

ZONE EURO : CONVALESCENCE¹

PERSPECTIVES 2014-2015 POUR L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE

Département analyse et prévision, Céline Antonin, Christophe Blot,
Sabine Le Bayon et Danielle Schweisguth

La zone euro a renoué avec la croissance. Pour le troisième trimestre consécutif, le PIB a légèrement progressé. Pour autant, la situation macroéconomique de la zone euro reste critique. La croissance est pour l'instant bien trop fragile pour enclencher une dynamique de reprise significative. Dans certains pays, le PIB a continué de reculer au quatrième trimestre 2013. Dans d'autres, c'est le chômage qui se maintient à des niveaux records et qui progresse même encore, en raison d'une progression trop faible de l'activité. Les politiques budgétaires restrictives ont de nouveau pesé sur la demande en 2013. Leur dimension procyclique devrait néanmoins s'atténuer en 2014 et 2015. Du côté de la politique monétaire, la BCE maintient le taux d'intérêt directeur à un niveau de 0,25 point mais tarde à engager des actions plus significatives pour soutenir la croissance et accélérer le processus, en cours, de convergence des taux longs. Les enquêtes sur le crédit indiquent une normalisation des conditions d'offre de crédits mais aussi le faible dynamisme de la demande. Dans ces conditions, nous anticipons une accélération de la croissance en 2014, en grande partie liée à une impulsion budgétaire négative (0,2 point au lieu de 0,7 en 2013). Portée par une moindre accélération du commerce extérieur et le début d'une reprise de l'investissement, la croissance atteindrait 1,3 % en 2014 puis accélérerait à 1,6 % en 2015. Avec un PIB toujours inférieur de 2,7 % à son niveau d'avant crise, ce rebond de la croissance est encore trop faible pour avoir un impact significatif sur le chômage. Il baisserait en 2014 et 2015 sur l'ensemble de la zone euro mais seulement de 0,2 puis 0,3 point. Or avec un taux de chômage qui serait encore de 11,4 % en fin d'année 2015, le risque déflationniste va continuer à s'accroître. L'évolution récente des prix reflète cette situation avec une inflation qui ralentit depuis la fin de l'année 2011 et un risque accru de voir les anticipations s'ancrer sur un scénario de baisse des prix.

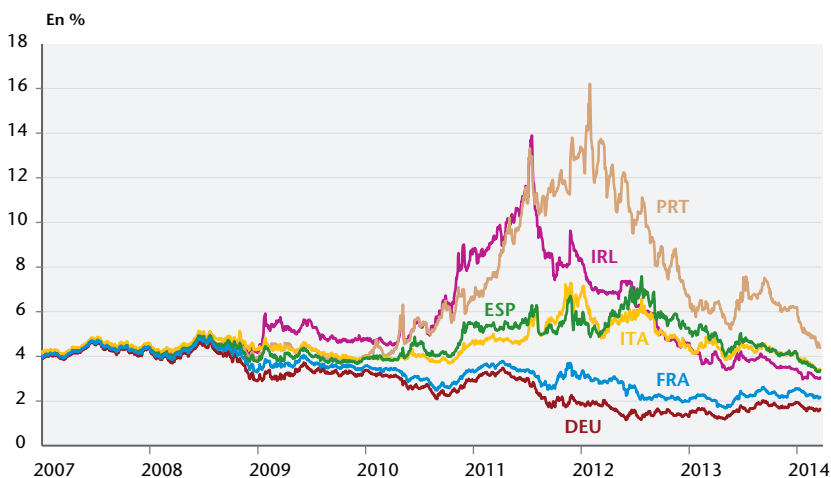
1. Cette étude intègre les informations disponibles au 14 avril 2014.

Les premières estimations du PIB pour le quatrième trimestre 2013 confirment le retour de la croissance dans la zone. Depuis le deuxième trimestre, la progression du PIB est modérée, mais elle concerne progressivement une part plus importante de pays de la zone euro. Ainsi, en fin d'année 2013, l'Italie et l'Espagne renouent avec la croissance et seuls l'Estonie, Chypre et la Finlande ont enregistré un recul de l'activité. Deux éléments principaux expliquent le rebond de cette croissance. D'une part, la politique budgétaire a été globalement moins restrictive en 2013 qu'en 2012 : -0,7 point de PIB d'impulsion négative pour l'ensemble de la zone euro contre -1,7. D'autre part, le mouvement de convergence des taux d'intérêt à long terme sur les obligations publiques s'est poursuivi en 2013 (graphique 1). Les taux allemands ou français ont légèrement augmenté tandis qu'ils ont baissé en Italie, en Espagne ou en Irlande et plus récemment au Portugal.

La zone euro reste cependant engluée dans une situation de chômage de masse avec une croissance pour l'instant insuffisante pour permettre une décrue du chômage. En glissement annuel, la progression du PIB s'établit à seulement 0,5 % pour l'ensemble de la zone euro au quatrième trimestre 2013. Elle est encore négative en Italie (-0,9 %) et en Espagne (-0,2 %). Le chômage en zone euro se stabilise autour de 12 % à la fois parce que l'emploi a cessé de se contracter mais aussi parce que la population active potentielle recule légèrement. Dans ce contexte, les tendances déflationnistes s'intensifient car le niveau de la demande est bas, que l'écart de production reste important et que la situation sur le marché de l'emploi pousse à la baisse des salaires. La dynamique de l'inflation dans la zone euro depuis la fin de l'année 2011 reflète cette situation avec un mouvement de désinflation qui se poursuit. La première estimation de l'indice harmonisé des prix à la consommation pour le mois de mars 2014 indique une progression de 0,5 %. L'inflation ralentit donc largement par rapport à son niveau de fin d'année 2012 (2,3 %). La contribution de l'énergie à la hausse de l'indice global a certes diminué mais l'inflation sous-jacente est passée de 1,6 % au troisième trimestre 2012 à 0,8 % au quatrième trimestre 2013².

2. Sur les mois de janvier et février 2014, l'inflation sous-jacente atteint respectivement 0,8 et 1 %.

Graphique 1. Taux d'intérêt publics dans la zone euro

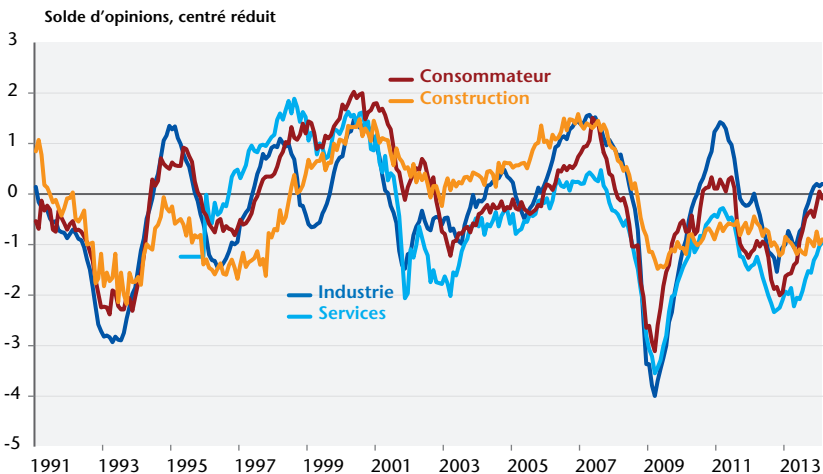


Source : Datastream.

Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, les services ou auprès des ménages continuent de s'améliorer (graphique 2), laissant entrevoir la poursuite de la croissance pour le début de l'année 2014. Bien que l'orientation des politiques budgétaires soit toujours restrictive, l'austérité s'atténuera progressivement et pèsera moins sur l'activité qu'en 2012 et 2013. La politique monétaire apportera également un soutien à l'activité. Les taux directeurs de la BCE seront maintenus à leur niveau historiquement bas et l'efficacité de la transmission de la politique monétaire sera sans doute renforcée par la fin de la crise des dettes souveraines dans la zone euro, ce que traduit notamment le mouvement de baisse des écarts de taux d'intérêt à long terme entre les pays en crise et l'Allemagne. Nous anticipons une progression du PIB de 1,3 % en 2014 dans l'ensemble de la zone euro. L'Allemagne, la Belgique et l'Irlande seraient les pays où le PIB croîtrait le plus rapidement. En Espagne, en France et aux Pays-Bas, la croissance s'établirait entre 1,2 % et 1,4 %. Elle serait plus lente en Italie (0,7 %). Cette reprise sera notamment tirée par l'investissement. La dynamique de la FBCF (formation brute de capital fixe) au quatrième trimestre 2013 annonce l'enclenchement d'un cycle d'investissement qui pourrait démarrer dès 2014. Mais cette amélioration du climat conjoncturel n'entraînera pas une réduction significative du taux de chômage. Celui-ci ne baissera que de

0,2 point en 2014 et de 0,3 en 2015, sous l'effet d'une croissance légèrement plus élevée (1,6 % en 2015). A ce rythme, il faudra encore de nombreuses années pour que la zone euro retrouve un taux de chômage de 7,5 %, le niveau d'avant la crise. Les reprises des créations d'emplois seront notamment freinées par la fermeture des cycles de productivité. Dans ces conditions, les pressions déflationnistes constitueront toujours une menace pour la zone euro. À l'exception de l'Allemagne, le chômage élevé pèsera sur la progression des salaires. Nous n'anticipons pas une entrée en déflation de la zone euro dans son ensemble même si la persistance de l'inflation, et notamment de l'inflation sous-jacente, à un niveau inférieur à 1 % plonge la zone euro dans une situation à risque où les anticipations sont susceptibles de basculer et d'entraîner la zone dans la déflation. C'est sans doute d'ores et déjà le cas en Grèce et au Portugal ; l'Espagne s'en approche dangereusement. Ce risque pourrait être renforcé dans l'éventualité d'une appréciation de l'euro réduisant l'inflation importée. L'enclenchement d'un processus déflationniste pourrait menacer les efforts de désendettement public comme privé. Inversement, notre scénario ne tient pas compte d'un éventuel assouplissement supplémentaire de la politique monétaire. La communication récente de la BCE reste cependant assez floue sur cette éventualité. D'une part, certains membres du Conseil des gouverneurs ont fait des déclarations publiques indiquant que la BCE pourrait, si elle le jugeait

Graphique 2. Indicateurs de confiance dans la zone euro



nécessaire, prendre des mesures supplémentaires d'assouplissement de la politique monétaire. D'autre part, les communiqués à l'issue des réunions de la BCE semblent indiquer qu'étant donné le niveau actuel de l'inflation et les anticipations de la BCE, l'orientation de la politique monétaire reste appropriée, fermant alors la porte à une action supplémentaire.

1. Des politiques macroéconomiques toujours pro-cycliques mais moins défavorables

La zone euro est encore dans une situation de double récession dont la seconde phase résulte directement du choix de la politique de restriction budgétaire adopté par l'ensemble des pays membres alors même que les pays de la zone euro³ n'avaient pas encore effacé les effets du choc financier qui avait entraîné une chute de l'activité de plus de 5 % entre la mi-2008 et la mi-2009. Ce changement d'orientation avait fait avorter la reprise qui avait débuté au troisième trimestre 2009, entraînant la zone euro dans une nouvelle récession. La baisse du PIB fut ininterrompue pendant cinq trimestres (du quatrième trimestre 2011 au premier trimestre 2013). Cette phase de recul de l'activité a été moins forte que la première – la baisse du PIB étant de 1,5 % –, mais le cumul de ces deux événements plonge la zone euro dans une situation où les déséquilibres macroéconomiques et sociaux seront longs à résorber⁴. Depuis le premier trimestre 2008, la zone euro a détruit 5,4 millions d'emplois et le nombre de chômeurs s'est accru de 7,7 millions de personnes dont près de 50 % vivent en Espagne.

Tant que l'orientation des politiques budgétaires restera procyclique, les pays de la zone euro peineront à sortir de ce second épisode récessif. En 2013, elles ont encore fortement pesé sur la croissance, même si elles ont été globalement moins restrictives qu'en 2012 (tableau 1). C'est en particulier le cas pour l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. En Allemagne, la politique budgétaire est devenue neutre en 2013 alors qu'en France, l'impulsion a été équivalente à ce qu'elle avait été en 2012 (-1,2 point de

3. OFCE, 2013 : « Zone euro : le calice de l'austérité jusqu'à la lie », *Revue de l'OFCE Collection Analyse et prévisions*, 129.

4. Le second rapport iAGS (voir <http://www.ofce.sciences-po.fr/publications/si2014.htm>) apporte de nombreux développements sur ces déséquilibres.

PIB). Il en va de même pour les Pays-Bas. Sur l'ensemble de la zone euro, le cumul des plans de consolidation s'est réduit d'1 point de PIB, soit près de 100 milliards d'euros en 2013 par rapport à 2012.

Tableau 1. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2012	2013	2014	2015
DEU	-1,0	0,0	0,3	0,1
FRA	-1,1	-1,2	-0,7	-0,6
ITA	-2,7	-0,4	0,4	0,0
ESP	-3,7	-1,6	-0,6	-0,6
NLD	-1,1	-1,2	-1,0	-1,0
BEL	-0,7	-0,9	-0,5	-0,9
IRL	-1,9	-2,1	-1,8	-1,1
PRT	-3,7	-2,1	-0,5	-0,5
GRC	-5,4	-1,7	-1,3	-0,9
AUT	-1,1	-0,4	-0,4	-0,3
FIN	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2
EUZ	-1,7	-0,7	-0,2	-0,3

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

Ce facteur a contribué à la sortie de la récession qui est intervenue au deuxième trimestre 2013 et qui s'est confirmée au cours des deux trimestres suivants. En glissement annuel, le PIB progressait de 0,5 % au quatrième trimestre 2013 contre un recul de 1,5 % quatre trimestres auparavant. Il y a donc bien une accélération de la croissance même si, en moyenne annuelle, le PIB recule encore de -0,4 % en 2013 après une baisse de -0,6 % pour l'année 2012 (tableau 2). Ce rebond de l'activité reste cependant hétérogène. Bien que l'Allemagne n'ait pas connu d'épisode récessif, la croissance avait nettement faibli à partir du deuxième trimestre 2012 ; le PIB ayant même reculé de 0,5 % au quatrième trimestre 2012. Si l'austérité y a été globalement beaucoup moins marquée que dans les autres pays, l'Allemagne avait pâti du ralentissement de la demande en provenance de ses partenaires européens. En 2013, l'arrêt des mesures de consolidation au niveau national ainsi que la moindre austérité dans les autres pays de la zone euro ont permis à l'activité de repartir, stimulée notamment par l'investissement et par un boom des exportations (+2,6 %) au quatrième trimestre. Après neuf trimestres de recul de l'activité, l'Italie et l'Espagne ont

certes renoué avec une croissance positive du PIB (respectivement au quatrième et troisième trimestre) mais conservent un écart de production très dégradé. La situation sur le marché du travail a continué de se dégrader en 2013 avec des pertes d'emploi : près de 460 000 en Italie et 530 000 en Espagne. En Grèce, le PIB a poursuivi sa chute, baissant de 3,7 % en 2013 après 6,4 % en 2012. Depuis 2007, la baisse totale du PIB de la Grèce excède 23 %.

Tableau 2. Croissance dans la zone euro

En %

	2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
DEU	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	1,8	1,7
FRA	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	1,2	1,6
ITA	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	-1,8	0,7	1,0
ESP	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-1,2	1,2	2,0
NLD	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,8	1,4	1,1
BEL	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	1,9	1,7
IRL	0,1	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,0	1,9	1,7
PRT	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	-1,4	1,4	1,4
GRC	0,3	0,6	1,6	2,2	-1,0	-0,9	-0,4	-0,4	-3,7	-0,3	0,6
AUT	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,6
FIN	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	-1,5	0,8	1,8
EUZ	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,4	1,3	1,6

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

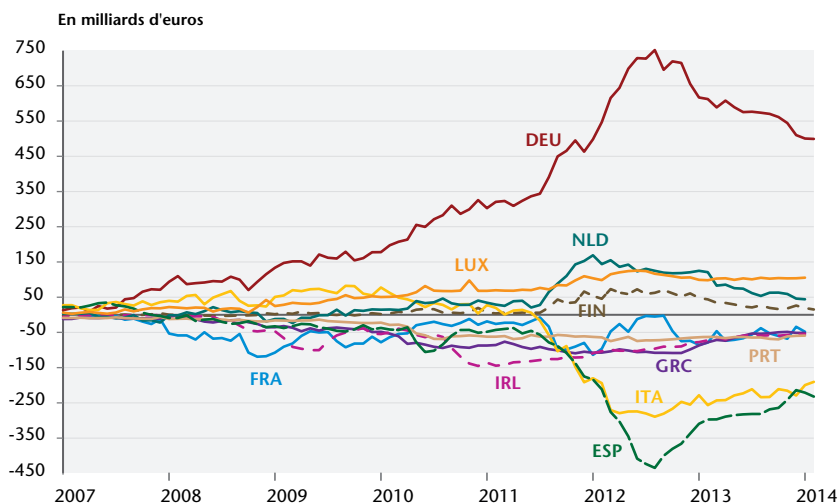
Le rebond de l'activité est plus significatif en France, avec une croissance de 0,8 % sur les trois derniers trimestres de 2013. De même, aux Pays-Bas, la croissance a accéléré progressivement passant de 0,1 % au deuxième trimestre à 0,7 % au quatrième. Pourtant, dans ces deux pays, les politiques budgétaires ont été aussi restrictives en 2013 qu'elles l'étaient en 2012. Pour 2013, le budget prévoyait des mesures d'économies budgétaires de 36 milliards d'euros au total, réparties entre réduction des dépenses (8 milliards) et augmentation d'impôts (28 milliards). Aux Pays-Bas, les mesures d'austérité prises par le deuxième gouvernement de Mark Rutte en 2012 ont amplifié le plan de consolidation qui avait été initialement adopté en 2011. Pour autant, la moindre austérité menée chez les partenaires européens a contribué au regain de croissance. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2013, la

demande adressée à la France et aux Pays-Bas a progressé respectivement de 1,4 % et de 0,9 % contre une augmentation respective de 0,4 % et 0,5 % en 2012. L'Irlande se trouve dans une situation assez proche. Malgré la poursuite de l'austérité, le pays sort de la récession et retrouve le chemin d'une croissance dynamique, en grande partie grâce au commerce extérieur et à l'investissement des entreprises, principalement multinationales. Le PIB par tête reste cependant inférieur à son niveau d'avant-crise et, bien qu'en baisse, le chômage touche encore plus de 12 % de la population active.

Par ailleurs, les risques d'éclatement de la zone euro se sont dissipés. Le renforcement de la gouvernance macroéconomique ainsi que les annonces de la BCE en septembre 2012 avaient largement permis de faire baisser les primes de risques sur les taux d'intérêt à long terme de l'Italie, l'Espagne, l'Irlande... en écartant notamment le risque d'un défaut non ordonné sur la dette souveraine. Il s'en est suivi un mouvement de convergence des taux d'intérêt publics qui s'est répercuté sur les taux appliqués par les banques sur les nouveaux crédits. Entre juillet 2012 et décembre 2013, les taux sur les crédits immobiliers ont ainsi baissé de 0,5 point en Italie et au Portugal. La baisse a été moins marquée en Espagne (0,3 point)⁵. La baisse des taux sur les prêts aux entreprises – inférieurs à 1 million d'euro – y a été bien plus forte (0,5 point) et supérieure à celle observée en Allemagne (0,2). Par ailleurs, les évolutions observées sur le marché interbancaire témoignent également d'une accalmie. L'Espace bancaire européen est toujours fragmenté mais le pic de la crise semble être passé comme le reflète le repli des déséquilibres financiers entre banques centrales tel que mesurés par les soldes TARGET (graphique 3) ainsi que la diminution de la taille du bilan de la BCE. L'encours des refinancements accordés par la BCE dans le cadre de ses opérations de politique monétaire est ainsi passé de 1 260 milliards d'euro en juillet 2012 à 716 milliards en janvier 2014, reflétant les remboursements anticipés effectués par les banques sur les opérations de refinancement à trois ans lancées par la BCE en décembre 2011 et février 2012.

5. En Irlande, les taux sur les nouveaux crédits immobiliers ont augmenté de 0,32 point.

Graphique 3. Soldes TARGET



Note : Les soldes TARGET mesurent les positions créditrices des banques centrales nationales à l'égard de la BCE. Ces positions sont liées aux demandes de refinancement ou de dépôts des institutions de crédits auprès des banques centrales nationales dans le cadre des opérations de politiques monétaires.

Sources : Euro crisis monitor, Osnabrück University.

Ce schéma va se renforcer en 2014 et 2015. D'une part, l'austérité budgétaire sera encore atténuée puisque pour l'ensemble de la zone euro, l'impulsion passera de -0,7 point de PIB en 2013 à -0,2 en 2014 puis -0,3 en 2015. L'écart entre 2014 et 2015 tient notamment au fait que l'orientation de la politique budgétaire allemande sera expansionniste en 2014 alors qu'elle redeviendrait neutre en 2015. Le reste de la zone euro maintiendra une politique budgétaire modérément restrictive. La croissance sera donc moins freinée mais le maintien de politiques pro-cycliques empêchera l'enclenchement d'une véritable dynamique de reprise. En dehors de l'Allemagne, l'Italie mènerait également une politique budgétaire expansionniste en 2014, le nouveau gouvernement italien ayant annoncé le remboursement des arriérés de paiement aux entreprises ainsi qu'une baisse d'impôts pour un montant de 10 milliards d'euros, dont une partie seulement serait financée par des économies sur les dépenses⁶. Dans la majorité des autres pays, les efforts de réduction des déficits budgétaires se poursuivront, notamment afin de respecter l'objectif de 3 % pour le déficit budgétaire. La

6. Voir dans ce numéro la fiche pays « Italie : une lueur au bout du tunnel ? ».

France, l'Espagne, les Pays-Bas maintiendront des efforts d'économies assez stables entre 2014 et 2015, ce qui devrait leur permettre de respecter les nouvelles échéances de réduction du déficit fixées en mai 2013 par la Commission européenne (tableau 3). Il y a plus d'incertitude sur l'évolution de l'impulsion budgétaire de l'Irlande. Le gouvernement irlandais a réussi jusqu'ici à tenir les engagements intermédiaires. Etant donné l'estimation actuelle de l'effort budgétaire pour 2015, il n'est pas garanti que la cible de 3 % soit atteinte en 2015. Par conséquent, si l'orientation de la politique budgétaire sera encore un frein pour la croissance de certains pays, il n'en demeure pas moins que l'effort budgétaire freinera moins la demande intérieure qu'en 2013 et 2012. Ce faisant, les perspectives de demande vont se renforcer, ce qui améliorera également la demande extérieure de la zone euro. Celle-ci passerait en effet de 1,6 % en 2013 à 3,2 % en 2014 et 4,2 % en 2015. Les pays de la zone euro ne sortiraient donc pas complètement de la crise. La cure d'austérité sera atténuée mais restera un frein à des perspectives de croissance qui auraient été autrement plus dynamiques.

Tableau 3. Soldes budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

	2013	2014	2015	Objectif de 3 % en
DEU	-0,1	-0,1	0,0	
FRA	-4,3	-3,7	-3,0	2015
ITA	-3,0	-3,0	-2,6	
ESP	-7,1	-6,1	-5,2	2016
NLD	-2,5	-2,6	-1,7	2014
BEL	-2,7	-2,4	-1,3	2013
IRL	-7,2	-5,2	-4,4	2015
PRT	-4,9	-3,8	-2,4	2015
GRC	-7,8	-3,3	-2,1	2015
AUT	-2,3	-1,8	-1,5	
FIN	-2,5	-2,6	-2,2	
EUZ	-2,8	-2,5	-1,9	

Sources : Eurostat, Prévisions OFCE avril 2014.

Par ailleurs, les tensions financières vont continuer à s'apaiser même si, dans certains pays, les ratios de prêts non performants pèsent toujours sur la situation financière des banques. C'est notamment le cas en Espagne et en Irlande. Les risques d'instabilité

liés à une crainte de défaut souverain sont apaisés et ne devraient pas ressurgir. Le mouvement de convergence des taux d'intérêt de long terme se poursuivrait, ce qui bénéficierait notamment à l'Italie et à l'Espagne dont les taux continueraient à baisser. Nous anticipons ainsi un resserrement de l'écart de taux vis-à-vis du taux allemand de long terme avec des taux italiens et espagnols baissant progressivement vers 3 % tandis que le taux allemand augmenterait très modérément – de seulement 0,3 point – pour se stabiliser autour de 2 %. Le taux à long terme de la France changerait peu en moyenne sur la période.

Dans ce contexte, nous anticipons une croissance de 1,3 % pour la zone euro en 2014 et de 1,6 % en 2015. Poussée par le soutien de la politique budgétaire et la mise en place progressive du salaire minimum, la croissance allemande s'établirait à 1,8 % en 2014 puis 1,7 % l'année suivante⁷. L'Italie bénéficierait également d'une légère expansion budgétaire et verrait son PIB progresser de 0,7 % en 2014. L'enclenchement du cycle d'investissement stimulerait également la croissance qui atteindrait 1 % en 2015. La croissance de la France et de l'Espagne atteindrait 1,2 % en 2014, tandis qu'elle serait de 1,4 % aux Pays-Bas. Elle serait encore freinée dans ces pays par la politique budgétaire au même titre qu'en Irlande, au Portugal ou en Grèce. Si les pays avaient fait le choix de mener une politique budgétaire neutre, la croissance dans la zone euro aurait gagné 0,4 point en 2014 et 0,5 en 2015 (tableau 4) ce qui aurait permis une baisse significative du chômage. En écart à notre prévision de chômage, la baisse pour l'année 2015 aurait été de 0,8 point en France, de 1 point en Espagne, de 1,2 point aux Pays-Bas. Le chômage aurait également baissé en Allemagne dans la mesure où l'effet positif de la moindre contraction budgétaire dans le reste de la zone euro l'emporterait sur une orientation plus restrictive, en variante, de la politique budgétaire allemande. Par contre, ce scénario de politique budgétaire neutre pour l'ensemble des pays de la zone euro serait moins favorable à l'Italie puisque la croissance baisserait de 0,2 point en 2014. Cette différence relative avec l'Allemagne s'explique par la valeur des multiplicateurs budgétaires. Dans notre scénario central, l'écart de production est plus creusé en Italie qu'en Allemagne ce qui induit une valeur plus

7. Voir dans ce numéro la fiche pays « Allemagne : à contre-courant ».

élevée des multiplicateurs budgétaires en Italie. Dans ces conditions le passage d'une impulsion positive (+0,4 dans le scénario central) à une impulsion nulle n'est pas compensé par le fait que les autres pays de la zone euro font moins d'austérité. Les gains de croissance les plus forts sont obtenus pour les pays où la réduction de l'impulsion est la plus forte (Irlande, Grèce, Portugal notamment) et où l'écart de production est le plus important, ce qui correspond au cas où les multiplicateurs sont les plus élevés. Dans le scénario de neutralité budgétaire, les pays de la zone euro ne seraient cependant plus en mesure de respecter leurs engagements budgétaires. La cible de 3 % ne serait pas atteinte en 2015 pour la France par exemple. Néanmoins, une politique budgétaire neutre permettrait de réduire plus rapidement l'écart de croissance ce qui réduirait à terme les multiplicateurs et rendrait l'ajustement budgétaire *in fine* moins coûteux⁸.

Tableau 4. Croissance et solde public dans le cas d'une politique budgétaire neutre

En écart au scénario central

	Croissance		Solde public	
	2014	2015	2014	2015
DEU	0,1	0,1	0,4	0,5
FRA	0,6	0,6	-0,4	-0,7
ITA	-0,2	0,0	0,3	0,3
ESP	0,8	0,8	-0,2	-0,5
NLD	0,9	1,0	-0,4	-0,9
BEL	0,6	0,7	-0,2	-0,7
IRL	2,0	1,5	-0,9	-1,4
PRT	2,0	0,9	-0,5	-0,6
GRC	1,9	1,6	-0,4	-0,5
AUT	0,4	0,4	-0,2	-0,3
FIN	0,2	0,2	-0,1	-0,2
EUZ	0,4	0,5	-0,1	0,0

Note : pour la croissance et pour les soldes publics, les variations doivent être comparées aux prévisions du scénario central telles que résumées par les tableaux 2 et 3.

Source : Modèle iAGS, Prévisions OFCE avril 2014.

8. Pour une analyse plus détaillée, voir Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014 : « Fiscal consolidation in time of crisis : is the sooner really the better ? », *Revue de l'OFCE Collection Débats et Politiques*, 132.

Par ailleurs, le scénario central ne tient pas compte des risques pesant sur l'environnement international et notamment celui lié à l'Ukraine ou aux pays émergents. L'Ukraine n'absorbe en effet que 0,4 % des exportations de la zone euro. Les pays les plus exposés au marché ukrainien sont l'Estonie et la Slovaquie où cette part est de 1 %. Par ailleurs, si certains pays émergents sont pénalisés par une fuite de capitaux qui menace leur croissance, notre scénario ne prévoit cependant pas une situation d'effondrement global de la croissance dans ces pays ; l'impact des turbulences observées dans certains pays ne devrait pas être significatif pour la zone euro.

2. Quel(s) moteur(s) pour la reprise dans les pays de la zone euro ?

L'orientation moins restrictive des politiques budgétaires et l'amélioration très progressive des conditions monétaires, en particulier dans les pays en crise, permettront à la zone euro de renouer avec la croissance. En 2014, cette croissance serait sans doute insuffisante pour refermer l'écart de production⁹, facteur déterminant pour parler de reprise. À cette aune, la reprise interviendrait cependant en 2015 avec une croissance de 1,6 %, légèrement supérieure au potentiel de croissance estimé par l'OCDE. Le relâchement progressif de la contrainte budgétaire aura d'abord un effet favorable sur la demande interne et en premier lieu l'investissement. Les importations seraient alors plus dynamiques, ce qui améliorera également la demande adressée à l'ensemble des pays de la zone euro. Ainsi, les mécanismes d'amplification des effets de l'austérité qui ont poussé la zone euro dans la récession seront atténués, renforçant le regain de croissance par le canal du commerce extérieur. Cet effet sera de plus, dans certains pays, amplifié par les gains récents de compétitivité. L'effet agrégé sur la zone euro est cependant incertain dans la mesure où une partie des gains de parts de marché – ceux de l'Espagne par exemple – se fait au détriment des autres pays de la zone euro, et notamment de l'Allemagne ou de la France.

2.1. L'investissement, soutien de la croissance

Malgré la fin de la crise des dettes souveraines et la normalisation des taux sur le marché obligataire dans les pays en crise, la

9. Celui-ci est estimé entre 1 et 1,2 % par l'OCDE.

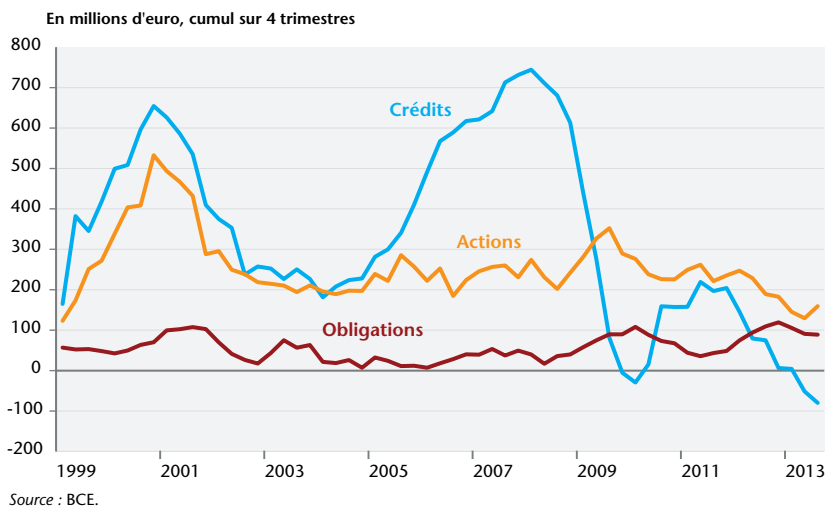
crise a laissé des stigmates : les entreprises demeurent frileuses, avec une baisse de la demande de financement externe (graphique 4) non compensée par l'autofinancement. Cela étant, par rapport à notre prévision de septembre 2013, des signaux encourageants apparaissent. Le tournant marqué au deuxième trimestre 2013 se confirme, avec une accélération de l'investissement à 1,2 % au deuxième semestre 2013, notamment de l'investissement productif. Mais le taux d'investissement productif reste faible, proche du creux de 2009. En France, le rebond de l'investissement des sociétés non-financières au quatrième trimestre (+0,9 %) est intervenu après 7 trimestres de baisse. Par contre, l'investissement logement des ménages continuait à reculer de 0,1 % après une baisse de 0,6 % au trimestre précédent. L'Italie a également enregistré une progression de l'investissement productif de 1,2 % tandis que l'investissement logement fut plus modéré (+0,2 %). La situation du marché immobilier espagnol a de nouveau pesé sur l'investissement des ménages. L'ajustement n'est en effet pas encore terminé alors que du côté productif, la reprise a débuté plus tôt et l'investissement a été dynamique tout au long de l'année 2013. Enfin, du côté allemand, les deux composantes de l'investissement ont connu une orientation favorable depuis le deuxième trimestre 2013. L'absence de boom des prix immobiliers en Allemagne au cours des années 2000 conjugué à des conditions financières favorables et à un revenu disponible des ménages mieux orienté que dans le reste de la zone euro expliquent la meilleure tenue de l'investissement logement outre-Rhin¹⁰.

Les conditions de financement interne et externe des entreprises demeurent dégradées. Au niveau externe, le crédit bancaire ne cesse de se contracter depuis 2011, et le financement par actions a atteint un point bas historique mi-2013. Seul le financement par obligations est stable. Quant à l'autofinancement, à l'exception de l'Espagne où le taux d'autofinancement s'est fortement redressé en 2012, il baisse en France, en Italie, et progresse faiblement en Allemagne. Le recul des flux de crédit vers les entreprises s'explique plus par la faiblesse de la demande que par un rationnement de l'offre. Plus que la situation des banques, la faiblesse du crédit tiendrait principalement à la santé financière des agents non-financiers

10. Voir dans ce numéro la fiche pays « Allemagne : à contre-courant ».

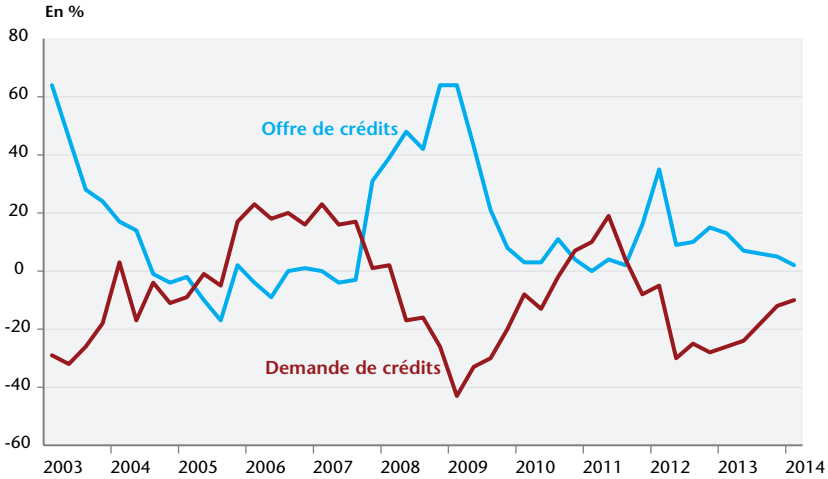
qui est dégradée dans un contexte récessif. Dans ces conditions, les entreprises en moins bonne santé ne sont plus en mesure d'obtenir du crédit ou à des conditions moins avantageuses que les firmes qui ont mieux résisté à la crise. Cependant, l'enquête sur les conditions de crédit dans la zone euro montre que les banques anticipent une accélération de la demande de crédit au cours des trois prochains mois (graphique 5).

Graphique 4. Flux de passif des SNF de la zone euro



Après une forte progression au quatrième trimestre 2013, nous anticipons une reprise de l'investissement en 2014, pour plusieurs raisons. D'abord, les enquêtes de conjoncture décrivent un climat plus propice à l'investissement, avec des carnets de commandes mieux garnis, des perspectives de production plus élevées, et une demande de crédit croissante dans les trois mois à venir. Le redressement des taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière (graphique 6) depuis début 2013 dans les grands pays de la zone euro, à l'exception de la France, corrobore également notre analyse. Ainsi, dans les grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne), 2014 sera l'année de reprise de l'investissement ; d'ailleurs en Espagne, le mouvement est déjà bien amorcé.

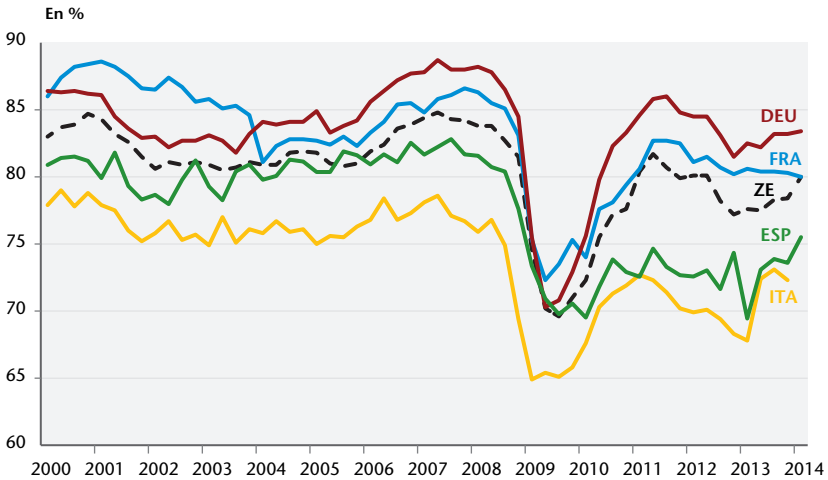
Graphique 5. Évolution des conditions de crédit aux entreprises dans la zone euro, au cours des trois derniers mois



Note : Les données sont basées sur une enquête trimestrielle. Le pourcentage net obtenu pour la courbe d'offre (resp. de demande) s'obtient en faisant la différence entre le pourcentage d'entreprises pour lesquelles les conditions se durcissent (resp. s'améliorent) et le pourcentage d'entreprises pour lesquelles elles s'assouplissent (resp. se dégradent). Un déplacement vers le haut de la courbe d'offre montre un durcissement des conditions de crédit, un déplacement vers le bas de la courbe de demande une dégradation des conditions de crédit.

Source : BCE (Bank lending survey).

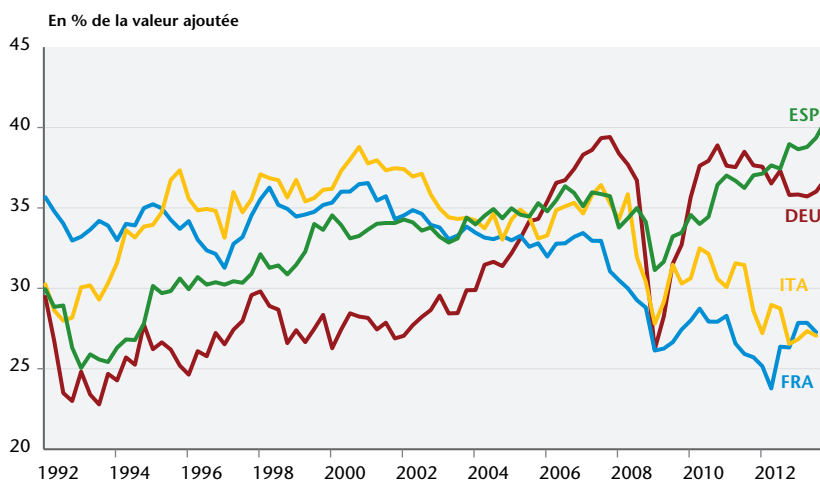
Graphique 6. Taux d'utilisation des capacités de production



Source : Datastream.

Même si cette reprise par l'investissement peut sembler fragile et inégale selon les pays, elle devrait se confirmer en 2014. Bien que la demande sera toujours freinée par les politiques budgétaires, leur effet sera atténué, ce qui entraînera une accélération de la demande, principalement externe mais également intérieure. La nécessité de rétablir les capacités de production détruites pendant la crise incitera également les entreprises à investir. Des disparités d'ampleur et de temporalité entre les pays, en fonction de la situation des entreprises, devraient cependant être observées. Dans certains pays, les marges des entreprises industrielles sont restaurées : c'est le cas en Espagne, au prix d'une politique de destruction d'emplois et de déflation salariale menée en 2012 et 2013, et en Allemagne, avec une politique de modération salariale pendant toute la décennie d'avant-crise (graphique 7). Dans ces deux pays, l'effet accélérateur de l'investissement devrait être fort et rapide, le dynamisme du commerce extérieur poussant les entreprises à investir et à embaucher. En France et en Italie les marges des entreprises sont à des niveaux historiquement bas, même si l'on observe un rebond fin 2013. Par conséquent, le préalable à tout investissement sera pour les entreprises la restauration de leurs marges et l'augmentation des taux d'utilisation des capacités, ce qui devrait décaler dans le temps la reprise par l'investissement. La situation

Graphique 7. Taux de marge des entreprises industrielles



Source : Comptabilités nationales.

des entreprises pourrait néanmoins s'améliorer rapidement dans le cas de l'Italie, grâce au versement par l'administration des arriérés de paiement aux entreprises, pour un montant de 20 milliards d'euros chaque année en 2013 et 2014, voire le paiement intégral des 60 milliards d'euros d'arriérés.

2.2. Commerce extérieur : le déficit de la France absorbe tous les excédents

L'accélération de la demande interne *via* notamment l'investissement stimulera les importations et donc la demande adressée à l'ensemble des pays de la zone euro. Au niveau agrégé, les importations progresseraient de 3,4 % en 2014 contre une quasi-stagnation en 2013. C'est pour l'Irlande que l'accélération serait la plus forte avec une hausse de 8,2 % en 2014, résultant en grande partie d'un effet d'acquis important. La demande intérieure ne contribuerait plus négativement à la croissance mais resterait encore marquée par l'austérité et par la poursuite du mouvement de désendettement opéré par les ménages. L'Espagne serait dans une situation identique mais la croissance des importations en volume serait de 2,9 % en 2014 contre 1,6 % en 2013. L'interdépendance entre les pays de la zone euro renforcerait donc les effets de la moindre austérité. Le taux de croissance de la demande adressée passerait notamment de 1,6 % en 2013 pour l'ensemble de la zone euro à 3,2 % en 2014. Toutefois, l'impact indirect sur la croissance serait modéré. En moyenne, le coût des politiques budgétaires restrictives sur la croissance, *via* la demande adressée, serait réduit de 0,2 point entre 2013 et 2014 dans la zone euro (tableau 5). Il serait ensuite stable en 2015. Globalement, l'accélération de la croissance résultant d'une moindre austérité budgétaire sera surtout liée à l'effet direct sur la demande interne. Pour la France, le coût de la consolidation passerait ainsi de 1,1 point de croissance en 2013 à 0,9 point en 2014. En Espagne, l'écart serait plus important puisqu'il passerait de 2,2 points en 2013 à 0,7 point en 2014 et 2015. Par ailleurs, le commerce de la zone euro serait également stimulé par une accélération des échanges au niveau mondial. Alors que l'impact négatif de la politique budgétaire serait stable en 2015 par rapport à 2014, on observerait néanmoins une accélération de la croissance des importations. Dans la zone euro, elles progresseraient de 4,2 %.

Tableau 5. Impact de la politique budgétaire

En points de PIB

	2013		2014		2015	
	Direct	Via la demande adressée	Direct	Via la demande adressée	Direct	Via la demande adressée
DEU	0,1	-0,7	0,2	-0,5	0,1	-0,4
FRA	-1,1	-0,6	-0,9	-0,3	-0,7	-0,3
ITA	-0,4	-0,5	0,4	-0,3	0,1	-0,3
ESP	-2,2	-0,5	-0,7	-0,3	-0,7	-0,3
NLD	-1,2	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,4
BEL	-0,9	-0,5	-0,6	-0,3	-0,9	-0,3
IRL	-1,6	-0,9	-1,4	-0,7	-0,8	-0,7
PRT	-2,5	-0,6	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3
GRC	-3,3	-0,4	-2,5	-0,2	-1,8	-0,2
AUT	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
FIN	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,3

Source : Calculs et prévisions OFCE avril 2014.

Ces effets de demande seraient par ailleurs amplifiés dans certains pays en fonction des dynamiques relatives de compétitivité. La crise de la zone euro a résulté en partie des déséquilibres courants qui s'étaient accumulés au cours des années 2000. La double récession a provoqué une résorption partielle de ces déséquilibres à la fois par un ajustement de demande interne et donc des importations¹¹ mais aussi par une correction des écarts de compétitivité (graphique 8). L'amélioration relative de la compétitivité, mesurée par les coûts salariaux unitaires, est particulièrement forte pour l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Grèce. Elle résulte de trois facteurs : l'évolution de la productivité, le niveau élevé du chômage qui pèse sur les salaires et les réformes libérales du marché du travail. Dans le cas de l'Espagne, l'effondrement de la production s'est accompagné d'une forte amélioration de la productivité apparente dans l'industrie, qui a progressé de 35,7 % depuis le début de l'année 2008 alors qu'elle baissait en Allemagne, en France ou en Italie. Par ailleurs, l'augmentation du chômage a pesé sur l'évolution des salaires *via* un effet Phillips et cette situation devrait perdurer tant que le chômage se maintiendra à un niveau élevé.

11. OFCE, 2013 : « La quête de la compétitivité ouvre la voie de la déflation », *Revue de l'OFCE Collection Analyse et Prévisions*, 129.

Enfin, les pays en crise ont également mis en œuvre de nombreuses réformes structurelles libérales, souvent encouragées par la Commission européenne¹², afin de rendre le marché du travail plus flexible. Les salaires minimums ont souvent été gelés. Il a même été abaissé en Grèce en 2012. Dans les autres pays, les réformes ont surtout visé à décentraliser les modes de négociation des salaires et à développer la possibilité, pour les entreprises, de déroger aux accords de branche. En pratique, en réduisant le pouvoir de négociation des salariés dans un contexte de demande atone, il devrait en résulter une amplification des pressions déflationnistes.

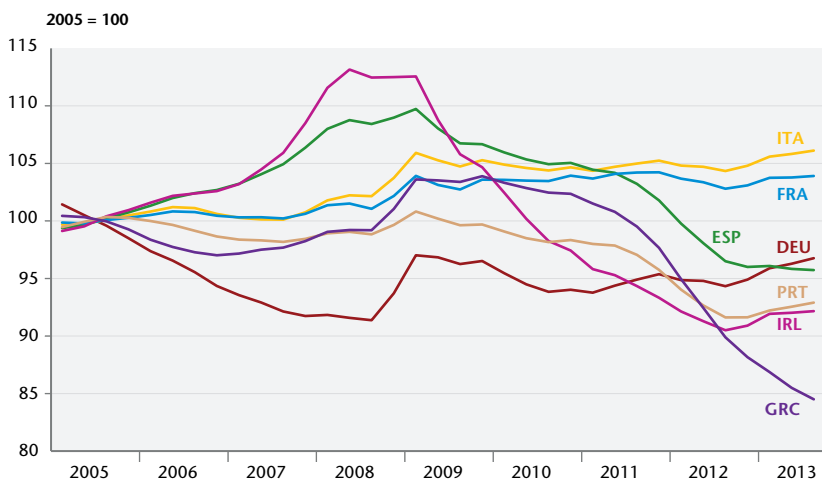
L'effet positif de ces mesures résulterait de l'amélioration de la compétitivité et des gains de parts de marché à l'exportation. C'est l'effet escompté par de nombreuses analyses qui avaient souligné la nécessité de corriger les déséquilibres intra-zone euro apparus au cours des années 2000. L'élargissement de la surveillance à des indicateurs tels que les coûts salariaux ou le solde du compte courant traduit cette préoccupation et la volonté de renforcer la gouvernance européenne au-delà des indicateurs budgétaires. Depuis 2009, l'Espagne a ainsi gagné 13,8 points de parts de marché, celles-ci revenant à un niveau proche de celui observé en 2003 (graphique 9). Les parts de marché ont également progressé sur la période récente au Portugal et en Grèce. Ces ajustements se sont faits au détriment des autres pays de la zone euro. La France a continué à perdre des parts de marché depuis 2008. En Allemagne, on observe une stabilisation récente qui contraste avec les gains observés entre 2008 et 2012. Cette course aux gains de compétitivité se poursuivra en 2014 et 2015. Si en France, il semble que le niveau élevé de chômage a moins pesé sur la dynamique des salaires qu'ailleurs¹³, la mise en place du CICE puis du Pacte de responsabilité participe de cette stratégie de recherche de gains de compétitivité. Dans les pays où le chômage reste élevé (Espagne, Portugal ou Grèce), les pressions déflationnistes¹⁴ vont se poursuivre car il n'existe aucun mécanisme permettant d'enrayer la spirale baissière des prix et des salaires. Ces pays continueront donc à gagner des parts de marché.

12. Buti M., 2012 : « Slow but steady ? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the euro area », *ECFIN Economic Brief*, 16, novembre.

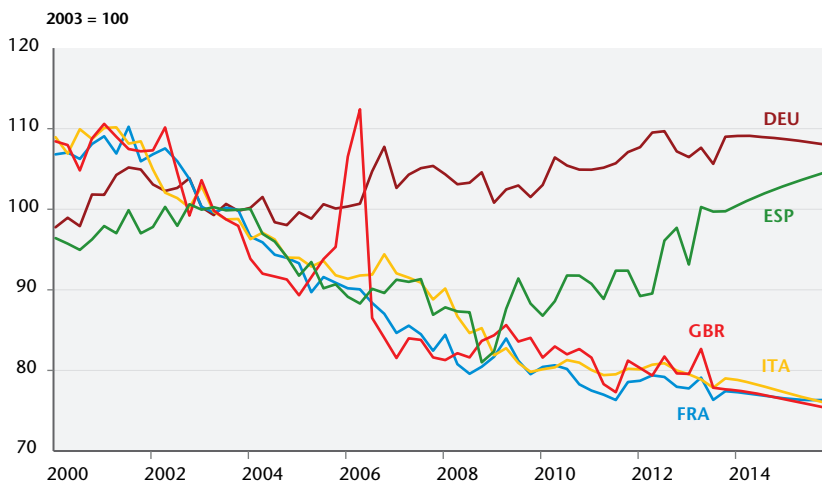
13. Voir « France : ajustements graduels » dans ce numéro, et Askénazy P., A. Bozio et C. Garcia-Penalosa, 2013 : « Dynamique des salaires par temps de crise », *Note du CAE*, 5.

14. Voir dans ce numéro la fiche pays « Espagne : timide percée ».

Graphique 8. Compétitivité-coût des principaux pays de la zone euro



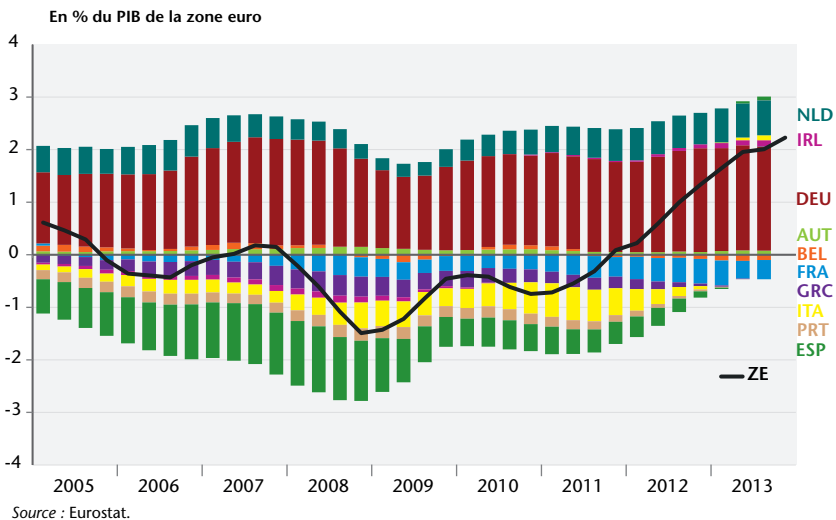
Graphique 9. Parts de marché à l'exportation des principaux pays de la zone euro



La réduction des déséquilibres intra-zone résulte pour l'instant principalement de l'ajustement des pays qui étaient en situation de déficit courant avant la récession de 2009. Les excédents de l'Allemagne ou des Pays-Bas sont très proches de leurs records historiques (graphique 10) tandis que les déficits courants de l'Espagne, de la Grèce ou du Portugal ont été fortement réduits, voire complètement résorbés. L'alerte envoyée par la Commission

à l'égard de l'Allemagne à propos de son excédent courant excessif ne devrait pas être suivi d'effet. L'instauration progressive du salaire minimum, négociée dans le cadre de l'accord de coalition, pourra néanmoins peser sur la compétitivité allemande sauf si une grande partie de l'augmentation des salaires qui résultera de la mesure est absorbée par les entreprises au travers d'une réduction de leurs marges. Si nous anticipons une légère dégradation des parts de marché à l'exportation de l'Allemagne, ce mouvement serait insuffisant pour entraîner une réduction significative de l'excédent courant allemand si bien que la zone euro dans son ensemble resterait excédentaire. Cette situation pourrait en retour pousser l'euro à s'apprécier. Entre l'été 2012 et le début de l'année 2014, celui-ci est déjà passé de 1,29 dollar à 1,39 même si cette appréciation s'explique en partie par la fin de la crise dans la zone euro, qui avait entraîné un mouvement de défiance à l'égard de la zone euro. Quelle qu'en soit l'origine, ces mouvements de taux de change atténuent les efforts réalisés en matière de compétitivité et qui ont été obtenus par le biais de coûteux processus de dévaluations internes.

Graphique 10. Soldes courants des pays de la zone euro



De plus, l'appréciation de l'euro, en réduisant l'inflation importée, augmente le risque de déflation.

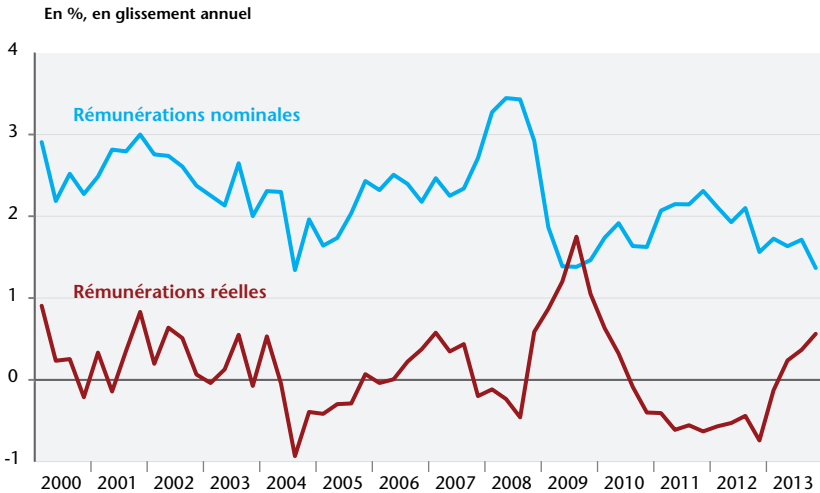
2.3. La consommation relève progressivement la tête

Avec une croissance de 0,1 % au dernier trimestre 2013, la consommation privée a crû pour le troisième trimestre consécutif. Le recul de 0,4 % en moyenne annuelle est essentiellement dû à un acquis négatif du fait d'une fin d'année 2012 très mal orientée. La reprise – très modérée – au cours de l'année 2013 de la consommation s'explique par plusieurs facteurs : une amélioration sur le marché du travail dans un certain nombre de pays, une politique budgétaire qui a moins pesé sur le revenu des ménages qu'en 2012 et surtout un ralentissement de l'inflation. Le revenu disponible brut (RDB) des ménages a recommencé à progresser depuis le début de l'année 2013 (0,3 % en moyenne par trimestre). Sur le marché du travail, alors que l'emploi reculait depuis la mi-2011, il s'est stabilisé depuis le deuxième trimestre 2013, dans le sillage de la reprise du PIB. L'amélioration a concerné la plupart des pays. L'Allemagne est un cas particulier puisqu'elle crée des emplois depuis fin 2009. Le taux de chômage dans la zone euro a légèrement baissé à 11,9 % fin 2013, mais reste supérieur de 2 points à son niveau de début 2011. Son augmentation passée a toutefois été limitée par la baisse de la population active (respectivement -0,6 % et -0,8 % en 2012 et 2013). Elle est due tant à une baisse du taux d'activité (Portugal, Pays-Bas et Irlande) qu'à un recul de la population en âge de travailler lié à l'émigration¹⁵ (Espagne, Irlande, Portugal et Grèce). Cependant, tous les pays n'ont pas connu de baisse de la population active, notamment du fait des réformes des retraites qui ont entraîné une augmentation du taux d'activité des seniors (France, Allemagne, Italie). Du côté des salaires, c'est le ralentissement plus prononcé de l'inflation que des salaires nominaux par tête qui a permis au salaire réel par tête de renouer avec une timide croissance (0,3 % en 2013) après un recul de 0,6 % les deux années précédentes (graphique 11). Parmi les grands pays de la zone euro, l'Italie est le seul dont la consommation a continué de se creuser fin 2013, du fait du recul du RDB (notamment lié à la hausse de la fiscalité) et de l'augmentation du taux d'épargne. Dans l'ensemble de la zone euro, le taux d'épargne a, au contraire, été stable en moyenne entre le troisième trimestre 2012 et le troisième trimestre 2013. Sa

15. Pour plus de détails, voir « La zone euro écartelée : perspectives 2013-2014 pour l'économie européenne », *Revue de l'OFCE Collection Analyse et Prévisions* n° 130.

baisse dans plusieurs pays où le RDB a continué de reculer en moyenne annuelle (Pays-Bas, Portugal et Grèce) a permis de limiter le recul de la consommation privée. En Espagne, la conjugaison du redressement de l'emploi, de la stabilisation des salaires et de la baisse du taux d'épargne en fin d'année s'est traduite par un rebond de la consommation au second semestre 2013.

Graphique 11. Rémunération salariale par tête dans la zone euro

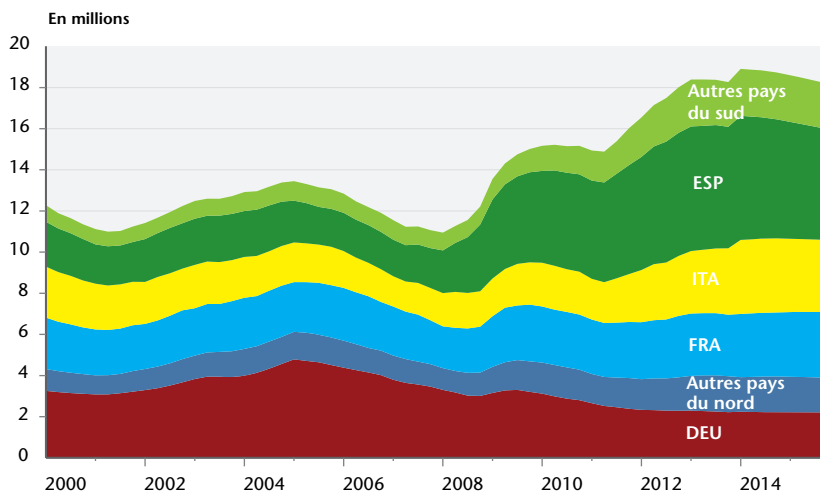


Sources : Banque centrale européenne, Datastream.

La reprise – modérée – de la consommation devrait se poursuivre à l'horizon de notre prévision, avec une croissance de 0,8 % en 2014 et de 1,3 % en 2015 dans la zone euro. En France, le ralentissement au premier trimestre 2014 viendrait compenser le bon dernier trimestre 2013, lié aux achats d'anticipation, avant la hausse de 0,4 point de la TVA et le durcissement du malus écologique automobile au 1^{er} janvier 2014. La situation sur le marché du travail dans la zone euro continuerait de s'améliorer progressivement. L'emploi progresserait en moyenne de 0,5 % en 2014 puis de 0,7 % en 2015. Il serait relativement dynamique en Espagne, où la productivité se stabiliserait après plusieurs années de forte croissance. En Italie et en France, il progresserait moins vite, du fait de la fermeture prévue du cycle de productivité. En particulier, en France, il y aurait encore des destructions d'emplois dans le secteur privé en 2014 et ce sont les emplois aidés qui permettraient une

hausse de l'emploi. En 2015, la croissance de l'emploi privé prendrait le relais en France. Avec la reprise du PIB, des travailleurs découragés devraient revenir sur le marché du travail et l'émigration ralentirait, conduisant la population active à progresser de nouveau, ce qui limitera la baisse du nombre de chômeurs (graphique 12). Le taux de chômage atteindrait 11,3 % fin 2015. Il poursuivrait sa baisse en Autriche et en Allemagne où il est déjà très bas. Il progresserait légèrement en France et en Belgique, plus fortement aux Pays-Bas et en Italie. Le recul serait limité au Portugal et en Grèce, plus net en Irlande et en Espagne.

Graphique 12. Nombre de chômeurs



Note : Les autres pays du Sud sont le Portugal et la Grèce. Les autres pays du Nord sont les Pays-Bas, la Belgique, l'Irlande, l'Autriche et la Finlande.

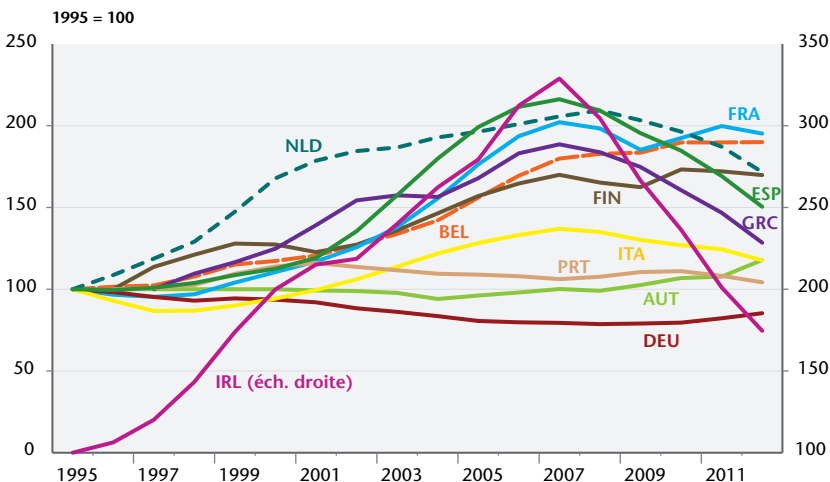
Sources : Eurostat, Datastream.

Par ailleurs, la politique budgétaire pèserait globalement de moins en moins sur le revenu des ménages et le soutiendrait même dans certains pays. C'est le cas en Italie, où les ménages dont les revenus sont les plus faibles vont bénéficier d'une baisse d'impôt et en Allemagne où certaines pensions de retraite vont être revalorisées. En revanche, les ménages français vont pâtir en 2014 de l'alourdissement de la pression fiscale et en 2015 de la baisse des dépenses publiques.

L'ajustement dans le secteur de l'immobilier se poursuit dans de nombreux pays : le taux d'investissement en logement a baissé de deux points depuis 2007 aux Pays-Bas, d'un peu plus d'un point en

France et en Italie, et d'environ 5 points en Espagne. Parmi les grands pays, seule l'Allemagne a vu ce taux augmenter d'un point sur cette période. Certes, au niveau agrégé, une reprise de l'investissement en logement semble se dessiner dans la zone euro, avec des croissances comprises entre 0,3 et 0,8 % par trimestre depuis le deuxième trimestre 2013. Nous prévoyons la poursuite de cette reprise avec 0,7 % en moyenne de croissance par trimestre en 2015. Le taux d'investissement en logement se stabiliserait en France, en Espagne et en Italie et continuerait sa progression en Allemagne. Les prix immobiliers reculent toujours fortement en Espagne, en Grèce, en Italie et aux Pays-Bas, corrigeant en partie la hausse entre 1995 et 2007 (graphique 13). La baisse est moindre en France et au Portugal, tandis qu'ils se sont stabilisés en Irlande ces derniers trimestres, après un fort ajustement. Quelques pays se distinguent avec des progressions des prix immobiliers : la Belgique, la Finlande, et plus récemment l'Allemagne et l'Autriche. C'est désormais en France et en Belgique que le niveau des prix immobiliers est le plus haut par rapport à 1995, tandis que l'ajustement observé dans beaucoup de pays permet aux prix de retrouver un niveau plus cohérent avec les fondamentaux macroéconomiques. Parmi les pays où l'endettement des ménages avait le plus augmenté depuis le milieu des années 1990 ou le début des années 2000, un retournement s'est opéré depuis 2010, puisque le taux

Graphique 13. Prix immobiliers



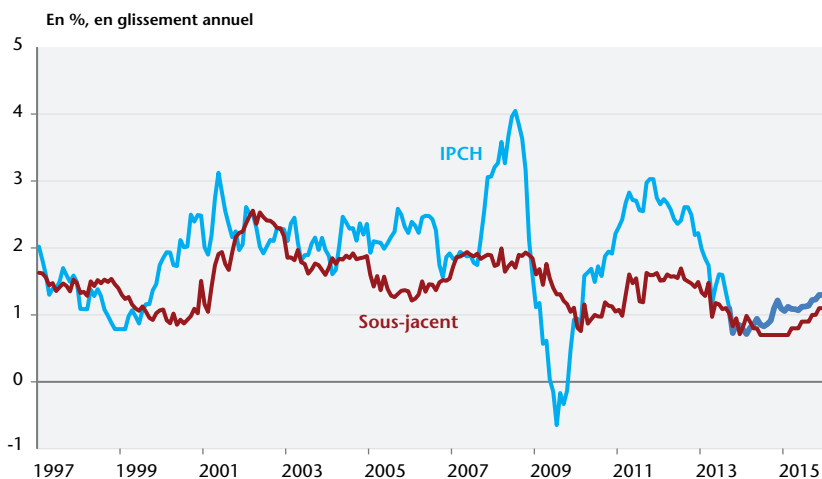
Sources : OCDE, Datastream.

d'endettement brut des ménages relativement au PIB y a légèrement baissé (Espagne, Irlande et Portugal) ou s'est stabilisé (Pays-Bas). Il reste néanmoins à des niveaux élevés : 128 % du PIB aux Pays-Bas, 105 % en Irlande, 92 % au Portugal, 81 % en Espagne. Dans les autres pays de la zone euro, les augmentations depuis 1995 ont été moindres et les taux bruts d'endettement sont compris entre 45 et 65 % du PIB. Les ménages allemands sont les seuls à s'être désendettés durant la décennie 2000.

3. Inflation : en zone risquée

Depuis octobre 2013, l'essentiel de la baisse de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) est lié à une baisse des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente étant certes faible, mais stable (graphique 14). En glissement annuel, les prix de l'énergie ont baissé fin 2013 et début 2014, notamment grâce à l'appréciation de l'euro qui a permis d'alléger la facture pétrolière. La composante alimentaire a également ralenti, passant de 3 % au troisième trimestre à 1,8 % au quatrième trimestre 2013. Le « sous-jacent » a connu une baisse quasi-ininterrompue depuis mai 2012. Si début 2014, on observe une légère remontée de l'inflation sous-jacente, qui atteint 1 % en février 2014, il reste qu'elle tend à se stabiliser à un niveau très bas en fin d'année 2013.

Graphique 14. Inflation et inflation sous-jacente



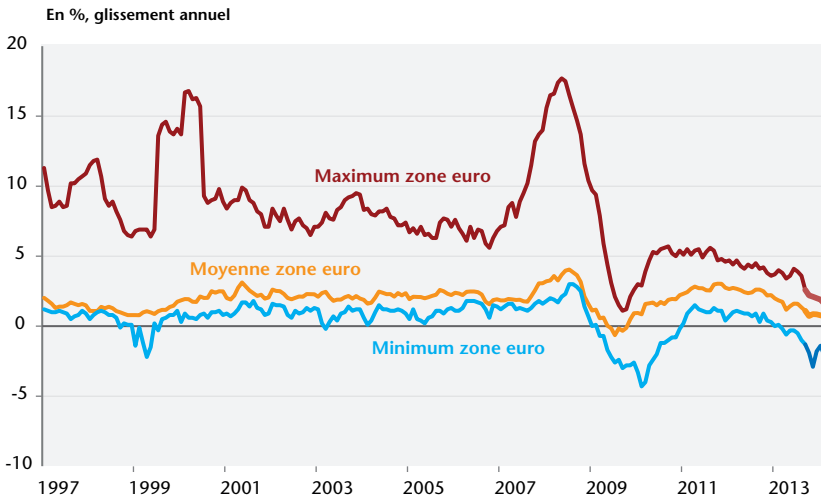
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

Fin 2013-début 2014, l'inflation a ralenti dans tous les pays, mais cette situation globale en zone euro reflète en réalité des situations nationales hétérogènes (graphique 15). Les pays qui avaient réalisé leur ajustement budgétaire et qui enregistrent une progression des salaires (Allemagne, Autriche, Finlande) affichent un taux d'inflation compris entre 1,5 et 2 % fin 2013. Au contraire, les pays soumis à des plans d'austérité affichent encore une inflation très faiblement positive, ou sont entrés en déflation ; c'est le cas de tous les pays soumis à des plans d'ajustement. Ainsi, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et Chypre enregistrent un taux d'inflation de respectivement 0,1 %, 0,1 %, -0,1 % et -1,3 % en février 2014. La Grèce, entrée en déflation en mars 2013, affiche un taux d'inflation de -0,9% en février 2014, après 11 mois consécutifs de déflation. Cette atonie des prix est largement renforcée par les politiques de rigueur salariale mises en œuvre (Espagne, Irlande, Portugal, Grèce) et la faiblesse de la demande dans les pays soumis aux plans d'ajustement. Il faut néanmoins ajouter que les écarts d'inflation sont globalement moins importants qu'au cours des années 2000, ce qui témoigne à nouveau d'un ajustement essentiellement réalisé par les pays en crise. Une accélération plus notable de l'inflation en Allemagne ou aux Pays-Bas aurait contribué à la résorption des déséquilibres intra-zone en atténuant la dévaluation interne conduite par les pays pour lesquels la compétitivité s'était fortement dégradée.

Au sein des grands pays de la zone, on observe également des disparités. La hausse de TVA en France, au 1^{er} janvier 2014, dans le cadre de la mise en place du Crédit d'Impôt Emploi Compétitivité (CICE), n'a pas provoqué d'augmentation significative de l'inflation, les entreprises françaises étant contraintes par la concurrence internationale et la faiblesse de la demande. En Italie, malgré la hausse d'un point du taux normal de TVA en octobre 2013, l'inflation a continué sa décrue, passant de 0,9 % en septembre 2013 à 0,4 % en février 2014. Les marges des entreprises ont donc encore dû s'y dégrader. En Espagne, l'IPCH a reculé et le pays est proche de la déflation. La baisse des prix de l'énergie et du transport a été compensée par l'augmentation de l'indice des prix du logement et de l'électricité (avec la hausse des tarifs de l'électricité au premier trimestre liée à la libéralisation). En Allemagne, la progression de l'IPCH a ralenti fin 2013-début 2014, atteignant en février 2014

son niveau le plus bas depuis août 2010, en raison de la faiblesse des prix de l'énergie et malgré le dynamisme des salaires. La demande interne devrait, en 2014, soutenir les prix, et en 2015, l'instauration du salaire minimum devrait entraîner une augmentation de l'inflation. Le différentiel d'inflation entre l'Allemagne et les pays du Sud pourrait faciliter les ajustements entre pays, ces derniers gagnant en compétitivité-prix et en parts de marché sur leur partenaire germanique ; cela étant, cet effet devrait être marginal car l'inflation devrait rester contenue en Allemagne (surtout en 2014), et l'essentiel de la compétitivité allemande réside dans la compétitivité hors prix.

Graphique 15. Hétérogénéité de l'inflation en zone euro



Source : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

Dans ces conditions, nous nous attendons à une stabilisation du taux d'inflation à un niveau historiquement faible, en dessous de 1 % en 2014. Le risque de déflation, détaillé dans les précédentes prévisions, n'est pas écarté, surtout dans les pays où l'austérité budgétaire se poursuit et où le niveau du chômage induit une spirale prix-salaire baissière. Si la déflation venait à durer dans certains pays, cela entraînerait deux effets négatifs : d'une part, les entreprises et les ménages seraient encouragés à reporter leurs achats, compromettant une reprise de la demande interne, d'autre part, le poids des dettes publiques et privées serait encore alourdi.

Un autre facteur de risque tient à l'évolution du taux de change, en lien notamment avec l'orientation de la politique monétaire. L'ajustement des déséquilibres intra-zone en cours s'opère de façon asymétrique puisque, comme le montre le graphique 10, les excédents de l'Allemagne et des Pays-Bas restent à des niveaux record tandis que l'Espagne, la Grèce, le Portugal et l'Irlande renouent avec de légers excédents. La zone euro, dans son ensemble, dégage donc pour l'ensemble de l'année 2013 un solde excédentaire de 2,3 % du PIB, ce qui constitue un facteur d'appréciation de l'euro. De plus, la baisse de l'inflation relativement aux États-Unis ou au Royaume-Uni pourrait également renforcer ce mécanisme, ce qui jouerait en retour sur l'inflation importée et pourrait entraîner la zone euro dans un cercle de baisse d'inflation et d'appréciation de la monnaie. Enfin, le risque lié au taux de change dépend du scénario de politique monétaire. Dans notre scénario central, la Réserve fédérale mettra un terme à l'assouplissement quantitatif tandis que la BCE n'introduirait pas de nouvelles mesures, anticipant la stabilisation de la désinflation en cours dans la zone euro. Le bilan de la BCE continuerait alors de baisser. Nous retenons une hypothèse de stabilisation du taux de change de l'euro à l'horizon de notre prévision. Néanmoins, le risque d'appréciation ne peut être écarté. Inversement, les déclarations récentes de Jens Weidman, le Président de la Bundesbank, indiquant que la BCE pourrait assouplir sa politique monétaire, *via* le recours à de nouvelles mesures non-conventionnelles, en cas de baisse accentuée de l'inflation dans la zone euro, avaient surpris les marchés et montré qu'une orientation plus expansionniste de la politique monétaire était aussi possible. Cette éventualité, souhaitée également par Bénassy-Quéré *et al.* (2014)¹⁶, conduirait alors à une dépréciation de l'euro, ce qui permettrait de stimuler la croissance au-delà de ce que nous inscrivons dans notre scénario.

16. Bénassy-Quéré *et al.* (2014) : « L'euro dans la guerre des monnaies », *Note du CAE*, 11.

Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013				2014				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	1,3	1,6
PIB par tête	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,1	-0,7	1,0	1,3
Consommation des ménages	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-1,4	-0,4	0,8	1,3
Consommation publique	0,3	0,0	0,4	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,6	0,3	0,4	0,7
FBCF totale dont	-1,7	0,2	0,6	1,1	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	-3,8	-2,8	3,0	3,6
Productive privée	-1,5	1,0	0,2	1,2	1,0	1,1	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	-3,6	-1,9	4,1	5,4
Logement	-1,7	0,3	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-3,4	-2,8	2,3	2,8
Publique	-2,2	-0,3	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	-4,1	-3,7	2,2	2,5
Exportations de biens et services	-0,9	2,3	0,0	1,4	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	2,7	1,3	3,6	3,8
Importations de biens et services	-1,1	1,7	1,0	0,4	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	-0,8	0,1	3,4	4,2
Variations de stocks, en points de PIB	-0,1	-0,3	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,6	-0,7	1,1	1,5
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,4	-0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,5	0,3	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,9	1,4	1,3	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	2,5	1,3	0,9	1,2
Taux de chômage, au sens du BIT	12,0	12,0	12,0	11,9	11,9	11,9	11,8	11,7	11,6	11,5	11,5	11,4	11,3	12,0	11,8	11,5
Solde courant, en points de PIB													1,3	2,3	2,3	2,5
Solde public, en points de PIB													-3,7	-2,8	-2,5	-1,9
Impulsion budgétaire													-1,7	-0,7	-0,2	-0,3
PIB États-Unis	0,3	0,6	1,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	2,8	1,9	2,6	2,9

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2014.

