quant au déficit de l'administration centrale, il atteint 2,8 % du PIB en août 2011, soit une réduction de 11 % par rapport à la même période de 2010. Si l'objectif de 4,8 % du PIB en 2011 pour l'administration centrale semble encore à la portée du gouvernement, le ralentissement de la croissance au deuxième semestre 2011 pourrait mettre à mal la réalisation de cet objectif. Nous anticipons donc un déficit public global de 7,4 % en 2011 (contre un objectif affiché de 6 %), soit une impulsion budgétaire de -2,4 points de PIB. En 2012, le déficit serait ramené 5 % du PIB (contre un objectif de 4,4 %) au moyen d'une impulsion de -2,6 points.

L'éclatement de la bulle immobilière a également affaibli le système bancaire espagnol, en particulier les caisses d'épargne qui sont plus exposées sur les prêts au logement. Le FROB (Fond de restructuration des banques créé pour gérer la restructuration des établissements de crédit et renforcer leurs fonds propres) a déjà injecté 11,5 milliards d'euros dans le système bancaire, permettant de réaliser huit fusions de caisse d'épargne, et pourrait procéder à de nouvelles injections de capital si les levées de fonds privés s'avèrent insuffisantes. Ces injections de capital ne sont pas incluses dans le calcul du déficit public au sens de Maastricht, mais elles grèvent la dette publique espagnole. Jusqu'à présent leur impact a été limité à un point de PIB, sur une dette qui passerait de 60 % du PIB en 2010 à 71 % en 2012 selon nos prévisions.

La croissance allemande se normalise

En 2011, comme en 2010, l'Allemagne devrait afficher une croissance bien supérieure à celle des autres pays de la zone euro (respectivement 2,9 % et 1,8 % en 2011). L'écart de croissance serait moindre en 2012 : le PIB allemand progresserait de 1,2 %, contre 0,9 % dans la zone euro. En effet, même si la bonne santé des finances publiques limite la restriction budgétaire (impulsions de -0,7 point de PIB en 2011 et -0,3 en 2012), l'économie allemande subirait les effets du ralentissement de ses partenaires européens qui vont tous mener des politiques restrictives (impact de -1 point en 2011 et -0,7 point en 2012). Par ailleurs, malgré la baisse du taux de chômage, les ménages allemands devraient consommer modérément dans les prochains trimestres, du fait du rebond de l'inflation et des craintes liées à la crise de la dette souveraine. En dépit de ce ralentissement de la croissance, l'Allemagne continuerait de réduire, certes moins vite, ses ratios de déficit et de dette publique.

Le déficit public serait de -1,4 % du PIB en 2012 et la dette publique repasserait sous 80 % du PIB.

Un coup d'arrêt net au rebond de la croissance au deuxième trimestre 2011

Lors de la publication des chiffres du deuxième trimestre 2011, l'institut national de statistiques (Destatis) a procédé à la révision des comptes depuis 1991 dans le cadre du changement de base et l'adoption de la nouvelle classification des activités économiques de 2008. Il en ressort que la récession de 2009 a été plus ample qu'initialement annoncé (-5,1 %, contre -4,7 % précédemment), en raison d'un recul plus prononcé de l'investissement (productif et en logement), tandis que la consommation s'est finalement un peu mieux tenue. Lors de la reprise, l'investissement productif et surtout la consommation privée et publique ont crû plus fortement qu'estimé initialement.

Le premier semestre 2011 apparaît très contrasté, comme dans la plupart des pays européens. Après un très bon premier trimestre (1,3 %), la croissance du PIB a été quasi-nulle au deuxième trimestre 2011 (0,1 %). Deux composantes ont pesé sur la croissance : d'abord la consommation privée qui a reculé de 0,7 %, ensuite le commerce extérieur qui a contribué pour -0,3 point à la croissance, en raison d'importations particulièrement dynamiques. C'est grâce à la contribution positive des variations de stocks (0,6 point) que le PIB ne s'est pas contracté. En plus d'un investissement productif dynamique (2,3 %), une partie des importations a alimenté les variations de stocks face à une consommation privée mal orientée.

Le recul de cette dernière est dû à la conjonction d'un revenu réel stable et d'une hausse du taux d'épargne. Alors que l'emploi continue d'augmenter de façon dynamique depuis la mi-2010 (0,4 % par trimestre environ) et que les salaires nominaux ont accéléré au premier semestre 2011 (1,5 % au premier trimestre puis 1,3 % au second par rapport aux trimestres précédents), différents facteurs ont amputé le revenu nominal des ménages, qui n'a progressé que de 0,7 % par trimestre : d'abord, la hausse des taux de cotisations sociales (santé et chômage) a pesé sur leur revenu nominal. Ensuite, la baisse des revenus des entrepreneurs individuels et du patrimoine a fortement joué au deuxième trimestre. Comme les hausses de taxes indirectes (tabac, transport aérien, énergie) et du prix du pétrole ont renchéri le prix des biens et services, au final le revenu réel a stagné. Par ailleurs, les ménages ont augmenté leur taux d'épargne (en prenant en compte le revenu disponible hors les droits à pensions d'entreprises), qui est passé de 9,3 % en début d'année 2011 à 9,9 % au deuxième trimestre 2011, sans doute en raison des tensions au sein de la zone euro et de l'accélération de l'inflation. Parallèlement à l'augmentation des prix énergétiques, l'inflation sous-jacente accélère depuis la mi-2010. Elle est passée de 0,6 % à 1,2 %, tandis que dans le même temps la croissance de l'IPCH passait de 1 % à 2,5 %. En août 2011, la contribution sur un an de l'inflation sous-jacente était de 0,9 point, celle de l'énergie de 1,1 point et enfin celle de l'alimentaire, du tabac et de l'alcool de 0,4 point. Les facteurs volatiles expliquent donc un peu moins des deux tiers de la hausse des prix, les facteurs internes

expliquant le tiers restant, soit *via* une diffusion de la hausse des prix énergétiques soit *via* la hausse des salaires.

Contrairement aux autres grands pays de la zone euro, le commerce est resté dynamique au deuxième trimestre 2011. La chute inattendue de la consommation des ménages apparaît en décalage avec la vigueur des importations, avec pour conséquence un fort stockage. Par ailleurs, les exportations sont restées bien orientées, malgré la chute des demandes française, italienne, espagnole et britannique. Ce sont les Pays-Bas, l'Autriche, les PECO et les pays émergents qui ont tiré les exportations allemandes, et en particulier dans le secteur des biens d'équipement. Les importations, quant à elles, ont été particulièrement soutenues en provenance des pays de la zone euro, France, Pays-Bas et Italie en tête. Une des explications avancées repose sur le moratoire sur l'utilisation du nucléaire (avant l'abandon programmé d'ici 2022) qui a pesé sur la production d'électricité et donc eu un impact sur les importations et les exportations. En effet, à la suite de la décision de mettre à l'arrêt les 7 réacteurs les plus vieux, la production d'électricité a baissé de 10 % au deuxième trimestre 2011 sur un an, la chute atteignant 36 % pour le nucléaire (de ce fait la part du nucléaire dans la production brute d'électricité est passée de 28 % début 2011 à 19 % au deuxième trimestre 2011). Les importations en valeur d'électricité ont en conséquence augmenté de 46 % au deuxième trimestre 2011. Mais étant donné leur part dans les importations (0,3 %), cette hausse n'a contribué que pour 0,1 point à la croissance des importations en valeur ce trimestre, alors que ces dernières ont progressé de 12,2 % en glissement annuel. Ce facteur a donc joué un rôle marginal dans le rebond des importations et ne permet pas d'expliquer l'évolution du commerce qui apparaît en décalage par rapport aux pays européens.

Pourquoi la croissance allemande rentre-t-elle dans les rangs ?

Au final, l'acquis mi-2011 est de 2,7 % pour cette année. Au vu de la croissance modérée prévue en fin d'année et en 2012 (0,3 % par trimestre), la croissance pour 2011 atteindrait 2,9 %, en ralentissement par rapport à 2010, avant de décélérer encore en 2012 à 1,2 %. Le ralentissement de la croissance inscrit dans notre prévision, repose sur plusieurs facteurs : une normalisation de la croissance allemande après deux ans de fort rattrapage (même si l'écart de production au potentiel n'est pas encore refermé), une politique budgétaire légèrement restrictive et la décélération de la demande adressée à l'Allemagne de la part de ses voisins européens.

En premier lieu, même sans politique budgétaire restrictive en Europe, la croissance aurait ralenti en 2012, pour revenir vers la croissance potentielle (estimée à 1,5 % par le gouvernement). Le PIB qui est revenu mi-2011 au niveau du pic de début 2008 (contre -1 % en France et -2 % dans la zone euro) est cependant toujours inférieur de 3 % à son niveau tendanciel. Il pourrait donc y avoir un rattrapage encore important. Cependant, le niveau du taux de chômage est le plus bas jamais atteint depuis la réunification et n'a cessé de baisser depuis la fin 2009

(après seulement 4 trimestres de hausse). Il atteint 7 % selon l'Agence fédérale pour l'emploi¹⁵. Certes, la population active est moins dynamique que chez ses partenaires pour des raisons structurelles de vieillissement de la population. Cependant, après la baisse de 2010 (-0,4 %) liée à un effet de flexion, la population active a progressé de 0,2 % par trimestre dans la première moitié de 2011. Surtout l'emploi augmente : mi-2011, il était supérieur de 1,5 % au niveau d'avant-crise. Seul l'emploi dans l'industrie reste à la traîne. La valeur ajoutée y a moins progressé qu'ailleurs et le niveau de productivité est inférieur d'environ 15 % au niveau de 2008. De plus, les salaires accélèrent après plusieurs années d'atonie. Cependant, l'amélioration de la situation des entreprises avait été telle avant la crise que celles-ci ont encore des marges de manœuvre : le taux de marge dans l'industrie était mi-2011 revenu au niveau de 2006, soit bien au-dessus du niveau moyen des années 1990. En prévision, la productivité progresserait au même rythme qu'avant la crise mais ne rattraperait pas ce qui a été perdu pendant la crise. Elle resterait donc inférieure à son niveau tendanciel. De plus, des hausses de salaires négociés plus élevées sont à prévoir, après plusieurs années d'austérité salariale, en raison des tensions sur le marché du travail et du regain d'activité jusqu'au début 2011. De ce fait, le taux de marge des entreprises se dégraderait un peu.

Du côté des ménages, malgré des salaires plus vigoureux, la consommation croîtrait modérément. Nous n'avons pas inscrit de rebond au troisième trimestre 2011, après la chute de la consommation du deuxième trimestre, du fait de la chute récente de la Bourse qui s'est traduite par une très forte dégradation de l'indice de confiance des consommateurs établi par la Commission européenne en août 2011. L'inflation ralentirait dans les prochains trimestres, bénéficiant d'un moindre effet du prix du pétrole (1,6 % en 2012 en moyenne annuelle, après 2,3 % en 2011). Mais la poursuite de la baisse du taux de chômage et la dépréciation de l'euro maintiendraient l'inflation sous-jacente autour de 1,5 %. *In fine*, le taux d'épargne baisserait dans le sillage du ralentissement de l'inflation et en supposant que les tensions au sein de la zone euro s'apaisent un peu.

La politique budgétaire amputera légèrement la croissance (-0,3 point en 2012). L'Allemagne, contrairement aux autres pays européens, n'est en effet pas obligée de mener une politique très restrictive pour respecter ses engagements en termes de déficit public vis-à-vis de Bruxelles. En effet, non seulement elle partait d'une situation moins dégradée, mais elle a bénéficié en plus d'une forte croissance qui réduit spontanément le déficit. En outre, elle peut se financer à des taux extrêmement bas (1,9 % pour les taux à 10 ans le 15 septembre dernier, contre 2,7 % pour la France). Le taux apparent sur la dette resterait donc bas : après 3,3 % en 2010, il baisserait à 3 % en 2011 et 2012 d'après le programme de stabilité.

15. Le taux de chômage est de 6,2 % si l'on se base sur l'emploi au sens du BIT et le chômage au sens du BIT de l'enquête sur les forces de travail et de 5,9 % en se basant sur l'emploi des comptes nationaux et le chômage au sens du BIT.

La situation des finances publiques allemandes s'est améliorée plus rapidement que ce qui était attendu. Alors que le gouvernement prévoyait un déficit de 2,5 % pour 2011 en avril, il ne prévoit plus que 1,6 % pour cette année et 1,3 % en 2012. Le solde primaire redeviendrait positif dès 2011, à 0,8 % du PIB, puis atteindrait 1,1 % en 2012. Le respect de la règle nationale adoptée en juillet 2009 – qui impose un déficit structurel inférieur à 0,35 % du PIB à partir de 2016 au niveau fédéral et un budget à l'équilibre pour les régions à partir de 2020 – n'apparaît pas comme une contrainte particulièrement forte dans le contexte actuel. Mais les dissensions restent fortes au sein de la coalition CDU-CSU-FDP et la baisse d'impôts promise lors de la campagne de 2009 devrait finalement intervenir en 2013 pour satisfaire les libéraux du FDP.

Les résultats du premier semestre 2011 sont de bon augure : le déficit des administrations publiques a atteint 0,6 % du PIB, contre 3,1 % un an plus tôt. Les recettes fiscales étaient en hausse de 8,5 % par rapport à l'année précédente et les dépenses de 0,3 %. En plus des hausses discrétionnaires d'impôts et de cotisations, l'impôt sur les bénéfices et la taxe professionnelle étaient en forte augmentation. Du côté des dépenses, à l'exception de l'investissement public qui a crû de 8,1 %, les autres postes ont crû modérément, voire même ont baissé comme les allocations chômage ou les allocations liées au chômage partiel en plus de la réduction de certaines prestations prévues dans le plan de consolidation budgétaire. En revanche, le déficit pour 2010 a été revu à la hausse par Destatis du fait de l'intégration du portefeuille à risque d'Hypo Real Estate (HRE) à la FMS Wertmanagement la structure publique de défaillance créée pour assainir le bilan d'HRE lors de sa nationalisation en 2009. Cette mesure exceptionnelle augmente les dépenses de 0,9 point de PIB, conduisant à un déficit de 4,3 %. L'évolution future de la dette reste donc soumise aux évolutions des bilans des structures de défaillance, bien que les sommes en jeu soient pour l'instant assez faibles.

Néanmoins, la dynamique du compte est marquée par l'impact de l'austérité généralisée au sein de la zone euro qui va entraîner un ralentissement de la demande extérieure (3,9 % en 2012, contre 7,9 % en 2011 et 12,8 % en 2010), conduisant à de moindres exportations (1 % par trimestre à partir de fin 2011). L'Allemagne exporte environ 40 % de ses marchandises vers la zone euro et 10 % vers les PECO, deux zones qui vont mener des politiques budgétaires très restrictives. Ses exportations vers le Japon (1,5 %) et les États-Unis (7 %) – deux pays qui ont mis en place des plans de relance – ne sont pas suffisantes pour compenser la perte en Europe. Enfin, le commerce vers les différentes zones émergentes va souffrir du ralentissement mondial, soutenant donc moins les exportations allemandes. En revanche, les importations resteraient globalement assez dynamiques, conduisant à une contribution extérieure moins forte que précédemment (0,2 point par trimestre en moyenne). Le ralentissement des exportations induirait un moindre investissement productif, et ce malgré un taux d'utilisation des capacités de production élevé. De ce fait, le taux d'investissement productif se stabiliserait à un taux bien inférieur à celui d'avant-crise. Ces signaux de ralentissement sont visibles

dans les différentes enquêtes qui, même si elles restent à un niveau élevé, ont baissé nettement depuis le pic de mars 2011.

In fine, alors que l'impulsion budgétaire sera moins restrictive en Allemagne que dans la plupart des pays européens, l'activité ralentira nettement du fait d'un fort impact de l'austérité menée chez ses partenaires. Les exportations allemandes de biens et services représentent en effet 52 % de son PIB (contre 30 % en France). De ce fait, l'impact des politiques budgétaires menées dans les pays développés sur sa demande adressée serait de -1 point en 2011 et -0,7 point en 2012. Hors impulsion budgétaire négative en Europe (Allemagne comprise), la croissance aurait pu atteindre 2,2 points, ce qui aurait permis à l'*output gap* de se refermer.

Italie : panne de croissance

L'Italie ne parvient pas à retrouver le chemin de la croissance. Après avoir enregistré l'une des plus mauvaises performances de la zone euro au premier trimestre (+0,1 % contre +0,8 % dans l'ensemble de la zone), l'Italie s'est un peu rattrapée au deuxième trimestre (+0,3 %). La croissance italienne sur les deux premiers trimestres 2011 s'explique essentiellement par la baisse des importations et la contribution positive du commerce extérieur (0,3 et 0,9 points au premier et deuxième trimestres 2011). La contribution de la demande intérieure est restée légèrement positive : la consommation des ménages s'est maintenue grâce à une baisse tendancielle du taux d'épargne et une sortie graduelle de la crise pour les entreprises. En revanche, la croissance a pâti du déstockage massif au premier semestre (contribution de -0,5 au premier trimestre 2011 puis -0,8 au deuxième trimestre 2011).

Du côté des ménages, après une année 2010 favorable, le revenu disponible brut nominal a baissé au premier trimestre 2011. En termes réels, 2010 aura été la troisième année consécutive de baisse, un phénomène qui s'explique en partie par l'inflation, alimentée par la hausse des prix du pétrole et des autres matières premières. Seule la baisse du taux d'épargne, passé de 15 % du revenu disponible brut en 2008 à 12 % en 2010, a permis de soutenir la consommation des ménages. Quant au taux de chômage, après avoir bondi de 2,5 points sur un an pour s'établir à 8,5 % au deuxième trimestre 2010, il a baissé pour s'établir à 8 % de la population active au deuxième trimestre 2011, en partie sous l'effet d'une baisse tendancielle de la population active. La fin d'année 2011 et l'année 2012 seraient caractérisées par la modération salariale – le gel des salaires de la fonction publique prévu jusqu'en 2013 par la Loi de finances de 2011 pesant sur les négociations salariales – et par la hausse du chômage. En effet, le chômage partiel pour cause de restructuration d'entreprise (CIG extraordinaire) et le chômage partiel en dérogation (voir encadré 3), qui avaient servi d'amortisseurs au moment de la crise¹⁶, ont progressé au deuxième

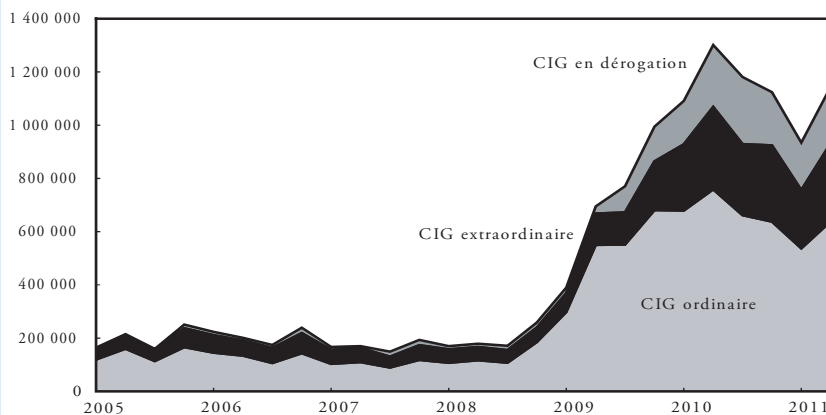
16. Pour une comparaison internationale de l'utilisation du chômage partiel au moment de la crise de 2007-2008, on pourra se reporter au document de l'OCDE : Hijzen, A. and D. Venn (2011), « The Role of Short-Time Work Schemes during the 2008-09 Recession », OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 115, OECD Publishing.

trimestre 2011, ce qui témoigne d'une reprise des destructions d'emplois. Dans notre prévision, nous inscrivons une légère hausse du taux d'épargne en fin d'année 2011 pour motif de précaution, les ménages anticipant des hausses d'impôts à venir, puis une baisse modérée du taux d'épargne en 2012 (11,3 % au dernier trimestre). Les mesures restrictives prévues dans les plans d'austérité de juillet et août 2011, comme la hausse d'un point du taux normal de TVA¹⁷ (de 20 à 21 %) prévue fin 2011 ou l'augmentation des taxes sur l'essence en 2012 vont également amputer la consommation des ménages. Combiné à la faible progression du revenu disponible brut et à la hausse du chômage, cela devrait se traduire par une consommation négative au dernier trimestre de 2011, et très atone en 2012.

Encadré 3 : Chômage partiel

Après la Seconde Guerre mondiale, un système « d'amortissement des chocs sociaux » a été créé en Italie. Pièce maîtresse de ce système, la Cassa Integrazione Guadagni (CIG, créée en 1947) vise à soutenir les entreprises en difficulté et à indemniser le chômage partiel. Trois types de prestations sont prévus, visant des secteurs bien particuliers¹⁸ :

Graphique : Nombre d'emplois (en équivalent temps plein) indemnisés par la CIG



Note: La Cassa Integrazione Guadagni communique le nombre d'heures autorisées par mois dans les différentes catégories. Pour trouver le nombre d'emplois autorisés en équivalent temps plein, on divise ce nombre d'heures par la moyenne du nombre d'heures travaillées par salarié, calculée à partir des données d'Istat.

Sources : Cassa Integrazione Guadagni, Istat, calculs de l'auteur.

- le chômage partiel ordinaire (Cassa integrazione guadagni ordinaria) ; des prestations sont versées lorsqu'une entreprise réduit ou suspend son activité en raison d'événements temporaires ne relevant pas de la responsabilité de l'employeur (difficultés temporaires, conditions climatiques saisonnières,...). Sont visées les entreprises du secteur industriel (secteurs manufacturier, transport, minier et électrique) et surtout du bâtiment ;
- le chômage partiel extraordinaire (Cassa integrazione guadagni straordinaria), institué en 1968 : des prestations sont versées en cas de restructuration ou de crise spécifique à l'entreprise, afin d'éviter les licenciements.

17. Mesure prévue dans le plan d'austérité d'août 2011.

18. Pour plus de détails, on pourra se rapporter à Eurofound, Italy: *Wage guarantee fund, solidarity agreements, bilateral bodies and wage guarantee fund in derogation*.

– Le chômage partiel en dérogation (Cassa integrazione guadagni in deroga) a été introduit pour soutenir les emplois non couverts par le volet ordinaire (intérim, apprentis, travailleurs à domicile et autres emplois précaires). Les mesures ont été prorogées en 2011.

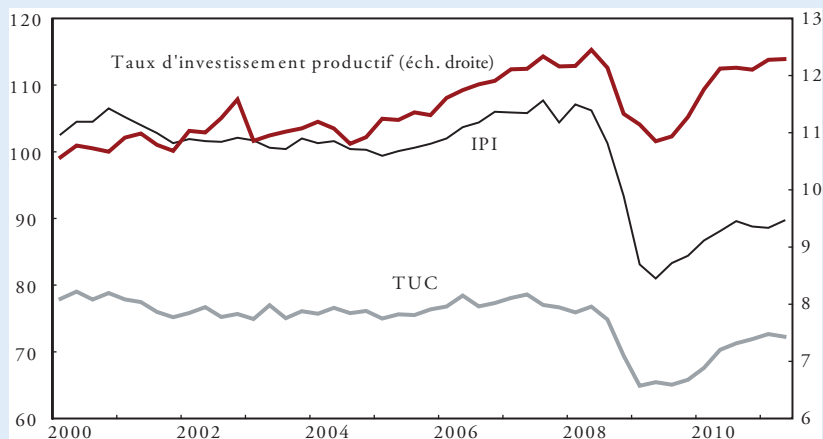
Au cours de l'année 2011, les ménages ont également vu leur revenu amputé par l'inflation, qui s'est accélérée début 2011, atteignant 2,9 % au deuxième trimestre, alimentée par les tensions sur les prix énergétiques et les matières premières. Dans la mesure où nous prévoyons une baisse du prix du pétrole et une normalisation des cours des produits alimentaires, ces tensions devraient peu à peu se résorber et l'inflation devrait ralentir en 2012. L'inflation sous-jacente devrait également baisser pour se stabiliser autour de 0,8 % en 2012, l'absence de tensions sur le marché du travail limitant les effets de second tour.

Du côté des entreprises, en juin 2011, l'indice de la production industrielle reste inférieur de 16 % à son niveau d'avant-crise (graphique 11), de même que le taux d'utilisation des capacités (inférieur de 7 points à son niveau d'avant-crise). Le rebond de l'investissement productif est essentiellement un rebond technique, qui ne s'est pas accompagné d'un rétablissement du taux de marge des entreprises : le taux de marge dans l'industrie a en effet baissé de 4 points entre mi-2010 et début 2011, revenant à son niveau moyen de 2009. Après 9 trimestres consécutifs de baisse, l'emploi total a augmenté de 0,5 % au premier trimestre 2011. Après une remontée de la productivité par tête au cours de l'année 2010, cette dernière a faiblement progressé au premier trimestre 2011, avec des disparités selon les secteurs. Si elle décroît dans l'industrie, elle continue à s'améliorer dans les services marchands et dans le bâtiment. Dans notre prévision, nous anticipons une atonie du taux d'investissement productif, limité par des marges très comprimées et une stagnation des TUC. En conséquence, la FBCF totale progresserait modérément en 2011, hypothèse corroborée par les enquêtes auprès des industriels (baisse de la confiance, carnets de commandes moins garnis,...).

Alors que le volume des importations avait crû plus rapidement que celui des exportations en 2010, le premier semestre 2011 a été marqué par une baisse des importations, particulièrement prononcée au deuxième trimestre (-2,3 %). Pour la fin de l'année 2011, nous anticipons une faible remontée du taux de pénétration du marché intérieur. Quant aux exportations, elles croîtraient moins vite que la demande adressée, et à un rythme proche de celui des importations : le moteur du commerce extérieur serait donc insuffisant à soutenir la croissance en 2012, d'autant que la rigueur généralisée dans les pays de la zone euro aura un impact sur la demande adressée.

Du côté des stocks, nous retenons en prévision l'hypothèse d'un léger restockage en fin d'année (avec une contribution de 0,1 point de PIB au dernier trimestre 2011), après deux trimestres de déstockage massif (respectivement -0,5 et -0,8 point de PIB aux premier et deuxième trimestres 2011) qui ont porté les stocks à des niveaux bas.

Graphique 11 : Taux d'utilisation des capacités de production, taux d'investissement et indice de production industrielle, 2000-juin 2011



Sources : ISAE, Datastream.

Comme le montre la hausse des primes de risque sur les obligations d'État et le niveau des CDS (graphique 12), le principal défi de l'Italie vient de ses finances publiques : le poids élevé des charges d'intérêt rend la dynamique d'endettement sensible aux conditions de financement. En 2010, un premier plan d'austérité a été voté sur la période 2011-2013, visant à économiser 73,1 milliards d'euros sur 3 ans. Les trois quarts des économies transitent par une baisse des dépenses : gel des salaires des fonctionnaires jusqu'en 2013, baisse des effectifs dans le secteur public, baisse des budgets dans les ministères de 10 %, baisse des dépenses dans le secteur de la santé. À la suite de la pression sur les taux d'intérêt obligataires à 10 ans, deux nouveaux plans d'austérité ont été décidés : le premier en juillet 2011 pour un montant estimé à 48 milliards d'euros sur la période 2011-2014, le second en août pour un montant de 54 milliards d'euros entre 2011 et 2014. Côté recettes, on trouve notamment la hausse du taux normal de TVA fin 2011 (passant de 20 à 21%), qui doit rapporter 700 millions d'euros cette année, puis 4,2 milliards d'euros supplémentaires par an à partir de 2012, une augmentation des accises sur l'essence et le tabac, l'imposition supplémentaire de 3 % des revenus supérieurs à 300 000 euros par an (dispositif rétroactif sur 2011), la lutte intensifiée contre la fraude fiscale (700 millions d'euros récupérés en 2012).

Même si l'Italie a déjà montré par le passé qu'elle était capable de s'astreindre à une cure douloureuse pour assainir ses finances publiques, il nous paraît peu probable que l'ensemble des mesures votées en 2011, qui avaient uniquement pour but de rassurer les investisseurs, soient respectées au vu de leur ampleur. Nous anticipons donc une restriction budgétaire d'environ 40 milliards d'euros en 2012, au lieu des 53 milliards annoncés (tableau 8), ce qui représente tout de même une impulsion budgétaire négative de 1,6 point de PIB, et devrait porter la croissance à

0,4 % seulement en 2012. Cependant, si les mesures décidées à l'été 2011 venaient à être appliquées à la lettre, l'impulsion budgétaire serait de 2,6 points et plongerait le pays dans la récession (-0,6 % en 2012).

Graphique 12 : Taux des obligations souveraines à 10 ans et niveau des CDS à 10 ans



Source : Datastream.

Tableau 8 : Chiffrage et répartition des mesures d'austérité pour 2011-2012

En milliards d'euros

	2011			2012		
	Recettes	Dépenses	Total	Recettes	Dépenses	Total
Mesures votées en 2010	3,9	-8,2	12,1	9,0	-16,1	25,1
Plans votés en juillet et août 2011	3	-0,1	3,1	20,5	-7,6	28,1
Total	6,881	-8,35	15,231	29,482	-23,688	53,17

Sources : Programme de stabilité 2011, prévisions OFCE.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-4,2	1,7	1,7	0,9
PIB par tête	0,3	0,8	0,3	0,2	0,7	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,7	1,4	1,4	0,6
Consommation des ménages	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,2	0,8	0,6	0,5
Consommation publique	-0,5	0,3	0,1	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	2,5	0,5	0,5	0,1
FBCF totale <i>dont</i>	-0,7	2,1	-0,1	-0,2	1,8	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-12,0	-1,0	3,0	1,3
FBCF productive	0,9	2,9	0,9	1,4	1,8	1,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-16,2	3,1	5,4	2,3
FBCF construction totale <i>dont</i>	-2,0	1,6	-0,7	-1,6	1,9	-0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-8,7	-4,1	0,3	0,3
FBCF logement	-1,2	2,2	-0,5	-1,6	3,1	-0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-11,3	-3,6	1,9	0,6
Exportations de biens et services	3,3	4,2	1,8	1,4	2,0	1,0	0,4	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-12,9	10,6	6,2	3,0
Importations de biens et services	3,7	3,8	1,4	1,2	1,5	0,5	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	-11,7	8,9	5,2	2,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0	0,6	0,7	0,6
<i>Contributions</i>																	
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,6	0,1	0,1	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,7	0,4	0,8	0,6
Variations de stocks	0,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,6	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,8	0,7	0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	1,1	1,6	1,7	2,0	2,5	2,8	2,6	2,4	1,8	1,4	1,5	1,5	1,5	0,3	1,6	2,6	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	10,1	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0	10,1	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	9,6	10,1	10,0	10,2
Solde courant, en points de PIB														-0,3	-0,5	-1,0	-1,4
Solde public, en points de PIB														-6,3	-6,0 ¹	-4,1	-3,3
Impulsion budgétaire														1,6	-0,4	-1,2	-1,0
PIB USA	1,0	0,9	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	-3,5	3,0	1,5	2,0

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

1. En 2010, sans les mesures exceptionnelles allemandes, le déficit aurait atteint 5,6 % du PIB dans la zone euro.

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2011..

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	1,9	0,8	0,5	1,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-5,1	3,6	2,9	1,2
PIB par tête	0,5	2,0	0,8	0,5	1,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-4,8	3,7	3,0	1,3
Consommation des ménages	0,0	0,8	0,4	0,5	0,4	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,6	0,9	0,6
Consommation publique	0,9	-0,6	0,8	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,3	1,7	0,8	0,4
FBCF totale <i>dont</i>	0,6	5,6	1,9	0,2	4,1	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	-12,3	5,6	7,3	1,4
Productive privée	4,4	4,6	4,4	2,7	1,3	2,3	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	-20,8	9,7	9,0	2,3
Logement	0,3	5,4	-1,1	-2,9	7,7	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,3	3,2	6,7	1,1
Publique	-19,3	16,5	-0,3	-0,4	2,9	-3,4	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,0	5,6	-1,9	3,5	-1,7
Exportations de biens et services	3,4	7,0	2,0	1,0	2,1	2,3	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-13,6	13,4	8,0	4,1
Importations de biens et services	5,8	6,2	0,9	1,3	1,7	3,2	0,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-9,2	11,5	7,4	3,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,8	0,6	0,1	0,4	0,3	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,5	0,7	0,7
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,2	1,4	0,7	0,3	1,1	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,6	1,6	2,0	0,7
Variations de stocks	1,1	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,6	0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,8	0,7	0,6	-0,1	0,3	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	-2,9	1,4	0,7	0,5
Prix à la consommation (IPCH)*	0,8	1,0	1,2	1,6	2,2	2,5	2,3	2,1	1,6	1,5	1,7	1,7	0,2	1,2	2,3	1,6
Taux de chômage, au sens du BIT	7,2	6,9	6,6	6,4	6,1	5,9	5,9	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	7,4	6,8	6,0	5,7
Solde courant, en points de PIB													5,6	5,7	4,8	4,1
Solde public, en points de PIB													-3,2	-4,3 ¹	-1,6	-1,4
Impulsion budgétaire													0,9	1,2	-0,7	-0,3
PIB zone euro	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-4,2	1,7	1,7	0,9

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

1. En 2010, les mesures exceptionnelles ont dégradé le solde de 1,2 point de PIB. Sans ces mesures, le déficit aurait atteint 3,1 % du PIB.

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2011.

France : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,2	0,5	0,4	0,3	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	-2,6	1,4	1,6	0,8
PIB par tête	0,0	0,4	0,3	0,2	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,2	0,8	1,1	0,2
Consommation des ménages	0,1	0,1	0,7	0,4	0,4	-0,7	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	1,3	0,5	0,6
Consommation publique	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,3	1,2	0,9	0,7
FBCF totale <i>dont</i>	-1,2	1,2	0,8	0,4	1,2	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	-8,8	-1,4	3,0	0,9
Productive privée																
Logement	-0,2	2,6	1,1	0,7	1,8	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	-12,0	1,2	4,2	0,9
Publique	-0,4	0,1	1,7	0,8	-0,1	1,3	0,4	0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	-8,8	-1,4	2,6	1,2
Exportations de biens et services	-5,5	-1,9	-1,9	-1,4	1,5	0,6	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4	-9,7	-0,4	0,4
Importations de biens et services	4,6	3,1	2,4	0,3	1,7	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	-12,2	9,3	4,0	1,4
Variation de stock, en points de PIB	-0,1	0,2	0,7	0,5	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	-0,1	0,3	1,2	1,1
<i>Contributions à la croissance</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,3	0,5	0,3	0,5	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,1	0,8	1,1	0,8
Variations de stocks	-0,3	0,5	0,3	-0,3	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,5	0,9	0,0
Commerce extérieur	0,7	-0,2	-0,6	0,2	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,5	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2	2,0	2,0	1,5	1,1	1,2	1,1	3,2	0,1	1,7	2,0
Taux de chômage, au sens du BIT	9,5	9,3	9,3	9,3	9,2	9,1	9,3	9,3	9,4	9,4	9,6	9,7	9,2	9,4	9,2	9,6
Solde courant, en points de PIB													-1,5	-1,7	-2,0	-2,0
Solde public, en points de PIB													-7,5	-7,0	-5,8	-5,2
Impulsion budgétaire													2,6	-0,6	-1,4	-1,1
PIB zone euro	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-4,2	1,7	1,7	0,9

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

Sources : Comptes trimestriels – INSEE, prévision OFCE octobre 2011.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-5,2	1,2	0,8	0,4
PIB par tête	0,4	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,9	0,7	0,4	0,0
Consommation des ménages	0,2	0,1	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-1,8	1,0	0,8	0,3
Consommation publique	-0,7	0,4	-0,4	-0,4	0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	1,0	-0,6	0,1	-0,4
FBCF totale <i>dont</i>	1,3	1,6	0,7	-0,7	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-12,0	2,3	0,9	0,5
FBCB Productive	5,0	3,6	0,4	-0,2	1,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-19,8	13,6	4,5	1,9
FBCB construction totale <i>dont</i>	0,1	0,2	1,7	-0,8	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-4,7	-1,2	0,7	0,4
FBCF logement	-0,1	-0,2	1,0	-1,3	2,4	-1,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-9,0	-4,0	1,0	-0,2
Exportations de biens et services	3,9	2,3	2,9	0,4	1,1	0,9	0,4	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	-18,4	8,9	4,5	2,5
Importations de biens et services	4,6	0,5	4,3	2,6	-0,1	-2,3	0,1	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5	-13,8	10,3	2,5	1,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,1	0,6	1,3	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,6	0,3	0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,4	0,9	0,7	0,2
Variations de stocks	0,6	-0,4	0,4	0,8	-0,5	-0,8	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,8	-0,3	-0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,4	-0,4	-0,6	0,3	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-0,5	0,4	0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	1,3	1,6	1,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,8	1,5	1,4	1,4	0,8	1,6	2,4	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	8,5	8,5	8,3	8,3	8,1	8,0	8,0	8,2	8,4	8,6	8,6	8,6	7,8	8,4	8,1	8,6
Solde courant, en points de PIB													-3,4	-3,5	-3,3	-3,2
Solde public, en points de PIB													-5,4	-4,6	-4,0	-3,4
Impulsion budgétaire													0,9	-0,6	-1,0	-1,6
PIB zone euro	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-4,2	1,7	1,7	0,9

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2011.

Espagne : résumé des prévisions R115

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	-3,7	-0,1	0,8	0,9
PIB par tête	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-4,1	-0,5	0,5	0,6
Consommation des ménages	0,9	1,4	-1,0	0,3	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-4,2	1,2	0,5	0,3
Consommation publique	-0,5	1,1	-0,7	-0,7	2,9	-2,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	3,2	-0,7	0,3	-1,0
FBCF totale ¹ dont	-1,8	-0,3	-2,8	-1,5	-1,6	-1,0	0,4	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	-16,0	-7,6	-4,7	1,6
Productive	-0,3	1,8	-2,6	0,5	-0,3	-1,2	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-21,4	-3,4	-0,8	3,7
Construction totale	-4,9	-1,7	-3,0	-2,4	-2,3	-1,0	-1,0	-0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-24,5	-16,8	-7,3	0,1
dont : logement	-3,0	-2,1	-2,9	-3,1	-2,8	-0,9	-0,7	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-11,0	-10,9	-8,0	-0,5
Exportations de biens et services	4,4	1,4	0,5	3,9	5,8	-1,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	-11,6	10,3	8,9	3,7
Importations de biens et services	4,0	4,2	-4,3	1,6	5,0	-3,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-17,8	5,4	2,6	1,7
Variations de stocks, en points de PIB	0,4	0,7	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,0	1,0	-1,4	-0,3	0,2	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-6,3	-1,3	-0,7	0,3
Variations de stocks	0,2	0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,1	-0,3	0,0
Commerce extérieur	-0,1	-1,0	1,7	0,6	0,1	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,4	1,0	1,8	0,6
Prix à la consommation (IPCH) ²	1,3	2,3	2,0	2,5	3,2	3,3	3,3	2,9	1,7	1,5	1,8	1,6	-0,2	2,0	3,2	1,6
Taux de chômage, au sens du BIT	19,3	20,0	20,5	20,5	20,6	20,8	21,0	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5	18,0	20,1	21,0	21,5
Solde courant, en points de PIB	-6,0	-5,2	-3,4	-4,6	-4,8	-4,6	-4,4	-4,2	-4,1	-3,9	-3,7	-3,5	-5,2	-4,6	-4,5	-3,8
Solde public, en points de PIB													-11,1	-9,2	-7,4	-5,0
Impulsion budgétaire													4,1	-2,1	-2,4	-2,6
PIB zone euro	0,4	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-4,2	1,7	1,7	0,9

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2011.