

# Zone euro : quand l'Union ne fait pas la force \*

## Perspectives 2010-2011 pour l'économie européenne

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

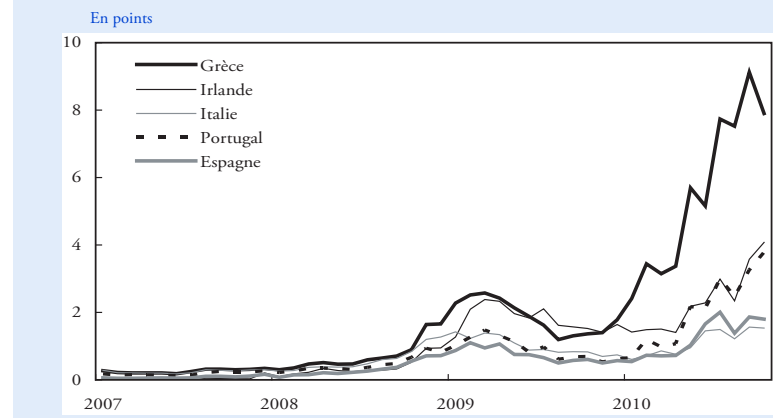
*La crise des dettes souveraines au début de l'année 2010 a pour l'instant eu un impact limité sur la croissance de la zone euro. Cette dernière a en particulier été forte au deuxième trimestre avec un rebond à 1% (après 0,3% au premier trimestre). L'activité a d'abord été tirée par des facteurs techniques puis par le redressement de l'investissement. La performance de l'Allemagne a été impressionnante (+2,2% de croissance au deuxième trimestre 2010). Les facteurs qui ont soutenu la croissance au premier semestre 2010 continueraient d'être actifs en fin d'année. De ce fait, le PIB de la zone euro progresserait de 1,7% en moyenne en 2010. Mais les interrogations liées aux dettes publiques ont laissé des traces, puisque les primes de risques sur les taux publics restent élevées dans plusieurs pays jugés fragiles par les marchés financiers (Grèce, Portugal, Espagne, Italie et Irlande) et que des plans de rigueur très forts ont été adoptés dans plusieurs pays, ce qui pèsera sur leur demande intérieure et donc sur les débouchés des autres pays. En 2011, la croissance du PIB de la zone euro resterait de 1,7%, moins forte que ce que la dynamique entrevue en 2010 aurait pu laisser supposer. En effet, la restriction budgétaire deviendra générale dans la zone, intervenant alors même que le PIB par tête est inférieur de 4,2% à son niveau du début 2008, que le taux de chômage reste élevé (9,9% en 2011) et que le financement des entreprises reste problématique.*

\* Ont contribué à cette étude : Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Paola Monperrus-Veroni.

## Vue d'ensemble

Le premier semestre 2010 fut d'abord marqué par la crise des finances publiques dans la zone euro. Partie de la Grèce, dont les révélations successives sur la situation budgétaire ont suscité la méfiance des investisseurs, la panique a gagné, par un effet de contagion, les marchés obligataires des pays européens – Irlande, Portugal et Espagne – dont les finances publiques avaient été le plus fragilisées par la crise financière. Cette spéculation s'est nourrie des nombreuses hésitations européennes sur les conditions de l'organisation de la solidarité à l'intérieur de la zone euro. L'Union fut alors plongée dans une crise qui montrait ses insuffisances institutionnelles et son incapacité à trouver une solution rapide face au premier choc de grande ampleur subi depuis sa création. Si des réformes visant à améliorer la coordination des politiques budgétaires restent nécessaires, les pays membres sont cependant parvenus à endiguer la crise en adoptant un plan de soutien à la Grèce et en créant un fonds temporaire de stabilisation. Cependant, ces solutions n'ont pas permis de réduire les primes de risque, relativement aux taux allemands, qui se situent toujours à des niveaux pénalisant l'activité dans ces pays (graphique 1).

Graphique 1 : Primes de risque sur les taux publics



Source : Datastream.

Malgré cette crise, le premier semestre 2010 a confirmé le regain d'activité dans la zone euro. L'activité fut d'abord tirée par des facteurs techniques, puisqu'au premier trimestre, la contribution des stocks à la croissance fut de 0,9 point. La demande intérieure hors stocks fut peu dynamique, contribuant pour 0,1 point à la croissance tandis que la contribution du commerce extérieur était fortement négative (-0,7 point). Les résultats du deuxième trimestre témoignent d'un

renforcement de la croissance, le PIB ayant progressé de 1,0 %. La performance inédite de l'Allemagne, dont le PIB a augmenté de 2,2 %, explique en partie l'amélioration de l'activité dans la zone euro, qui s'est cette fois-ci appuyée sur la reprise de la demande intérieure et notamment celle de l'investissement productif. Sur l'ensemble de la zone euro, la FBCF productive a en effet crû de 2,5 % au deuxième trimestre. Bien que très marquée en Allemagne, cette reprise s'est manifestée dans de nombreux pays de la zone euro,

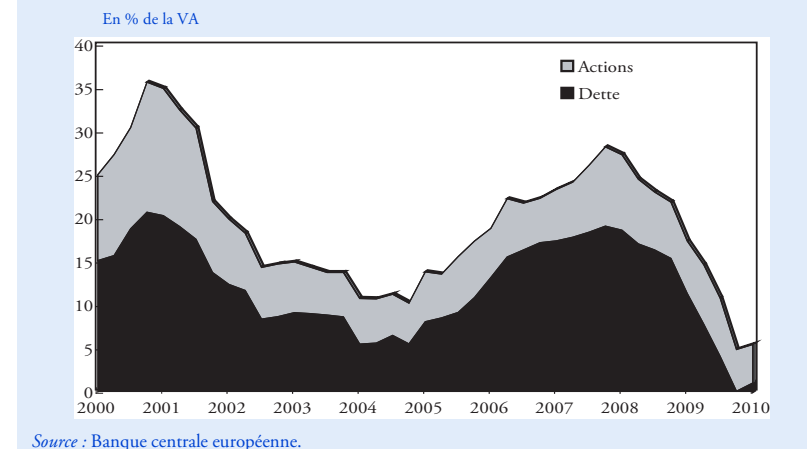
Une dynamique globalement favorable se poursuivrait au cours du deuxième semestre 2010 ; la demande intérieure serait le principal moteur d'une croissance attendue à 0,5 % par trimestre. C'est en Allemagne que la croissance serait la plus forte. Elle atteindrait 3,4 % cette année, grâce à un acquis qui s'élève d'ores et déjà à 2,8 % et grâce à l'effet favorable de mesures budgétaires qui soutiendraient encore l'activité. Les stocks continueront à être le principal moteur de la croissance en France puisqu'ils contribueront à hauteur de 0,7 point par trimestre à l'activité, qui devrait finalement croître de 1,7 % en 2010. Des facteurs structurels spécifiques, l'effondrement du secteur de la construction, et la mise en œuvre des premières mesures d'austérité budgétaire maintiendraient l'Espagne en récession sur l'ensemble de l'année 2010 (-0,2 %). La dernière place du palmarès de la croissance reviendrait à la Grèce, qui se verrait imposer une cure d'austérité sans précédent. L'impulsion budgétaire serait effectivement négative et supérieure à 6 points de PIB en 2010 ce qui expliquerait en partie la baisse du PIB estimée à 3,6 %. Sur l'ensemble de la zone euro, l'activité augmenterait de 1,7 % en 2010.

À ces exceptions près, la dynamique de l'année 2010 aurait pu laisser augurer de perspectives plus favorables en 2011 si le carcan du Pacte de stabilité et la pression des marchés financiers n'avaient pas conduit l'ensemble des pays de la zone euro à adopter des mesures de restriction budgétaire qui vont freiner la croissance en 2011. Ces mesures sont pourtant prématurées dans la mesure où les effets de la crise sont loin d'être effacés. Le PIB par tête reste en effet inférieur de 4,2 % à celui du premier trimestre 2008. Le chômage n'a toujours pas entamé sa décrue et touchait 10,1 % de la population active en août 2010. La zone euro n'est pas sortie de la trappe à liquidité. Le financement des SNF reste à un niveau très faible (graphique 2) et, malgré la baisse des taux directeurs de la banque centrale, la prime de risque sur les obligations privées se maintient à un niveau élevé.

L'éventail de mesures adoptées au sein de la zone euro viendra freiner la timide reprise de l'investissement, ainsi que la croissance de la consommation des ménages. La baisse des prestations sociales ou les mesures de hausse de la TVA pèseront en effet sur les revenus dans un contexte où le maintien d'un niveau élevé de chômage devrait modérer la hausse des salaires. Ce contexte réduirait de fait les perspectives de débouchés des entreprises et l'investissement n'augmenterait plus que de 0,4 % en rythme trimestriel en 2011 contre 0,6 % lors des deux derniers trimestres 2010. Au total, la croissance trimestrielle moyenne de la demande intérieure en 2011 s'élèverait à 0,2 %. Avec une impulsion budgétaire négative en 2011 (-1,2 point de

PIB) et en supposant que l'effet multiplicateur est unitaire, l'effet récessif de la politique budgétaire serait estimé à -0,3 point de croissance par trimestre.

Graphique 2 : Flux de financement des SNF



Enfin, le choix de l'austérité généralisée – l'impulsion budgétaire sera en effet négative dans tous les pays en 2011, allant de -0,3 pour la Finlande à -4,4 points en Grèce – engage les pays de la zone euro dans la voie d'une coordination inefficace où chaque pays subit non seulement les effets de son plan d'austérité budgétaire mais également celui de ses principaux partenaires. Ce faisant, les pays de la zone euro se privent à la fois du moteur interne et d'une partie du moteur externe de la croissance, induisant un ralentissement supplémentaire de l'activité. Toutefois, cette contraction de la demande intérieure de la zone euro induira une contribution légèrement positive du commerce extérieur de la zone en 2011. Les exportations augmenteraient en effet de 1,4 % par trimestre tandis que la croissance trimestrielle des importations ne serait en moyenne que de 1,2 %.

Sur l'ensemble de l'année 2011, avec une croissance de son PIB de 2,5 %, l'Allemagne contribuerait fortement à la performance de la zone euro lors que la progression de l'activité serait, à l'exception de la Finlande, inférieure à 2 % dans le reste de la zone. Alors que la Grèce demeurerait le seul pays encore en récession, la croissance serait dans l'ensemble insuffisante pour permettre une décrue significative du chômage. Celui-ci atteindrait 9,8 % fin 2011. Il baisserait essentiellement en Allemagne, se stabiliserait en Espagne, mais continuerait à augmenter en France et en Italie. Le risque de déflation serait encore élevé. La hausse du prix du pétrole, dont l'effet serait amplifié par la dépréciation de l'euro, viendrait encore alimenter l'inflation jusqu'au premier trimestre 2011 où elle s'établirait à 1,4 %. Ensuite, l'inflation globale convergerait vers l'inflation sous-jacente et

ralentirait à 1,1 % en glissement en fin d'année 2011, soit un taux bien inférieur à l'objectif fixé par la Banque centrale européenne (BCE).

### Une consommation privée atone

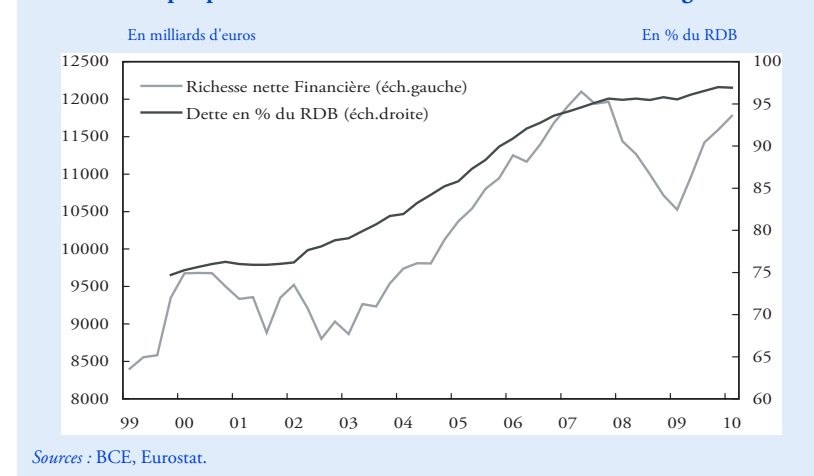
La consommation privée a renoué avec la croissance depuis le dernier trimestre 2009, après 6 trimestres consécutifs de baisse. Sa progression est toutefois restée modérée (0,2 % au quatrième trimestre 2009 puis au premier trimestre 2010, 0,5 % au deuxième trimestre 2010). Selon nos prévisions, elle resterait atone, avec des taux de croissance trimestriels de 0,2 % jusqu'à fin 2011. De ce fait, après une baisse de 1,1 % en 2009, la consommation des ménages croîtrait de seulement 0,7 % en 2010 et de 0,8 % en 2011. La diversité des comportements des ménages de chaque pays de la zone euro a été nette en 2009, avec une consommation privée qui a continué de progresser en France et en Autriche, qui a peu baissé en Allemagne et en Belgique, qui a reculé plus franchement en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal et en Finlande (entre -1 % et -2,5 %) et encore plus nettement en Espagne (-4,2 %), en Irlande (-7,3 %) ou en Grèce (-1,8 % en 2009, -4,8 % attendus en 2010).

La hausse de la consommation depuis fin 2009 est intervenue dans un contexte où le revenu disponible des ménages ralentissait et où l'inflation accélérât en lien avec l'évolution du prix du pétrole. C'est donc la baisse du taux d'épargne observée à partir de la mi-2009 (de 1,2 point, à 14,6 % du RDB au premier trimestre 2010) qui a soutenu la consommation privée. Une des raisons pourrait être la forte hausse de la confiance des consommateurs après la chute de 2008-2009, puisqu'elle retrouve sa moyenne de long terme dans la zone euro (comme en France et aux Pays-Bas) d'après l'enquête de la Commission européenne. Elle est même supérieure à sa moyenne de long terme en Allemagne, en Autriche, en Belgique et en Finlande. Quatre pays demeurent à l'écart, puisque la confiance des consommateurs est encore loin d'avoir retrouvé sa moyenne de long terme en Espagne, en Italie, au Portugal et en Grèce<sup>1</sup>. Le regain de confiance des ménages trouve sans doute sa source dans l'amélioration des perspectives sur le marché du travail (avec un taux de chômage qui augmente moins depuis plusieurs trimestres et qui devrait baisser dès la fin 2010) et dans une moindre mesure dans la hausse de leur richesse financière, en lien avec la hausse tendancielle des marchés boursiers depuis mars 2009. Ainsi, la richesse financière nette des ménages de la zone euro, qui avait perdu 1 600 milliards d'euros entre mi-2007 et le premier trimestre 2009 (soit 40 points de revenu), a effacé 80 % de cette perte depuis lors (graphique 3).

Dans certains pays, l'accélération de la croissance de la consommation des ménages au premier semestre 2010 est liée à des politiques publiques. C'est le cas en Espagne, qui a continué de bénéficier des effets positifs de la prime à la casse. Concernant les trois plus grands pays de la zone euro, le soutien gouvernemental, visible dans les statistiques d'immatriculations de nouvelles voitures en 2009 (au

premier semestre en Allemagne, les trois derniers trimestres en Italie, toute l'année en France), a pris fin et pèse donc plutôt sur la consommation. L'anticipation de la hausse de la TVA dans plusieurs pays a temporairement eu un effet positif sur la consommation privée avant son entrée en vigueur. Sont concernés la Grèce (avec une première hausse de deux points le 15 mars 2010, puis une deuxième hausse de 2 points le 1<sup>er</sup> juillet 2010), puis le Portugal, l'Espagne et la Finlande (hausse de 1 point le 1<sup>er</sup> juillet 2010). Cette mesure qui a incité les ménages à anticiper leurs achats pèsera sur leur consommation au troisième trimestre 2010. C'est déjà le cas en Grèce où la consommation privée a reculé de 6,2 % au deuxième trimestre 2010.

Graphique 3 : Richesse financière nette et dette des ménages



Depuis la mi-2009, le revenu nominal des ménages a très peu progressé (+0,3 % en glissement annuel par trimestre), pâtissant de la baisse de la masse salariale (-0,5 % par trimestre), avec un emploi en recul depuis la mi-2008 et un salaire par tête en ralentissement depuis fin 2008. Ainsi, fin 2009, le salaire par tête n'augmentait plus que de 1,4 % sur un an (contre plus de 3 % en moyenne en 2008). Les seuls éléments qui ont soutenu le revenu en 2009 étaient la poursuite de la baisse des charges d'intérêt (-1,4 point de revenu), ainsi que les stabilisateurs automatiques et les mesures de soutien gouvernementales (baisse des impôts et hausse des prestations sociales).

Après avoir soutenu le revenu des ménages en 2009, la politique budgétaire aurait un impact négatif en 2010 et/ou 2011 selon les pays (hausse des impôts en France et en Espagne, augmentation de cotisations en France, baisse des salaires des fonctionnaires et gel des pensions en Espagne, hausse de la fiscalité locale et des prix des services administrés en Italie). Seuls les ménages allemands seront peu affectés

1. Les données pour l'Irlande ne sont plus disponibles depuis mai 2008.

par la rigueur (tout au plus baisse de quelques allocations en 2011), bénéficiant même en 2010 de baisses d'impôts. Malgré les politiques restrictives mises en place, le revenu nominal des ménages progresserait plus franchement en 2010 et 2011, avec la reprise progressive de l'emploi (en Allemagne et en Espagne notamment). Cependant, du fait du rebond de l'inflation, le revenu réel des ménages se contracterait en 2010. Le ralentissement de l'inflation en 2011 (à 1,1 % sur un an à partir du deuxième trimestre 2011 contre 1,5 % au deuxième trimestre 2010) permettrait au revenu réel des ménages de croître à nouveau en 2011, mais ne serait pas suffisant pour que la consommation privée accélère. De plus, après sa baisse en 2010 à 14,4 % du revenu, notamment sous l'effet de la baisse prévue du taux de chômage, le taux d'épargne se stabiliserait en 2011 dans l'ensemble de la zone euro. Les comportements d'épargne resteraient très divers : le taux d'épargne diminuerait en Allemagne et en Espagne, tandis qu'il se stabiliserait en France et monterait un peu en 2011 en Italie.

### Fin de l'ajustement dans le secteur immobilier

Après avoir reculé de 18 % entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2010, l'investissement en logement a progressé au deuxième trimestre 2010. Ce rebond (+1,1 %), principalement lié aux évolutions en Allemagne, n'est pas l'amorce d'une véritable reprise. Certes nous inscrivons dans nos prévisions des taux de croissance positifs pour l'investissement immobilier, mais ils seraient modérés, accélérant lentement pour atteindre 0,4 % en rythme trimestriel fin 2011.

Concernant les prix immobiliers, leur ajustement progressif entamé en 2006 s'est accentué depuis 2009, puisque les prix diminuent désormais dans la zone euro (de 3 % en moyenne en 2009). Les baisses de prix les plus fortes en 2009 concernent l'Irlande (-13,7 %), l'Espagne (-7,4 %) et la France (-7,1 %). La baisse est faible en Allemagne et en Italie (respectivement -0,2 % et -0,5 %). Au premier semestre 2010, la France fait figure d'exception avec une hausse des prix de 3,8 %, mais cette embellie ne devrait être que temporaire (voir dans ce dossier « Immobilier : l'état des taux réels » dans la partie « France : go, stock and ... »).

Nous anticipons en effet un redémarrage lent de l'investissement en logement puisque malgré la faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires, le crédit ne repart pas franchement. Plusieurs facteurs contraignent aujourd'hui la reprise du secteur immobilier : d'abord, une limitation de l'offre de crédit liée au coût du financement des banques et à leurs contraintes de bilan, ensuite un niveau d'endettement très élevé historiquement. Les ménages cherchent ainsi depuis 2008 à limiter la croissance de leur endettement. Ceci s'est traduit par une hausse de seulement 1,3 point de RDB en deux ans de leur taux d'endettement, à 96,9 % au premier trimestre 2010, après une augmentation de 21 points entre 1999 et 2007.

D'après l'enquête auprès des banques conduite par la BCE, le pourcentage net des banques qui indiquent un durcissement des conditions d'octroi de crédits au logement est reparti à la hausse depuis le début de l'année 2010 (après l'amélioration

observée en 2009). Ce sont moins les perspectives sur le marché immobilier que les contraintes de bilan et le coût du financement qui sont à l'origine de ce mouvement qui s'est traduit par des marges plus élevées et des conditions de durée plus strictes. En revanche, la demande nette de prêts au logement a progressé au deuxième trimestre 2010, poursuivant la tendance à l'amélioration initiée fin 2008. Depuis novembre 2009, les nouveaux prêts pour le logement ont cessé de se contracter, progressant même de 11 % en moyenne sur un an en juillet et août 2010. Ils restent cependant nettement inférieurs à leur niveau d'avant la crise. Malgré le durcissement des conditions des prêts, les taux sur les nouveaux emprunts hypothécaires sont très bas (à 4,75 % en août), même s'ils sont remontés depuis juillet dans le sillage de la hausse des taux courts.

Les permis de construire accordés, qui avaient baissé de 50 % depuis leur pic de 2005-2006, sont relativement stables depuis le début de l'année 2009. Ceci conforte l'idée d'un redémarrage très lent dans le secteur immobilier.

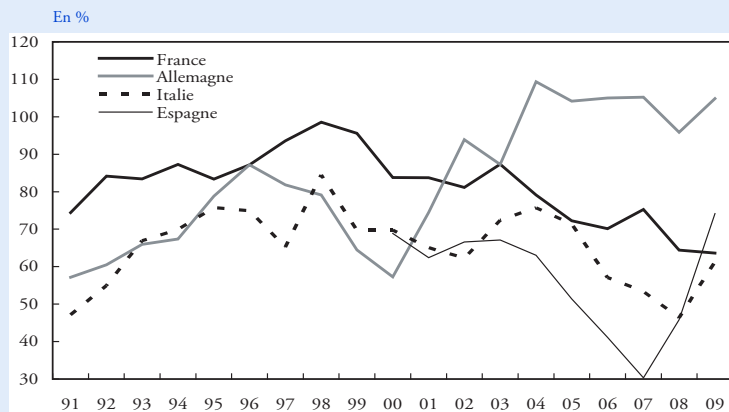
### Investissement des entreprises : rebonds sans suite

Après trois trimestres d'ajustement massif de la FBCF productive fin 2008 et début 2009, et trois trimestres marqués par l'arrêt de la dégradation, le deuxième trimestre 2010 s'est soldé par un rebond de l'accumulation de capital productif (+2,6 %). Bien qu'un peu en retrait par rapport au dynamisme des composantes stables de la demande, notamment des exportations, la FBCF productive a contribué positivement à la croissance du PIB de la zone euro pour la première fois depuis la mi-2008. Le taux d'investissement n'a été ramené qu'à son niveau de juin 2009 sans pouvoir effacer la perte cumulée depuis le début de la crise financière, qui atteint 1,4 point de valeur ajoutée. Mais ce mouvement de reprise de l'accumulation n'est pas partagé uniformément par les pays de la zone euro. Il est surtout le résultat d'un sursaut de la FBCF en Allemagne, les autres grands pays ayant connu une reprise nettement moins marquée.

Du côté de la demande adressée aux entreprises, la dynamique de reprise paraît solidement engagée si l'on en croit l'évolution des entrées de commandes. Cependant, du côté de l'offre, plusieurs éléments d'incertitude suggèrent la persistance d'une certaine inertie de l'accumulation. Le taux d'utilisation des capacités n'a fait qu'entamer sa remontée depuis le creux de la fin 2009, et demeure à un niveau historiquement très faible. D'après la BCE, le volume des crédits accordés aux entreprises a encore baissé au mois de juin 2010 (-19,7 % en glissement annuel) et les conditions de crédit aux entreprises se sont retendues depuis le deuxième semestre 2009, notamment à cause de l'augmentation du coût d'accès au financement de marché. En effet, depuis le printemps, les taux sur les nouveaux crédits ont augmenté autant sur les courtes que sur les longues échéances, en dépit du desserrement des taux publics et des taux du marché monétaire. Quant à la disponibilité des ressources internes, l'incertitude n'est pas non plus levée. Parmi les grands pays de la zone euro, seules l'Allemagne et l'Espagne ont connu un complet redressement du taux d'autofinancement des SNF en 2009 (graphique 4),

bien que pour des raisons différentes. Seules les entreprises espagnoles ont réussi à dégager une augmentation du taux d'épargne, alors qu'en Allemagne c'est la dégradation plus rapide de l'investissement que de l'épargne qui a joué. En France, le taux d'autofinancement a poursuivi la baisse entamée en 2004, alors qu'en Italie, si le rebond du taux d'épargne des entreprises a permis au taux d'autofinancement de récupérer son niveau d'avant la crise, ce dernier demeure à un niveau historiquement faible.

**Graphique 4 : Taux d'autofinancement des sociétés non financières**



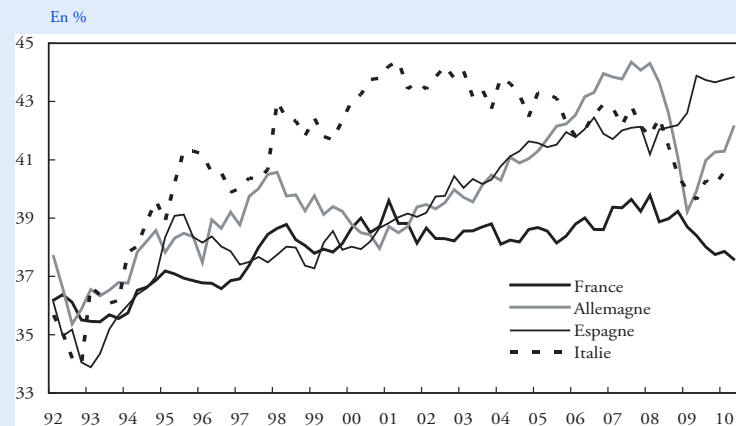
Sources : Instituts nationaux de statistiques, calculs OFCE.

À la fin 2009 la situation économique et financière des entreprises était donc assez hétérogène parmi les grands pays de la zone euro, montrant une capacité de résistance différente face à la crise. Le taux de marge avait subi une nette dégradation partout à l'exception de l'Espagne. Il restait très élevé en Allemagne, il descendait en dessous de la moyenne des vingt dernières années en France, et poursuivait son effondrement à un rythme plus marqué en Italie. Cependant seules les SNF françaises réussissaient à afficher une augmentation de leur rentabilité économique. La profitabilité augmentait néanmoins dans tous les pays, grâce à la diminution des charges d'intérêt. Le taux d'endettement poursuivait sa hausse en France et en Italie et augmentait pour la deuxième année en Allemagne.

Au premier semestre 2010, dans le secteur marchand, le taux de marge a pu se redresser en Allemagne et en Italie à la suite d'une inflexion des coûts salariaux unitaires, mais il poursuit sa baisse en France, où le rythme de progression des coûts salariaux unitaires reste positif et s'accélère (graphique 5). Les rémunérations par salarié ont bien recommencé à croître à un rythme assez soutenu en France et en Italie, plus faible en Allemagne, mais c'est le redressement spectaculaire de la productivité dans les autres pays qui marque la différence par rapport à la France.

Cette reprise moins marquée de la productivité française s'explique par un plus fort ralentissement des destructions d'emploi qu'en Italie et par un moindre dynamisme de l'activité qu'en Allemagne. En Espagne la stabilité des coûts salariaux unitaires s'explique par une décélération à la fois de la productivité et des rémunérations.

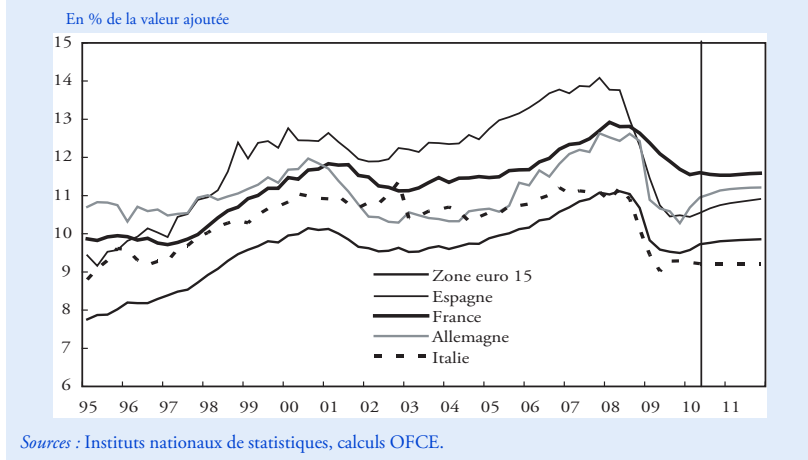
**Graphique 5 : Taux de marge dans le secteur marchand**



Sources : Instituts nationaux de statistiques, calculs OFCE.

Le profil de l'investissement serait encore dynamique au deuxième semestre 2010, tiré par le processus de reconstitution des stocks et par le cycle d'accumulation des pays émergents. Mais l'inflexion de la tendance des échanges ainsi que l'impact négatif des plans de rigueur dans les pays de la zone euro réduiraient le rythme de croissance de la FBCF productive en 2011. Notre scénario prévisionnel pour la zone euro n'inscrit donc pas la partielle récupération du taux d'investissement qui aurait lieu aux États-Unis. La reprise de l'accumulation à un rythme de 1,9 % en 2010 et de 2,9 % en 2011, moins rapide que l'évolution de la demande stable, ne permettrait une hausse que de 0,2 point du taux d'investissement productif. Une dynamique de la FBCF plus soutenue redresserait le taux d'investissement de 0,9 point par rapport au creux de la fin 2009-début 2010 en Allemagne et de 0,5 point de PIB en Espagne (graphique 6). En France et en Italie la reconstitution des capacités de production n'inscrirait qu'une reprise de 0,1 et 0,2 point respectivement du taux d'investissement.

**Graphique 6 : Taux d'investissement productif**

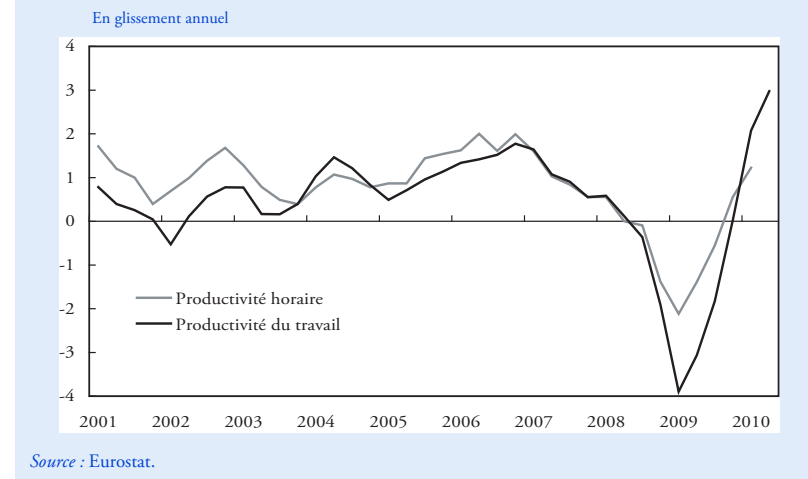


**Emploi : La productivité d'abord**

Depuis le creux atteint au premier trimestre 2008 (7,2 %) le taux de chômage moyen dans la zone euro a crû sans cesse, atteignant 10 % au deuxième trimestre 2010. Après une courte reprise des créations d'emploi au premier trimestre 2010, les destructions nettes d'emploi sont reparties à la hausse au deuxième trimestre. Elles se sont élevées à 4 millions depuis le début du retournement. L'augmentation du nombre de chômeurs fut cependant moindre (3,8 millions de personnes) en raison du retrait d'activité de 192 000 personnes. La baisse de la population active a été plus massive en Allemagne où elle s'inscrit sur une tendance longue de baisse de la population, moins en Italie et en Espagne, où le nombre d'actifs a repris sa croissance au premier semestre 2010 après la baisse en 2009. En France, la population active a continué d'augmenter depuis la crise, le nombre de chômeurs supplémentaires ayant dépassé le nombre d'emplois détruits. Avec des créations d'emplois et moins d'actifs, l'Allemagne a pu afficher une baisse du taux de chômage dès la mi-2009, retrouvant le niveau d'avant la crise (7,0 % au deuxième trimestre 2010), alors que ce dernier a crû de 7,9 points en Espagne, de 2,1 points en France et de 1,9 point en Italie. L'Allemagne et l'Italie ont pu mieux préserver l'emploi grâce à un recours plus massif au chômage partiel. En Allemagne, le nombre de chômeurs partiels a atteint 1,5 million en mai 2009, soit 3,5 % de la population active. En mars 2010, il était encore élevé : 800 000 personnes (1,9 % de la population active). En Italie, le nombre d'heures de chômage partiel qui avait été multiplié par trois en 2009 a encore augmenté début 2010 et demeure à un niveau encore très élevé en septembre. Le résultat a été l'ajustement de la durée du travail le plus important depuis vingt ans.

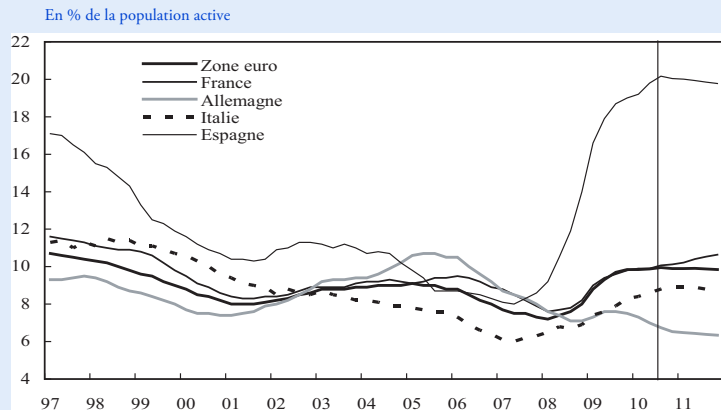
Après le creux du premier trimestre 2009 le cycle de productivité s'est redressé, redevenant positif avec la reprise de l'activité début 2010 (graphique 7). La productivité horaire s'est également rétablie, après avoir connu une moindre dégradation, car l'ajustement de la durée du travail a largement dépassé celui de l'emploi.

**Graphique 7 : Cycles de productivité dans la zone euro**



À l'horizon de la prévision, la productivité continuerait de progresser à un rythme élevé dans la zone euro, bien qu'en ralentissement. Les destructions d'emploi se poursuivraient jusqu'au premier semestre 2011. L'emploi progresserait à un rythme plus soutenu en Allemagne et en Espagne, atone en Italie, alors qu'en France il poursuivrait sa baisse à la fin 2011, si bien que dans l'ensemble de la zone euro, la baisse du chômage ne serait que de 0,2 point d'ici la fin de l'année 2011 (graphique 8).

**Graphique 8 : Taux de chômage**

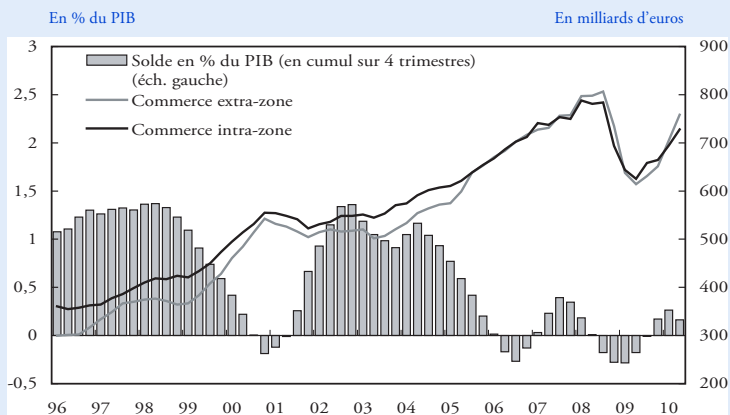


Sources : Instituts nationaux de statistiques, calculs OFCE.

**Commerce extérieur : l'impossible ajustement**

Profitant du mouvement de rattrapage du commerce mondial, la reprise des échanges s'est confirmée dans la zone euro. Au cours du premier semestre 2010, les exportations ont progressé de 3,4 % tandis que les importations augmentaient de 4,2 %. La contribution du commerce extérieur à la croissance fut en conséquence négative, notamment au premier trimestre 2010 où elle s'est élevée à -0,7 point. La décomposition géographique des échanges montre que le commerce extra-zone fut particulièrement dynamique (graphique 9).

**Graphique 9 : Échanges intra et extra zone euro**

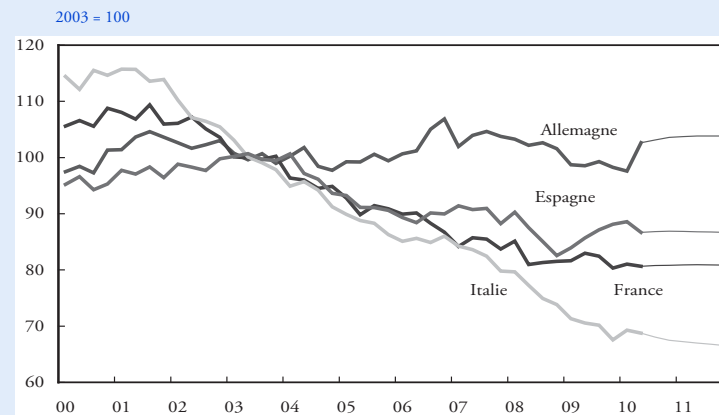


Source : Eurostat.

En valeur, les importations en provenance de pays hors de la zone euro ont crû de 15,4 % sur le semestre alors que le taux de croissance des échanges intra-zone était deux fois plus faible. Le solde commercial de la zone a ainsi enregistré un déficit de 4,3 milliards d'euros (-0,2 point de PIB) au deuxième trimestre. Néanmoins, en cumul sur quatre trimestres, ce solde reste positif.

Parmi les pays de la zone, l'Allemagne fut à nouveau le moteur de la croissance du commerce extérieur. Les exportations allemandes en volume ont augmenté de 8,7 % sur le semestre quand celles de la France, de l'Italie ou de l'Espagne n'ont pas dépassé 6 %. Cette performance permet ainsi à l'Allemagne de reprendre les parts de marché perdues au plus fort de la crise. À l'exception de l'Italie qui continuera à perdre des parts de marché, les positions relatives de ces pays devraient se stabiliser une fois que le mouvement de rattrapage du commerce mondial aura pris fin (graphique 10).

**Graphique 10 : Parts de marché des principaux pays de la zone euro**



Sources : FMI, Comptes nationaux, calculs OFCE.

En ligne avec la croissance de la demande adressée, le rythme trimestriel de la croissance des exportations serait en 2011 de 1,6 % en Allemagne, de 1,5 % en France et de 1,3 % en Espagne. Ce rythme serait insuffisant pour insuffler un dynamisme plus solide à la croissance espagnole. Alors que la demande interne sera contrainte par la consolidation budgétaire, le commerce extérieur n'apporterait pas le soutien dont l'économie espagnole aurait pourtant besoin pour sortir plus rapidement de la crise. La contribution extérieure à la croissance serait positive en fin d'année 2010 mais nulle à chaque trimestre de l'année 2011 dans ce pays. En effet, la demande adressée sera également contrainte par la généralisation des restrictions budgétaires dans tous les autres pays de la zone euro en 2011. Ceci pèsera donc sur la croissance des exportations qui sont pour près de 60 % à

destination d'autres pays de la zone euro. Par ailleurs, à moins d'une sortie improbable de la zone euro, l'Espagne et plus encore la Grèce, ne peuvent espérer regagner en compétitivité vis-à-vis de leurs principaux partenaires qu'à l'issue d'un processus désinflationniste d'autant plus long et coûteux en termes de croissance que les autres pays de la zone euro s'engagent aussi dans la voie de l'austérité. Dans ce schéma, l'Irlande paraît être moins exposée dans la mesure où, malgré une dégradation plus forte des finances publiques, sa position compétitive s'est légèrement améliorée depuis la fin de l'année 2008.

Cette stratégie d'austérité dans l'ensemble de la zone euro est donc totalement contreproductive. Elle réduit la demande intérieure des pays et freine considérablement l'ajustement relatif des pays dont le déficit courant était fortement dégradé et qui tentent aujourd'hui de regagner en compétitivité afin de soutenir leur croissance. Ainsi, pour l'ensemble de la zone euro, les importations, et donc la demande adressée intra-zone, n'augmenteraient en moyenne que de 1,2 % par trimestre en 2011, après une croissance de près de 2 % par trimestre en fin d'année 2010. La demande adressée hors zone euro serait toutefois légèrement plus dynamique, ce qui stimulerait les exportations. Elles progresseraient alors de 1,4 % en rythme trimestriel en 2011. La contribution du commerce extérieur à la croissance de la zone euro serait de 0,1 point par trimestre.

### Finances publiques : sauve qui peut

Contrepartie des plans de relance, des recapitalisations des banques et de la baisse d'activité, les déficits publics se creusent massivement depuis 2007 dans l'ensemble des pays de la zone euro. En 2009, à l'exception du Luxembourg et de la Finlande, aucun des 16 pays membres n'a réussi à respecter le seuil de 3 % fixé par le traité de Maastricht, les pays les plus fragiles affichant même des déficits records (-14,3 % en Irlande, -13,6 % en Grèce, -11,2 % en Espagne, -9,4 % au Portugal, tableau 1). Plus spectaculaire que leur niveau a été la rapidité avec laquelle les déficits se sont creusés : entre 2007 et 2009, le déficit s'est creusé de 14,4 points de PIB en Irlande, de 13,1 points en Espagne, et de 8,5 points en Grèce. Avec un ratio déficit/PIB proche du seuil de 3 %, les pays les plus vertueux sont, en 2009, l'Allemagne, la Finlande et l'Autriche. Viennent ensuite, en position intermédiaire, l'Italie et les Pays-Bas, la Belgique, et enfin la France.

Après deux années consécutives de creusement du solde public en zone euro (déficit de 1,8 % du PIB en 2008 et de 6,1 % du PIB en 2009), l'année 2010 devrait prolonger la tendance, avec un déficit public de 6,3 %. En effet, alors que les pays les plus fragiles ont commencé à réduire leur déficit public, ce sont paradoxalement les pays les moins fragiles de la zone (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Finlande et Autriche) qui contribuent à creuser le déficit. Contrairement à l'année 2009, où les causes de dégradation des soldes publics (stabilisateurs automatiques, plans de relance, contraction du PIB de -4,0 % en moyenne), identiques dans tous les pays, étaient combinées à des causes spécifiques dans certains pays fragiles (recapitalisation du secteur bancaire en Irlande, crise de l'immobilier en Espagne,

etc.), on assiste en 2010 à une divergence des scénarii et à une bipolarisation de la zone euro.

**Tableau 1 : Évolution du solde public dans les pays de la zone euro entre 2007 et 2011**

En % du PIB					
Pays/année	2007	2008	2009	2010 (prévision)	2011 (prévision)
<b>Zone euro 11*</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,0</b>
Allemagne	0,2	0,0	-3,3	-4,8	-3,5
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	-6,4
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,5	-4,8
Espagne	1,9	-4,1	-11,2	-9,7	-7,8
Pays-Bas	0,2	0,7	-5,3	-6,2	-3,5
Belgique	-0,2	-1,2	-6,0	-4,8	-4,1
Irlande	0,1	-7,3	-14,3	-11,6	-10,0
Portugal	-2,6	-2,8	-9,4	-7,3	-5,6
Grèce	-5,1	-7,7	-13,6	-8,7	-7,2
Finlande	5,2	4,2	-2,2	-3,3	-3,0
Autriche	-0,4	-0,4	-3,4	-4,7	-4,0

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

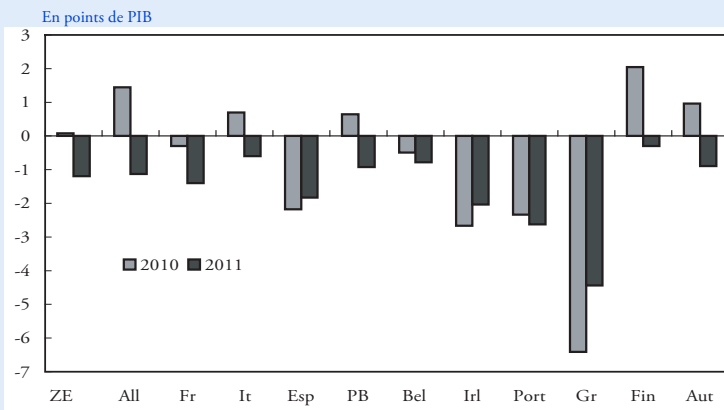
Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2010.

Les quatre pays les plus fragilisés par la crise (Espagne, Grèce, Irlande et Portugal) sont, depuis le début de l'année 2010, confrontés à des craintes sur la soutenabilité de leur dette, ce qui se traduit par une augmentation de la prime de risque exigée par les investisseurs, particulièrement visible sur les taux obligataires à 10 ans (graphique 1). Chaque pays fragilisé a été mis en demeure de réduire son déficit. Des mesures d'austérité ont donc été instaurées dès cette année dans ces pays (encadré), se traduisant par des impulsions budgétaires<sup>2</sup> fortement négatives (graphique 11).

2. L'impulsion budgétaire somme l'effet des mesures spécifiques de relance et des autres mesures structurelles. Elle est donc calculée hors évolution automatique liée au cycle des recettes et des dépenses publiques.



Graphique 11 : Impulsions budgétaires en 2010 et 2011



Source : Prévission OFCE octobre 2010.

### Encadré : Cap sur l'austérité dans les pays fragiles

Sans surprise, c'est la Grèce qui pratiquerait l'impulsion négative la plus forte. Entre janvier et mars 2010, elle a adopté trois programmes fiscaux successifs, combinant hausses des prélèvements obligatoires (taxe sur les grandes fortunes, augmentation de la TVA de 19 à 21 %, augmentation des taxes sur les alcools, le tabac et les carburants), coupes salariales dans la fonction publique (gel des embauches, réduction des primes, gels des plus hauts salaires), privatisations et réforme des retraites, pour une économie globale de 4,8 milliards d'euros. En mai 2010, un nouveau programme d'austérité a été élaboré, conjointement avec le FMI et la Commission européenne, visant à économiser 30 milliards d'euros supplémentaires (soit 11 points de PIB) d'ici 2013. Ce programme prévoit l'augmentation des recettes de l'État grec de 7,8 milliards d'euros d'ici 2012, notamment grâce à une nouvelle hausse de deux points de la TVA (entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2010), une augmentation des taxes sur l'alcool, le tabac et les carburants et la création d'un impôt sur les constructions illégales. La réduction des dépenses (suppression des 13<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> mois de salaire des fonctionnaires et des 13<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> mois de pension des retraités, réforme des retraites, baisse des investissements publics) devrait également permettre une économie de 7,6 milliards d'euros d'ici 2012.

En Irlande, l'heure est également à la restriction : après des économies budgétaires de 3 milliards d'euros en 2009, ce sont 4 milliards d'euros (soit 2,5 points de PIB) qui ont été économisés en 2010, dont 980 millions d'euros de dépenses courantes, 960 millions d'euros de projets d'investissement et 760 millions d'euros de dépenses sociales. En outre, même si ces mesures n'apparaissent pas dans le déficit public au sens du traité de Maastricht<sup>1</sup>, l'Irlande doit supporter le poids de la recapitalisation de ses banques<sup>2</sup>. La réduction des dépenses devrait se poursuivre en 2011, pour un montant supérieur à 3 milliards d'euros. Le détail des mesures pour les quatre prochaines années sera précisé en novembre 2011.

En Espagne, dans le cadre d'un plan global d'économies de 50 milliards d'euros (soit 5 % du PIB) d'ici 2013, le gouvernement a adopté, en mai 2010, un décret-loi prévoyant

des économies de 15 milliards pour 2010 et 2011. La rigueur passera à la fois par une hausse des recettes fiscales (hausse de la TVA, hausse de l'impôt sur les revenus du capital, fin d'une déduction d'impôt sur le revenu mise en place en 2008) et par une baisse des dépenses, *via* une baisse des salaires des fonctionnaires de 5 % en moyenne dès le mois de juin et une baisse de l'investissement. En 2011, les réductions de dépenses devraient s'amplifier, avec l'instauration d'un gel du salaire des fonctionnaires et des pensions de retraite, et la poursuite de la diminution de l'investissement public.

Quant au Portugal, le vote du budget 2011, qui doit avoir lieu avant le 15 octobre, s'annonce sous le signe de l'austérité, dans le sillage du plan annoncé en mai 2010. Le retour du déficit en dessous des 3 %, prévu en 2013, passe essentiellement par la réduction des dépenses : diminution de 5 % de la masse salariale dans le secteur public, grâce à la baisse des salaires supérieurs à 1 500 euros (pouvant aller jusqu'à 10 % pour les salaires les plus élevés), non remplacement d'un départ à la retraite sur deux, plafonnement de certaines niches fiscales, diminution du revenu minimum d'insertion, réduction voire disparition de certaines allocations (notamment celles pour l'emploi des jeunes). Une nouvelle augmentation de TVA est également prévue : après une hausse de 1 point en juillet 2010, la TVA augmenterait de 2 points pour passer à 23 %.

1. Les recapitalisations ne creusent pas le déficit public, puisqu'il s'agit d'une opération en capital et non en compte courant.

2. L'Irlande doit faire face à une forte hausse du coût de sauvetage de son système bancaire. L'État, qui a déjà injecté 22,9 milliards d'euros dans l'Anglo Irish Bank, devrait consentir un effort supplémentaire de 6,4 milliards d'euros en principe, et 11,4 milliards d'euros dans la pire des hypothèses. En outre, Allied Irish a besoin de 3 milliards d'euros supplémentaires avant la fin de l'année, et Irish Nationwide de 2,7 milliards. Au total, ce sont donc 40 milliards d'euros supplémentaires (20 points de PIB) qui pourraient s'ajouter aux 18,2 milliards d'euros de déficit prévus cette année.

L'ensemble des mesures restrictives mises en place devrait se traduire par une résorption du déficit en 2010 de 4,9 points en Grèce, de 2,7 points en Irlande, de 2,1 points au Portugal et de 1,5 point en Espagne. La contrepartie de ces mesures a été l'impact négatif sur la croissance : en 2010, le PIB se contracterait de 3,6 points en Grèce, de 0,2 point en Espagne et de 0,5 point en Irlande. Malgré les mesures de rigueur, le PIB croîtrait de 1,5 % en 2010 au Portugal, en raison d'un effet d'acquis.

Les autres pays de la zone profitent de taux d'intérêt obligataires bas<sup>3</sup>, et ne veulent pas compromettre le retour de la croissance par des politiques restrictives, d'autant que l'activité a encore besoin de soutien public, le financement privé tardant à soutenir l'investissement. En conséquence, en 2010, leurs impulsions budgétaires sont positives (Allemagne, Italie, Pays-Bas, Finlande, Autriche), ou faiblement négatives (France, Belgique).

En 2011, en revanche, la cure d'austérité serait généralisée en zone euro, l'objectif prioritaire étant de réduire les déficits. En effet, les craintes sur la soutenabilité des finances publiques perdurent, et les taux d'intérêt, qui sont actuellement à un niveau bas historique, devraient nécessairement augmenter avec la reprise économique mondiale, creusant un peu plus les déficits. Par conséquent,

3. Fin août 2010, les taux des obligations à 10 ans de la zone euro (hors Grèce) sont passés en dessous des 3 %.

les impulsions budgétaires fortement négatives se poursuivraient dans les pays fragilisés (-4,4 points de PIB en Grèce, -2,6 au Portugal, -2,0 en Irlande, -1,8 en Espagne). Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance atteindrait 1,7 % en 2011, comme en 2010, mais cette fois en présence d'une impulsion budgétaire fortement négative, amputant la croissance à hauteur d'un point de PIB.

impulsion négative de 0,6 point, pesant surtout sur les dépenses des collectivités locales, améliorerait le déficit, à 4,8 %.

Malgré ces mesures, des incertitudes demeurent. D'abord, dans les pays fragiles, où une cure d'austérité trop rigoureuse risque fort d'achever le malade : en 2011, un sixième de l'impulsion budgétaire négative en zone euro, soit -0,2 point, serait imputable à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce réunis, alors qu'ils ne représentent que 6 % du PIB de la zone. Alors que ces pays connaissent la récession, ou au mieux une croissance faible, les engagements de réduction du déficit sont à prendre avec circonspection. Quant aux autres pays, il semble peu probable qu'ils parviennent à respecter les engagements pris dans le cadre des programmes de stabilité et de convergence (tableau 2), en particulier ceux qui ne commenceront leur cure d'austérité qu'en 2011.

**Tableau 2 : Date de retour annoncée du déficit public dans les limites du Pacte de stabilité et de croissance**

2011	2012	2013	2014 ou après
Finlande	Belgique	Allemagne	Irlande
Malte	Italie	Autriche	Luxembourg
	Slovaquie	Chypre	Pays-Bas
		Espagne	Grèce
		France	
		Portugal	
		Slovénie	

Sources : Programmes de stabilité et de convergence (avril 2010), *Economic Adjustment Programme for Greece*, ECFIN (mai 2010).

Parmi les trois plus grands pays, la France serait celui qui pratiquerait l'impulsion budgétaire négative la plus forte en 2011 (-1,4 point de PIB). Après avoir atteint 7,7 % du PIB en 2010, le déficit public français devrait se réduire de 1,3 point de PIB en 2011, dans un contexte de croissance molle (1,6 % en 2011). Les mesures restrictives devraient se matérialiser par la réduction des niches fiscales et sociales pour 10 milliards d'euros (0,5 point de PIB), la fin complète des mesures de relance (0,3 point de PIB) et la hausse structurelle des prélèvements obligatoires (0,4 point de PIB), liée principalement aux effets de trésorerie induits par la réforme de la taxe professionnelle (TP) à laquelle s'ajoute la variation de l'élasticité des recettes fiscales au PIB<sup>4</sup>. En Allemagne, les plans de relance votés en 2008 et 2009 avaient déployé leurs effets en 2010, faisant profiter la reprise d'une impulsion budgétaire positive de 1,4 point de PIB. Le déficit s'était dégradé en conséquence, passant de 3,3 % en 2009 à 4,8 % en 2010. En 2011, la disparition progressive des dépenses liées aux plans de relance conduirait à une impulsion négative de 0,8 point à laquelle s'ajouterait l'effet du plan de rigueur présenté en juin pour 0,3 point supplémentaire. Ceci permettrait une réduction du déficit à 3,5 %, accélérant le processus de rééquilibrage des comptes publics prévu initialement pour 2013. En Italie, où la dégradation du solde public a été surtout conjoncturelle en 2009, l'amélioration de la composante cyclique du solde a permis au déficit de se stabiliser à 5,5 % en 2010, malgré une impulsion positive de 0,7 point. En 2011, une

4. Les recettes fiscales qui avaient été plus que proportionnellement amputées par la chute du PIB bénéficient de la reprise de la croissance.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2009				2010				2011			2008	2009	2010	2011	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3					T4
PIB	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	-4,0	1,7	1,7
PIB par tête	-2,6	-0,3	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	-4,2	1,6	1,5
Consommation des ménages	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	-1,1	0,7	0,8
Consommation publique	0,7	0,6	0,5	-0,1	0,2	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	2,3	2,5	1,4	0,5
FBCF totale <i>dont</i>	-5,3	-2,0	-1,1	-1,2	-0,4	1,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	-1,1	-11,3	-0,1	2,3
FBCF productive	-10,2	-2,6	-0,1	-0,2	1,1	2,6	0,9	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	-15,9	2,8	3,0
FBCF construction totale <i>dont</i>	-1,5	-1,5	-1,8	-1,9	-1,5	1,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,4	-2,7	-7,7	-3,1	1,1
FBCF logement	-2,3	-2,3	-2,5	-1,9	-0,4	1,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	-5,5	-10,4	-2,7	1,1
Exportations de biens et services	-7,9	-1,3	2,8	2,0	2,4	4,4	2,0	1,8	1,4	1,4	1,4	1,4	0,6	-12,9	10,8	7,2
Importations de biens et services	-7,3	-2,8	2,6	1,3	4,0	4,4	2,0	1,9	1,3	1,2	1,2	1,2	0,5	-11,6	9,8	6,7
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	-0,9	-0,4	-0,4	0,5	0,7	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,2	-0,5	0,8	1,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	-2,6	0,5	1,0
Variations de stocks	-1,0	-0,4	0,5	0,0	0,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,7	1,4	0,4
Commerce extérieur	-0,3	0,6	0,1	0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	-0,2	0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,1	1,5	1,6	1,5	1,4	1,1	1,1	1,1	3,3	0,3	1,4	1,1
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	9,3	9,7	9,8	9,9	10,0	10,0	9,9	9,9	9,9	9,9	9,8	7,6	9,4	9,9	9,9
Solde courant, en points de PIB																
Solde public, en points de PIB																
Impulsion budgétaire																
PIB USA	-1,2	-0,2	0,4	1,2	0,9	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,0	-2,6	2,6	1,7

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

Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2010.