

## Reprise sous hypothèque

Les perspectives économiques sont aujourd'hui placées sous le signe d'une grande incertitude. Certes, le moral des industriels est revenu au beau fixe dans de nombreux pays, et l'optimisme est aussi de mise sur les marchés financiers, qui saluent le retour des profits dans l'économie réelle... mais aussi financière. Les signaux d'une consolidation de la reprise semblent en effet se multiplier. Les prévisions du FMI d'avril 2011 tablent ainsi sur une croissance mondiale de +4,4 % en 2011, certes inférieure au rythme de 2010 (+5 %) mais proche des rythmes observés avant la crise.

Beaucoup d'ombres pèsent cependant sur ce tableau. Les déséquilibres extérieurs persistent et l'envolée du prix des matières premières risque de fragiliser la croissance. Des doutes planent sur la capacité des pays émergents à venir durablement à la rescousse des pays développés. La croissance américaine est sous perfusion, mais tant la pérennité du soutien monétaire que l'ampleur du déficit budgétaire font problème.

La question de savoir qui va supporter la facture de la crise n'est au fond pas réglée. Elle prend aujourd'hui la forme des dettes publiques, mais la fragilité de certaines banques subsiste. C'est particulièrement vrai de l'Europe, ébranlée par la crise des dettes souveraines et écartelée entre des trajectoires nationales divergentes. Avec la généralisation de l'austérité budgétaire et le choix de la désinflation compétitive inscrit dans le Pacte pour l'euro, l'Europe semble promise à une croissance molle, incapable de faire baisser significativement le taux de chômage. La croissance est donc sous hypothèque et les conséquences sociales de la crise sont loin de s'être toutes matérialisées, même s'il apparaît progressivement que ce sont les ménages, et particulièrement les plus vulnérables d'entre eux, qui en supporteront le poids principal.

### Reprise mondiale, es-tu là ?

#### *Entre optimisme et pessimisme*

Depuis que les premiers signes de retournement positif ont commencé à se confirmer en 2009, l'économie mondiale ne cesse d'osciller entre l'espoir de voir la reprise se consolider et la perception de la fragilité de ses soubassements. Le début de l'année 2011 ne déroge pas à cette règle.

D'un côté, les signaux se sont multipliés dans le courant du second semestre 2010, laissant espérer que la consolidation de la croissance mondiale est en train de l'emporter. En témoignent le dynamisme des grands émergents, le soutien sans faille apporté aux Etats-Unis par la politique budgétaire et la politique monétaire, le maintien de conditions financières favorables permettant d'atténuer inégalement la contrainte de bilan des agents publics et privés, ainsi que le fait que les conditions d'une croissance auto-entretenue semblent désormais réunies du côté de l'économie réelle. Tous ces éléments ont participé

au regain d'optimisme du début de l'année 2011, y compris dans de nombreux pays de la zone euro. Mais l'économie mondiale est aussi frappée début 2011 par plusieurs chocs de nature à fragiliser une croissance auto-entretenue.

L'envolée du prix des matières premières énergétiques et alimentaires alimente les tensions inflationnistes et a conduit plusieurs banques centrales à resserrer leur politique.

Le 11 mars 2011, le Japon a été frappé par une catastrophe majeure dont les coûts économiques, environnementaux, sanitaires et humains sont quasiment impossibles à appréhender. A très court terme, le poids stratégique du Japon dans la production de composants électroniques a déstabilisé les chaînes logistiques, conduisant à des retards de production dans plusieurs pays, notamment pour l'automobile. L'effet a pu être amplifié là où la gestion des stocks est restée très prudente, ce qui semble être le cas en France.

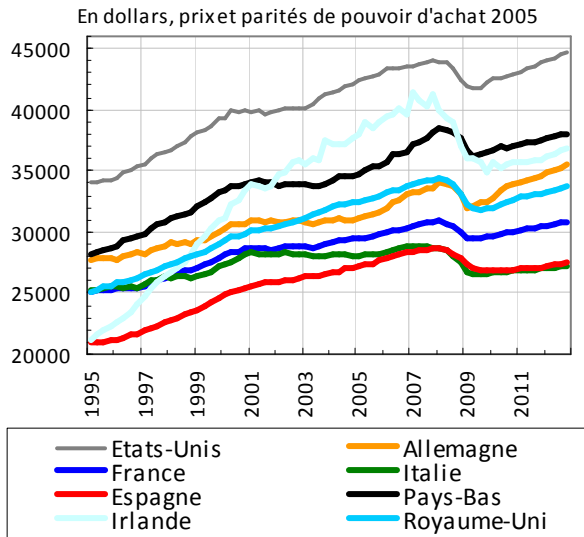
Si aux Etats-Unis les décisions budgétaires prises en fin d'année 2010 vont continuer à soutenir l'activité pour une bonne partie de l'année 2011, la pression des marchés financiers a précipité la consolidation de la politique budgétaire en zone euro. L'austérité budgétaire a débuté dès 2010 dans plusieurs pays, tout particulièrement ceux touchés par la crise de leur dette souveraine. Mais dans l'ensemble de la zone, la politique budgétaire est restée globalement neutre en 2010. En 2011, les mesures de restriction représenteront 1,2 point de PIB, et l'austérité budgétaire va également être conséquente au Royaume-Uni. L'une des interrogations majeures porte sur l'ampleur de l'effet négatif sur l'activité d'une austérité budgétaire généralisée : de l'ordre de 1 ou 2 points de PIB ?

Un regain d'activité est enregistré dans de nombreux pays en début d'année 2011 en raison d'un effet de correction des intempéries de la fin 2010, mais les risques qui pèsent sur la croissance sont donc élevés, tout particulièrement dans la zone euro, dont le taux de change tend par ailleurs à se réapprécier vis-à-vis du dollar depuis mi 2010. Cela se reflète dans les perspectives de croissance : maussades pour la zone euro (après +1,7% en 2010, +1,6% en 2011 et +1,8% en 2012 selon les prévisions d'avril 2011 du FMI), plus optimistes pour les Etats-Unis (+2,8% en 2011 et 2012 après +2,8% en 2010).

La situation en matière d'emploi reste très préoccupante, car ces perspectives de croissance sont insuffisantes pour autoriser une baisse conséquente du chômage de masse. Aux Etats-Unis, le taux de chômage serait encore supérieur à 8% en 2012, plus de 3 points au dessus du niveau observé avant la crise. Dans la moyenne de la zone euro, il serait encore supérieur à 9% en 2012 (2 points au dessus du niveau observé avant la crise). La persistance d'un niveau élevé de sous-emploi aura des conséquences durables sur l'insertion professionnelle des jeunes générations et sur les chômeurs de longue durée.

La crise laisse subsister des pertes durables de niveau de vie. Dans la zone euro, quatre pays seront encore en récession en 2011 ou connaîtront une croissance très faible (Grèce, Portugal, Espagne, Irlande). A l'horizon de la fin 2012, plusieurs pays n'auront pas récupéré le niveau d'activité du début de l'année 2008 ou le dépasseront de peu : Grèce, Irlande, Italie, Espagne, Royaume-Uni, Finlande, Portugal. En moyenne dans la zone euro, le niveau de PIB par tête aura à peine retrouvé le niveau d'avant la crise. Il lui sera inférieur de près de 8% en Irlande (graphique 1).

Graphique 1 : PIB par tête



Sources : Eurostat, Commission Européenne, Consensus Forecast, Datastream, calculs CEP Groupe Alpha.

### Les émergents à la rescousse?

Depuis le retournement du début de l'année 2009, la croissance mondiale est fortement déséquilibrée (graphique 2), le dynamisme de la reprise dans de nombreux pays émergents contrastant avec la trajectoire de croissance modeste dans les pays avancés, tout particulièrement ceux qui ont été fortement touchés par les crises bancaire et immobilière.

Le rebond de la demande intérieure dans les pays émergents, en particulier d'Asie, soutenu par des politiques macro-économiques vigoureuses et par le cycle de restockage, a largement participé à tirer l'économie mondiale de la récession. Depuis la mi 2009, la croissance de la zone euro a ainsi fortement bénéficié du dynamisme des importations des zones émergentes, ce qui a permis de compenser la faiblesse de la demande intérieure. Ce dynamisme du commerce mondial n'a pas profité seulement aux pays structurellement plus orientés à l'exportation. La contribution des échanges extérieurs s'est ainsi établie à +0,4 point de PIB en France (pour une croissance de +1,5%), et de nombreuses prévisions tablent sur le maintien en 2011 d'une contribution encore nettement positive des échanges extérieurs à la croissance de l'ensemble de la zone euro, d'une ampleur équivalente à celle de 2010 (+0,8 point). Cet optimisme n'est cependant pas acquis.

Si la croissance des émergents devrait rester dynamique, une normalisation du rythme de leurs importations devrait se matérialiser dans le courant de l'année 2011. Des signes de ralentissement sont ainsi déjà visibles en Chine, et l'Organisation Mondiale du Commerce a révisé en avril 2011 à la baisse ses perspectives de croissance du commerce mondial pour 2011 (+6,5% en 2011, dont +9,5% pour les pays en développement en 2011 contre +16,7% en 2010).

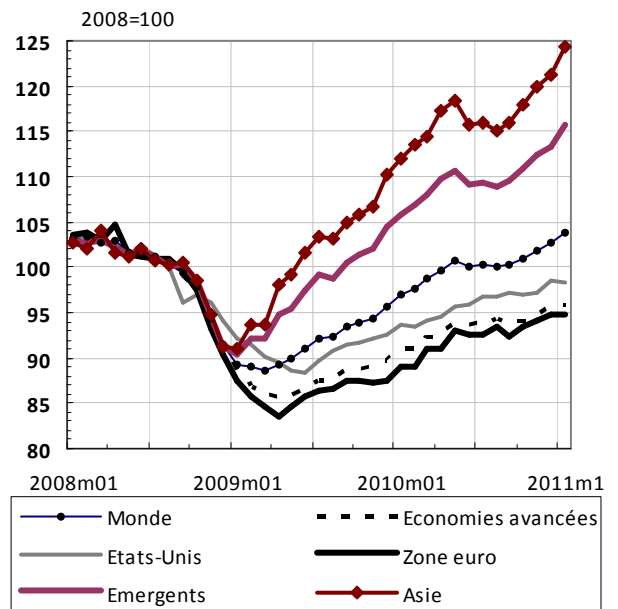
### Une croissance américaine sous perfusion

Au milieu de l'année 2010, le ralentissement du cycle de reconstitution des stocks a fait apparaître la fragilité de la reprise américaine. Cette situation a conduit la Fed, confrontée aux limites de la politique budgétaire, à annoncer à l'été 2010 qu'elle allait renouveler sa politique d'assouplissement quantitatif, au travers d'un vaste programme d'achat d'obligations d'Etat destiné à peser (à la baisse) sur les taux d'intérêt longs. Le soutien de la politique économique à l'activité s'est renforcé à la fin de l'année avec l'adoption d'un compromis budgétaire.

Le pari est donc celui de voir les effets favorables des mesures de soutien l'emporter, et enclencher une dynamique de reprise autonome. Les bons chiffres de croissance du quatrième trimestre 2010, de premiers signes d'amélioration tangibles sur le front de l'emploi et du chômage, et la forte révision à la hausse des perspectives de croissance plaident en ce sens. Mais les faibles perspectives de redressement dans l'immobilier résidentiel, la poursuite du désendettement, la faible progression des revenus salariaux et la hausse du prix des matières premières font peser des risques sur la reprise aux Etats-Unis.

Le cap de l'année 2011 sera d'autant plus décisif que les pressions pour la réduction du déficit budgétaire s'accroissent. Le plan d'économies de 4 000 milliards de dollars présenté début avril 2011 visant à ramener le déficit fédéral à un niveau soutenable (9,8% en 2011, 2% à la fin de la décennie) est ainsi considéré comme insuffisant par le FMI, et la note souveraine des Etats-Unis est sous pression des agences de notation.

Graphique 2 : Indices de production industrielle



Source : Centraal Planbureau

### Politiques monétaires : jeu perdant pour la zone euro

Au milieu de l'année 2010, le sentiment l'emportait que, dans les économies avancées, la fragilité de la reprise et les forts excès de capacité de toutes sortes allaient condamner les politiques monétaires à maintenir durablement des taux d'intérêt bas et à continuer à alimenter massivement l'économie en liquidités afin de lutter contre des tendances déflationnistes rampantes. En témoignaient le ralentissement continu de l'inflation sous-jacente, le recul des anticipations d'inflation et le niveau historiquement bas des taux

d'intérêt à long terme sur les titres publics (hors les primes de risque imposées aux pays subissant une crise de leur dette souveraine).

Mais une partie de la masse des liquidités injectées par les banques centrales est allée se déverser sur les marchés financiers et a réalimenté à compter du printemps 2009 les flux de capitaux vers les pays émergents (Asie et Amérique Latine). Ces fortes entrées de capitaux confrontent les autorités monétaires de plusieurs pays émergents au dilemme de devoir arbitrer entre un relèvement de leurs taux d'intérêt afin de limiter les tensions inflationnistes et l'accumulation de réserves de change pour prévenir une appréciation excessive de leur monnaie. L'accroissement des flux de capitaux a conduit une partie d'entre eux (Brésil, Corée, Indonésie notamment) à prendre des mesures de contrôle des capitaux. A l'exception du Brésil, le resserrement des politiques monétaires est encore resté très limité jusqu'à l'automne 2010.

Cette contradiction dans les objectifs poursuivis par les banques centrales des différentes zones (combattre les risques déflationnistes dans la sphère réelle au risque de générer des risques d'inflation financière pour les économies avancées, arbitrer entre la croissance et l'inflation pour les zones émergentes), à laquelle s'est ajoutée à la mi-2010 la hausse du prix des matières premières, a fait basculer en quelques mois de la crainte de risques déflationnistes à celle de la résurgence de tensions inflationnistes.

La hausse du prix des matières premières s'est répercutée sur les prix à la consommation et à la production (« effets de premier tour »), incitant les autorités monétaires de plusieurs pays émergents à engager un resserrement cette fois plus net de leur politique monétaire, sans parvenir pour autant à freiner l'inflation. Elle a confronté les banques centrales des pays avancés au choix de normaliser ou non plus tôt que prévu leur politique monétaire, au risque de fragiliser une reprise encore faiblement auto entretenue.

A ce jeu d'arbitrage, les pays de la zone euro risquent fort de ne pas sortir gagnants. Le dépassement de la cible d'inflation de la BCE depuis la fin de l'année 2010 et la remontée des anticipations d'inflation à court terme ont conduit la BCE à amorcer sa sortie de la politique de très bas taux d'intérêt qu'elle menait depuis début 2009 (relèvement de 1 à 1,25% de son principal taux directeur le 7 avril 2011). Cette réaction est intervenue alors même que l'inflation sous-jacente<sup>1</sup> reste très faible dans la plupart des pays. Elle témoigne de l'hyper sensibilité de la BCE aux risques inflationnistes « totaux » (son seul mandat) et contraste avec celle des autorités monétaires aux Etats-Unis, attentives au double objectif de stabilisation des prix et d'emploi, et où une inflexion de la politique monétaire n'est pas attendue avant que la reprise n'ait été consolidée.

Le relèvement décidé est cependant modéré. La BCE adopte en effet moins une politique monétaire d'emblée restrictive qu'elle n'entame une « normalisation » de sa politique de très bas taux d'intérêt, retardée par la crise de la dette souveraine et de gouvernance de la zone euro. Les conditions « monétaires et financières », c'est-à-dire les effets positifs ou négatifs attendus sur la croissance par le canal des taux d'intérêt (décisions d'investissement), du taux de change (compétitivité) et des prix d'actifs restent globalement détendues, même si elles le sont sensiblement moins qu'au milieu de l'année 2010.

Le relèvement des taux directeurs de la BCE constitue donc un risque réel, mais concentré sur les pays à l'heure actuelle les plus fragiles,

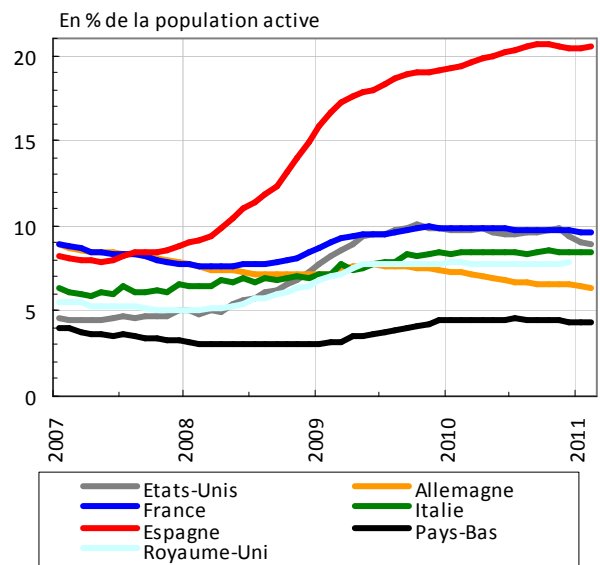
ceux là-mêmes qui, sous la pressions des marchés financiers, se sont engagés dans des plans d'austérité drastiques, au risque d'alimenter des tendances déflationnistes, et de fragiliser encore plus le redressement de leur situation budgétaire.

### Tolérance salariale zéro en zone euro... sauf en Allemagne

Mais en relevant ses taux d'intérêt, la BCE a également envoyé un signal clair à l'ensemble des salariés de la zone euro : elle ne tolérera pas d'« effets de second tour », c'est-à-dire de répercussion de la hausse du prix des matières premières sur les revendications salariales, un signal très concordant avec celui envoyé fin mars 2011 par les vingt-trois chefs d'Etat signataires du pacte pour l'euro. Ces craintes apparaissent à l'heure actuelle cependant pour le moins peu fondées.

Les effets de second tour renvoient pour une part aux mécanismes d'indexation des salaires sur l'inflation, ainsi qu'à l'ensemble des dispositifs de fixation des salaires en fonction de l'inflation. Or la plupart des dispositifs d'indexation automatique des salaires sur l'inflation ont été supprimés en Europe depuis de nombreuses années. Ils ne subsistent formellement plus qu'en Belgique, Chypre, Malte, et au Luxembourg. En Belgique, ces mécanismes d'indexation ne sont pas calés sur l'inflation, mais sur la croissance des coûts salariaux des principaux partenaires commerciaux. La tendance à la décentralisation de la négociation collective a eu pour effet de diluer les mécanismes d'indexation. Là où ces derniers sont encore prévus au niveau des branches (Italie, Espagne notamment), les augmentations salariales peuvent être aménagées au niveau de l'entreprise.

Graphique 3 : taux de chômage



Source : Eurostat

Dans certains pays, comme la France, des garanties de pouvoir d'achat sont accordées aux salariés rémunérés sur la base du salaire minimum. Le SMIC pourrait ainsi être revalorisé en juillet 2011, de même qu'il l'avait été en mai 2008. Ces revalorisations sont légitimes. Elles permettent de préserver le pouvoir d'achat des salariés du bas de l'échelle salariale, ceux dont les dépenses contraintes sont proportionnellement les plus élevées. Elles n'ont en revanche pas d'effets automatiques pour l'ensemble des salariés. Depuis 2005, la proportion de salariés profitant de la revalorisation du SMIC a ainsi fortement baissé, et avec les politiques d'allègements de cotisations sociales patronales, les effets de diffusion du SMIC dans les grilles salariales se sont réduits.

<sup>1</sup> Hors énergie et alimentaire.

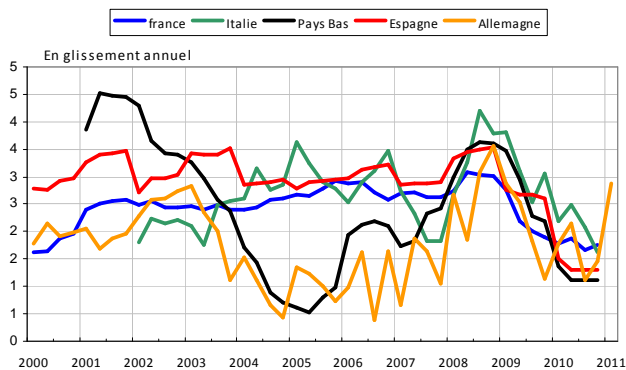
Mais, surtout, les possibilités de « rattrapage » salarial sont d'autant moins fortes que les systèmes nationaux de négociation collective subissent de plein fouet les conséquences de la crise, que cela passe par un niveau encore très élevé du taux de chômage (graphique 3), par la volonté des entreprises de redresser leur taux de profit, par les plans d'austérité budgétaire, par la pression à la mise en œuvre de réformes structurelles sur le marché du travail.

A l'exception de l'Allemagne, la tendance actuelle est au ralentissement des hausses de salaires. Les hausses de salaires négociés se situent dans de nombreux pays à des niveaux historiquement bas, y compris en France (graphique 4). En Espagne, elles ont été quasiment divisées par trois en 2010 par rapport aux progressions constatées depuis le début des années 2000. En Espagne mais aussi aux Pays-Bas, la croissance des salaires effectifs nominaux par tête était proche de zéro fin 2010. En Irlande, les salaires par tête ont cessé d'augmenter depuis le début de l'année 2008. Ils ont baissé en valeur nominale en 2010, de même qu'en Grèce. Sous l'effet des plans d'austérité, et suivant en cela les recommandations des organismes internationaux, des gels ou des baisses de salaires sont prévus dans la fonction publique dans de nombreux pays : Irlande (où le salaire minimum a par ailleurs été abaissé), Espagne, Grèce, Italie, Portugal, mais aussi en Allemagne, et en France.

En laissant subsister d'importantes capacités de production excédentaires (graphique 5), la crise met en concurrence les systèmes de négociation collective et accroît à tous les niveaux la pression à la généralisation de stratégies non coopératives de modération salariale.

Les accords dérogatoires sur le modèle allemand des « clauses d'ouverture » ou de décentralisation se multiplient dans plusieurs pays. En Italie par exemple, des accords d'entreprises ont été signés dans l'automobile en dehors de la convention collective de branche de la métallurgie. En Espagne, les négociations sur la réforme du système de négociation collective ouvertes début 2011 prévoient de développer les accords dérogatoires au niveau de l'entreprise sur les salaires, les conditions de travail, la formation, etc.

**Graphique 4 : Evolution des salaires négociés**



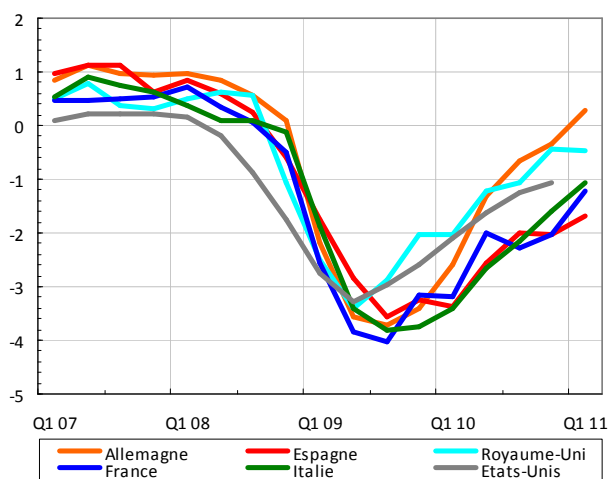
Sources : Allemagne : salaires conventionnels par tête, Bundesbank ; France : salaires mensuels de base, enquête Acemo Dares, Pays-Bas : Cao loonen, CBS, Italie : retribuzione contrattuali ISTAT

La plupart des prévisions tablent au mieux sur des progressions de salaire en 2011 proches de celles de 2010, y compris en France. On est donc loin de l'amorce d'une spirale « inflation salaire ». Certes, l'Allemagne fait exception. Dans l'industrie, mais aussi dans le bâtiment et dans certains secteurs de services, des hausses substantielles ont été négociées depuis l'automne 2010. Ces évolutions reflètent le redressement de la situation de nombreuses branches industrielles. Elles renvoient aussi au fait que, avec le

vieillesse démographique, de plus en plus d'entreprises sont et vont être soumises à des contraintes de main d'œuvre (le taux de chômage en Allemagne se situe à des niveaux historiquement bas). Dans l'ensemble de l'économie, les salaires négociés devraient progresser de +2% en moyenne en Allemagne en 2011 (de nombreuses branches avaient conclu des accords moins favorables qui courent en 2011), les instituts allemands tablent même pour 2012 sur des hausses de +2,8%. Il s'agirait là des plus fortes hausses constatées en Allemagne depuis le milieu des années 1990 (à l'exception de 1998 et de 2008).

Le paradoxe serait que la BCE craigne des dérapages salariaux en Allemagne, alors même qu'il peut en résulter à terme un rééquilibrage en faveur de la demande intérieure, susceptible de contribuer à la correction des déséquilibres extérieurs au sein de la zone euro. Ce dynamisme des salaires reçoit cependant un soutien politique large en Allemagne, y compris de la part du gouvernement, non sans un certain paradoxe, le même gouvernement prônant la modération salariale ailleurs au travers du pacte pour l'euro.

**Graphique 5 : Taux d'utilisation des capacités de production (niveaux centrés réduits en %\*)**



Source : Eurostat.

\* : Les soldes d'opinion centrés réduits visent à corriger des écarts de niveaux et de dispersion entre pays en les normalisant.

### 2011 : année de tous les dangers pour les salariés

Après avoir reculé en 2009 pour la première fois depuis 1992 dans la zone euro, la consommation des ménages a renoué avec des évolutions positives en 2010, à l'exception de la Grèce et de l'Irlande. Mais ce retour à des évolutions positives s'est fait partout à des rythmes très en deçà de ceux observés avant la crise, et il repose sur des bases fragiles.

En 2009, les mesures massives de soutien en faveur des ménages, le jeu des stabilisateurs automatiques mais aussi le recul des prix du pétrole avaient permis de limiter l'impact des destructions d'emploi sur le pouvoir d'achat des ménages, et donc sur le recul de la consommation.

En 2010, la situation du marché du travail s'est améliorée dans la plupart des pays de la zone euro, à l'exception de l'Irlande, du Portugal et de la Grèce. Le ralentissement des destructions d'emploi (en Espagne), le retour à des créations nettes d'emplois (en Allemagne, en France, aux Pays-Bas, en Belgique) ou la stabilisation de l'emploi ont soutenu la progression de la masse salariale. En même temps, le ralentissement des salaires négociés s'est fait relativement peu sentir dans plusieurs pays (notamment la France, l'Allemagne et l'Italie) en



raison de l'augmentation du temps de travail et du retour de certaines primes perdues au paroxysme de la crise. Mais en raison de l'accélération de l'inflation et du retrait progressif des mesures de soutien au revenu des ménages, ceux-ci n'ont vu qu'une amélioration très faible du pouvoir d'achat de leur revenu disponible. Dans l'ensemble de la zone euro, ce dernier a continué de reculer, et la progression de la consommation des ménages n'a été acquise que par la baisse de leur taux d'épargne. L'Allemagne est l'un des rares pays dans lequel la croissance du pouvoir d'achat des ménages, positive, a accéléré en 2010. En France notamment, le pouvoir d'achat des ménages s'est ralenti en 2010 (+1,2%, contre +1,6% en 2009).

En 2011, la consolidation de la consommation des ménages, composante essentielle d'une croissance auto-entretenu, est ainsi loin d'être acquise dans la zone euro. Les ménages vont en effet subir le triple choc de l'accélération de l'inflation, des séquences de la crise sur la progression des salaires, et des plans d'austérité mis en œuvre pour réduire les déficits publics, dont l'essentiel des effets va peser sur eux dans de nombreux pays. La plupart des prévisionnistes tablent sur une très faible accélération des dépenses de consommation des ménages en 2011 (voire sur un ralentissement) dans les grands pays de la zone euro... en supposant que ces ménages, plus ou moins rassurés sur leur avenir, piochent dans leur épargne. Cette baisse du taux d'épargne reste loin d'être assurée.

### Des profits, pas pour toutes les entreprises, et pour quoi faire ?

Dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier en France, la croissance de la consommation privée des ménages devrait également pâtir de la volonté de redressement des profits des entreprises : la recherche de gains de productivité pèsera sur le rythme des créations d'emploi.

Au sortir de l'année 2010, la situation des entreprises ressort comme très hétérogène : entre d'un côté les grands groupes internationalisés qui ont profité du dynamisme des émergents et les entreprises dont les débouchés et les implantations sont plus locales, entre les entreprises tournées à l'export et celles plus dépendantes des débouchés intérieurs, entre les entreprises opérant dans des secteurs où les ajustements ne sont pas encore achevés (cas de la construction dans de nombreux pays), et celles qui ont dépassé le niveau d'activité qu'elles avaient avant la crise.

Alors qu'aux Etats-Unis les entreprises ont renoué avec les niveaux de marges qu'elles avaient avant la crise (graphique 6), les taux de marge opérationnelle restent encore en moyenne inférieurs de 5% dans la zone euro par rapport aux niveaux observés avant la crise. Le redressement des marges, permis essentiellement par des gains de productivité, a été conséquent aux Pays-Bas ainsi que, dans une moindre mesure, en Allemagne, où la très forte rétention de main d'œuvre s'était traduite par une chute sans précédent de la productivité apparente du travail. En revanche, la situation de profit des entreprises apparaît comme encore relativement dégradée en Italie et en France. Les marges opérationnelles s'y sont peu redressées, et les taux d'autofinancement se situent à des niveaux faibles. L'amélioration de la situation de trésorerie des entreprises qui n'ont que peu bénéficié de la reprise reste par ailleurs fragile en France. Les entreprises ont adopté un comportement de stock très prudent en 2010 (la reconstitution des stocks est l'une des plus faibles de la zone euro), et elles devront faire face à la sortie des moratoires et des autres mesures de soutien, ainsi qu'à la hausse du coût des matières premières.

A l'exception de l'Allemagne, le niveau encore trop faible de la demande face aux capacités de production disponibles, la normalisation du rythme des importations des pays émergents et, dans certains pays, les contraintes d'offre (rentabilité et coût du financement), vont peser sur la dynamique d'investissement intérieur de la zone euro en 2011 et le redressement des taux d'investissement devrait rester très modéré dans la plupart des pays. En France, la dernière enquête de l'INSEE (avril 2011) sur les projets d'investissement des entreprises industrielles laisse cependant attendre une progression sensible : les industriels croient désormais davantage à la reprise.

## L'austérité budgétaire en question

### Le débat sur les modalités de la consolidation budgétaire

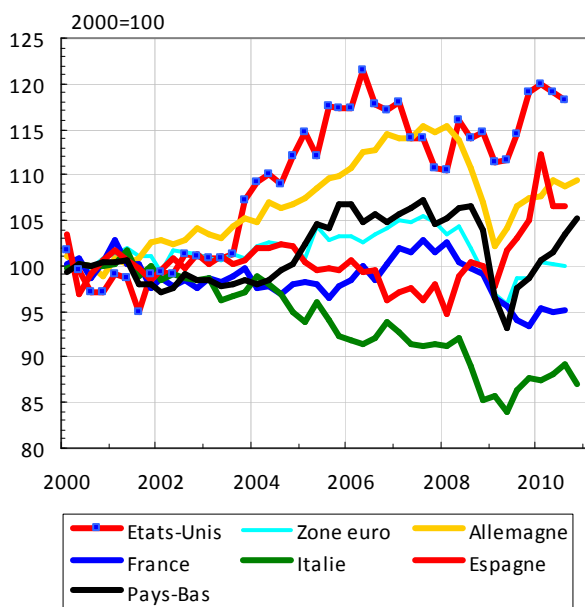
Si un certain consensus se dégage sur le bien fondé d'un retour à des niveaux d'endettement plus modérés, les opinions divergent sur le rythme et les modalités de ce retour :

- réduction immédiate et rapide des déficits au risque de casser la timide dynamique de la croissance actuelle ;
- réduction généralisée dans tous les pays ou ajustements différenciés selon le degré de contrainte budgétaire entre pays ;
- augmentation des impôts et, plus généralement, des prélèvements obligatoires ou diminution des dépenses publiques.

Les recommandations des organismes internationaux vont globalement dans le même sens, avec quelques nuances. Pour l'essentiel, ils prônent tous la réduction des dépenses et, seulement si cela n'est pas suffisant, une augmentation des impôts, essentiellement indirects. Les nuances portent sur le caractère plus ou moins rapide et plus ou moins généralisé des mesures.

Au vu des projets annoncés, les pays européens s'inscrivent globalement dans les lignes tracées par ces recommandations. Le freinage a déjà été amorcé en 2010 (sauf en Allemagne) et toutes les impulsions budgétaires seront négatives en 2011. Il devrait en être de même en 2012.

Graphique 6 : Evolution du taux de marge des sociétés non financières



Sources : Eurostat, BEA, calculs CEP Groupe Alpha.

### Austérité budgétaire généralisée en 2011

L'Insee a chiffré l'ampleur et la composition des plans de consolidation budgétaire contenus dans les projets de loi de finance de plusieurs pays pour 2011. L'ajustement budgétaire s'élèvera à 1,2 point de PIB dans la zone euro, 1,8 au Royaume-Uni en 2011. Il se poursuivra en 2012 (graphique 7).

Le programme engagé par les conservateurs au Royaume Uni prévoit de réduire le déficit à 1% du PIB en 2015, soit une réduction de près de 10 points en 5 ans. Le plan porte à 70% sur les dépenses publiques qui seraient réduites à l'horizon 2015 de plus de 100 milliards d'euros alors que la contribution des hausses de recettes ne serait que de l'ordre de 40 milliards d'euros. Coté dépenses, ce sont les prestations sociales qui sont le plus sollicitées avec une baisse de 30 milliards (dont la moitié due à la seule désindexation des pensions de retraite). Les suppléments de recettes pénaliseront essentiellement les ménages (hausse de la TVA de 3 points à 20%), alors que dans le même temps la baisse de l'impôt sur les sociétés et le relèvement des seuils d'exonération des cotisations sociales patronales apporteront un allègement de charges de 30 milliards pour les entreprises.

L'Espagne, qui avait relancé son économie dès 2008, s'est engagée dans l'austérité budgétaire dès 2010 avec : une augmentation des recettes de 11 milliards d'euros due principalement à un relèvement de 2 points du taux de TVA et une baisse des dépenses dont la mesure phare a été la réduction de 5% du salaire des fonctionnaires. Les dépenses sociales ont été relativement épargnées en 2010. En revanche, en 2011, c'est l'ensemble des dépenses publiques qui connaît une baisse avec cette fois la mise à contribution des transferts sociaux et une baisse de 37% des investissements publics. Coté recettes, les mesures pour 2011 portent toujours sur les impôts indirects mais également sur un alourdissement des impôts directs et aboutissent à un renforcement de la progressivité des impôts sur le revenu. Cependant, cette augmentation des recettes a un impact plus limité que les coupes dans les dépenses sociales. Sur une réduction attendue de 3,3 points du déficit, la baisse des dépenses devrait compter pour 2,3 points.

La Grèce a pour objectif de réduire son déficit à 2,6% en 2014, soit près de 13 points de PIB en 5 ans. Les deux tiers de l'objectif devraient venir de la baisse des dépenses : en 2010 cela a concerné la baisse des salaires et la réduction des effectifs dans la fonction publique, la baisse des pensions de retraite, la réduction des dépenses d'éducation et de santé, la réduction de 10% des dépenses courantes des ministères, de 11% pour les investissements publics, etc.. A ceci s'ajoute un certain nombre de réformes « structurelles » destinées à réduire les dépenses publiques ou les encadrer strictement (retraites, dépenses de santé, réforme des collectivités locales, programme de privatisation). Coté recettes, les prélèvements de crise institués en 2009 et 2010 ont porté sur les hauts revenus et les patrimoines immobiliers, mais l'essentiel des recettes supplémentaires viendra de l'augmentation de la TVA.

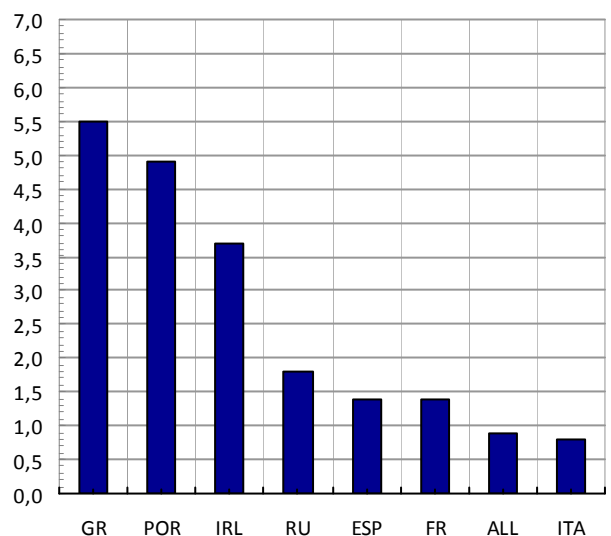
Au delà des effets d'annonce, l'Allemagne ne s'engage en revanche que très progressivement dans la consolidation budgétaire, les bons résultats de l'activité en 2010 la mettant en situation de passer rapidement sous la barre des 3% de déficit sans effort budgétaire démesuré. L'ajustement pour la période 2010-2014 porterait sur 0,7 à 1 point de PIB. La charge devrait peser principalement sur les ménages (45%) le reste se répartissant entre les entreprises (22%) et les administrations (33%).

En France, le gouvernement prévoit de revenir à un déficit de 3% du PIB en 2013 à partir de 7% en 2010<sup>2</sup>. Pour 2011, la réduction serait de 1,3 point dont 0,8 provenant de l'augmentation des recettes et 0,5 du freinage des dépenses publiques. Ces dernières ne devraient progresser que de 0,8% en volume (+2,5% en moyenne avant la crise) avec la fin définitive des mesures du plan de relance (y compris sociales), la poursuite des réductions d'effectifs (non remplacement partiel des départs en retraite), une économie de 2,4 milliards d'euros sur les dépenses de santé et les effets positifs de la croissance escomptée sur les dépenses sociales notamment dues au chômage (incidence -0,3 point de PIB). La projection financière officielle table sur une croissance revue en baisse pour 2011 (de 2,5% à 2%) mais maintenue à 2.5% au-delà de 2011, ce qui paraît encore optimiste, même aux yeux du gouvernement. Le maintien de l'objectif de réduction du déficit annoncé risque de se traduire par des coupes plus sévères dans les dépenses.

L'augmentation des recettes serait due aux nouvelles mesures de labotage des niches fiscales et sociales (0,5 point de PIB), à la fin complète des mesures de relance, aux effets différés de la réforme de la taxe professionnelle (0,2 point) et aux recettes fiscales supplémentaires entraînées par la croissance. La charge de l'austérité budgétaire devrait porter principalement sur les ménages, en quasi-totalité du côté du freinage des dépenses, environ pour la moitié du côté des recettes. Les années suivantes, du fait de la disparition des éléments conjoncturels qui facilitent la mise en œuvre de l'austérité en 2011, les mesures de rigueur risquent d'être plus sévères que ce qui est annoncé à l'heure actuelle.

Les mesures qui se mettent en place dans la plupart des pays européens s'inscrivent donc bien dans les préconisations des organismes internationaux, en faisant porter la charge des mesures d'austérité principalement sur les ménages et particulièrement sur les plus faibles au travers de la baisse des transferts sociaux. La part importante des nouvelles recettes en France et au Royaume Uni en 2011 tient pour une large part à un effet d'optique (annulation de mesures des plans de relance antérieurs, notamment suppression de la baisse de TVA de 3 points décidée en 2009 au Royaume Uni, effet report de la réforme de la taxe professionnelle en France).

Graphique 7 Plans de consolidation en 2011 (ampleur en points de PIB)



Source : INSEE.

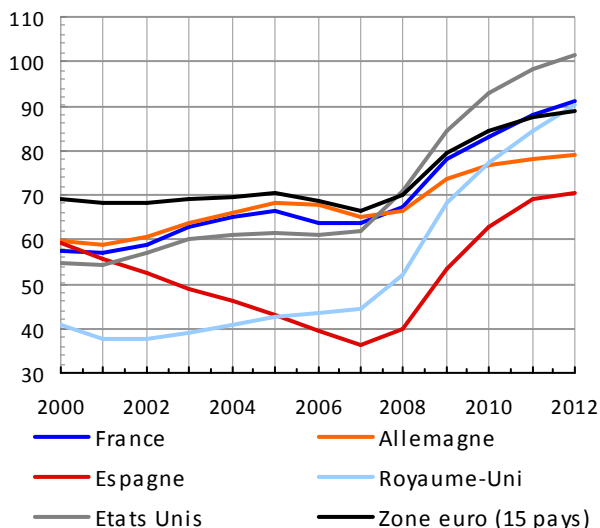
<sup>2</sup> Objectif maintenu du Programme de Stabilité et de Croissance (PSC) présenté à la Commission au printemps 2011.

### Des politiques illégitimes, inéquitables et pas les plus efficaces

Ces politiques sont illégitimes parce qu'en matière de conséquence des désordres financiers le principe « pollueur-payeur » ne semble pas s'appliquer. La hausse brutale des dettes publiques vient de la crise financière qui a pour cause la spéculation et les prises de risques excessifs des acteurs financiers et que l'on peut relier plus lointainement à la déformation du partage des revenus entre salaires et profits au bénéfice de ces derniers. S'y ajoute dans le cas de la France le fait qu'une bonne partie de la dette antérieure à la crise vient de baisses d'impôts et de cotisations sociales décidées en faveur des détenteurs de capitaux et des ménages les plus favorisés. Il serait légitime que ce soit les créanciers, c'est à dire les détenteurs de capitaux, qui supportent la majeure partie de l'apurement financier dont ils en sont en grande partie responsables.

Elles sont inéquitables car parmi les ménages, ce sont principalement les plus défavorisés qui subissent les amputations de revenus les plus fortes.

Graphique 8 Dettes publiques (en % du PIB)



Source : INSEE.

Elles ne sont sans doute pas non plus les plus efficaces, car les préconisations des organismes internationaux et de nombreux experts légitiment les réductions de dépenses en s'appuyant sur des études montrant que lors d'épisodes antérieurs de restriction budgétaire, un contexte monétaire (ou de change) favorable a permis d'en compenser les effets négatifs sur l'activité. Or à environnement monétaire inchangé, ces mêmes études montrent que le freinage de l'activité est nettement plus marqué en cas de réduction des dépenses publiques, notamment des transferts sociaux, qu'en cas d'augmentation des impôts, et ce d'autant plus que ces augmentations touchent les revenus les plus élevés. Autrement dit, les prélèvements sur les revenus les plus élevés sont moins pénalisants pour la croissance que les amputations sur les plus faibles revenus, pour autant que la politique monétaire reste neutre face à ces mesures.

### Des risques importants pour la croissance

Il y a fort à craindre qu'un resserrement budgétaire généralisé en Europe sape les bases de la consommation et se traduise par des multiplicateurs de freinage supérieurs à l'unité, certains économistes envisageant même des multiplicateurs proches de 2. Il en résulte des risques importants pour la reprise actuelle, sans que le résultat sur le déficit public soit celui escompté.

Il est probable que la solution pour les pays en grande difficulté passe par une restructuration de leur dette (c'est à dire, une annulation partielle et un rééchelonnement des remboursements) pour laquelle les créanciers (principalement des banques françaises et allemandes dans le cas de la Grèce) devraient être sollicités. Les bons résultats 2010 (qui se prolongent en 2011) des principales banques européennes, en dépit des provisions passées sur ces créances, montrent que cette participation est largement possible<sup>3</sup>.

Plus globalement, le redressement des comptes publics passe par la croissance, qui nécessite une relance salariale coordonnée à l'échelle européenne, renforçant d'autant l'enjeu d'une coordination accrue des négociations salariales en Europe<sup>4</sup>. Et ce sans relèvement des taux d'intérêt de la BCE, malgré le surcroît d'inflation que cela provoquerait à court terme.

### Le nouveau cadre de gouvernance européen

Au delà des modalités discutables, l'austérité budgétaire qui se met en place en Europe est rendue nécessaire par les carences de la gouvernance européenne. Mais elle ne traite pas du problème principal, qui n'est pas celui du déficit global ou de la dette publique globale de la zone euro mais celui de l'hétérogénéité des dynamiques des différentes économies qui la composent, et notamment des déséquilibres des endettements globaux (publics et privés) et des balances courantes (internes à la zone pour la majeure partie).

Or les réponses apportées en termes de solidarité au sein de la zone euro risquent de limiter encore plus à l'avenir les marges de manœuvre des politiques publiques (notamment budgétaires) et imposent des efforts asymétriques aux différents pays, dont les conséquences économiques et sociales peuvent être durables.

### La solidarité aura un prix

La crise a agi comme révélateur des risques systémiques associés aux défauts structurels d'intégration économique et de solidarité de l'Union économique et monétaire et débouché sur une réforme en profondeur de la gouvernance économique européenne, dont les principes ont été actés par les chefs d'Etat au conseil européen des 24 et 25 mars 2011 en contrepartie de la pérennisation du dispositif financier d'aide aux Etats (le « Mécanisme Européen de Stabilité »). Une partie des mesures doit être approuvée par le parlement européen d'ici l'été 2011.

La réforme du Pacte de stabilité et de croissance soumet les politiques budgétaires à de nouvelles contraintes (s'ajoutant au critère de déficit de 3%). Les augmentations de dépenses publiques excédant le taux de croissance de moyenne période du PIB et la non affectation des recettes excédentaires à la réduction du déficit pourront être sanctionnées. Les pays dont la dette publique dépasse 60% du PIB (onze sur dix sept en 2011) auront obligation de réduire de un vingtième par an l'écart avec cette norme. Une procédure de déséquilibre excessif est introduite pour les pays qui ne mettront pas en œuvre des réformes structurelles visant à corriger des déséquilibres macro-économiques avérés, mesurés sur la base d'un tableau de bord d'indicateurs (compétitivité, position extérieure nette, balance des paiements courants, valeur ajoutée dans la construction, prix de

<sup>3</sup> La Société Générale a estimé qu'une restructuration de 30% de la dette grecque lui coûterait 1,2 milliards d'euros à mettre en regard avec les 2,6 milliards d'euros de résultat annoncés pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2011.

<sup>4</sup> Dans sa résolution du 8 mars 2011 sur la gouvernance économique européenne, la Confédération Européenne des Syndicats appelle à une coordination renforcée des stratégies de négociation collective, sous la responsabilité des organisations syndicales. Voir notamment J. Fayolle, 2011 : « Le Pacte pour l'euro », Lettre du CEP n°6, avril.

l'immobilier, taux d'endettement privé et public). La coordination ex ante des politiques budgétaires, de l'emploi et structurelles est renforcée par un nouveau calendrier, le semestre européen, qui soumet les politiques nationales à l'examen et aux recommandations des autres pays, ainsi que de la Commission.

Le pacte pour l'Euro adopté fin mars 2011 par les dix-sept pays de la zone euro rejoints par la Bulgarie, le Danemark, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne et la Roumanie vise à une coordination concrète des politiques mises en œuvre des pays signataires : définitions d'objectifs prioritaires (compétitivité, emploi, soutenabilité des finances publiques, renforcement de la stabilité financière), propositions de mesures concrètes laissées à l'appréciation des pays, mais considérées comme prioritaires. Le pacte préconise la généralisation de règles budgétaires fixant des limites aux déficits publics et limitant à terme les marges de manœuvre des politiques budgétaires, sur le modèle de la règle constitutionnelle entrée en vigueur en 2009 en Allemagne, ainsi que la mise en œuvre de réformes structurelles, notamment des systèmes de retraites et de santé, mais aussi du marché du travail.

### La réduction de la dette avant tout

Le renforcement des volets préventif (critère de dépenses prudentes, introduction d'un critère de dette, prise en compte des déséquilibres macro-économiques) et correctif (dépôts et sanctions) du pacte de stabilité et de croissance était sans doute inévitable.

L'objectif est d'éviter que ne se reproduisent des situations comme celles de la Grèce. Il s'agit aussi de prendre en compte le fait que l'endettement excessif des agents privés fragilise la soutenabilité des finances publiques : des pays comme l'Espagne et l'Irlande étaient avant la crise en situation d'excédent ou de quasi équilibre budgétaire et leur niveau d'endettement public était l'un des plus bas de la zone euro. L'explosion de la dette publique a résulté du transfert vers l'Etat des risques pris par les agents privés pendant la période d'exubérance immobilière. La crise de la dette souveraine et l'ampleur de l'effort de consolidation à réaliser dans certains pays pour stabiliser le ratio de dette publique par rapport au PIB et éviter un effet « boule de neige » peuvent justifier l'introduction d'un critère relatif à la soutenabilité de la dette. Mais la solution apportée par la réforme du pacte de stabilité est punitive. Les normes imposées pour l'évolution des dépenses publiques, la réduction du ratio de dette publique et l'adoption de règles budgétaires contraindront fortement les possibilités de stabiliser l'économie en cas de ralentissement, ce qui renforcera le caractère « pro-cyclique » des dispositifs communautaires.

Une surveillance des déséquilibres macro-économiques est introduite pour tenir compte du risque potentiel sur l'endettement public au travers du suivi d'indicateurs. Mais on est loin d'un « carré magique » de croissance équilibrée : ni le taux de chômage, ni les inégalités de répartition et de distribution des revenus n'y figurent.

De nombreux économistes s'accordent pourtant pour considérer que ces facteurs ont joué un rôle clef dans les excès d'endettement privés, au côté de la déréglementation financière et de politiques monétaires trop accommodantes<sup>5</sup>.

### La désinflation compétitive n'est pas une voie royale

Le pacte pour l'euro fixe comme priorité le rééquilibrage des balances des paiements courants par la réduction des différentiels d'inflation et de compétitivité coût (coûts unitaires relatifs du travail) qui se sont accumulés depuis la création de la zone euro en 1999.

L'indicateur de compétitivité retenu tant par le pacte pour l'euro que pour le tableau de bord de la commission dans le cadre des déséquilibres excessifs est le coût unitaire de main d'œuvre (entendu comme coût de la main d'œuvre par unité de valeur ajoutée) par rapport aux principaux concurrents, y compris hors zone euro. Il tient donc compte à la fois des évolutions des salaires et de la productivité. Certes, certaines des mesures évoquées par le pacte pour l'euro pour améliorer la compétitivité visent à renforcer la productivité à travers l'effort d'innovation, de formation et d'investissement public. Mais les objectifs sont vagues. Rien n'est dit sur les enjeux du changement climatique, sur un soutien commun aux initiatives nationales de réindustrialisation, sur une meilleure coordination technologique en Europe.

L'ajustement des coûts salariaux est en revanche visé sans grande ambiguïté. Le pacte incite au réexamen des dispositifs de fixation des salaires. Il ne mentionne pas explicitement une suppression de l'indexation des salaires comme dans sa première version, mais incite à revoir les mécanismes d'indexation et le degré de centralisation des négociations collectives. Ces propositions ont été très largement condamnées par les syndicats européens<sup>6</sup>. L'effet le plus probable d'une généralisation de la modération salariale, y compris aux secteurs non exposés à la concurrence comme cela est proposé, est l'affaiblissement de la demande intérieure et non le rétablissement des parts de marché.

L'invention d'un nouveau modèle productif et la résorption des déséquilibres de balance des paiements courants ne reposent probablement pas sur la modération salariale. Une part non négligeable des déséquilibres accumulés depuis le début des années 2000 est imputable au fait que la modération salariale a pesé en Allemagne sur la dynamique de la demande intérieure, et sur les débouchés de ses partenaires. De ce point de vue, les bons résultats des négociations collectives en 2010, s'ils confirment l'amorce d'un changement de régime sur le marché du travail en Allemagne, sont l'une des bonnes nouvelles du printemps 2011. A suivre...

Centre Etudes & Prospective du Groupe ALPHA

Directeur de la rédaction :

**Jacky Fayolle**, Directeur du Centre Etudes & Prospective

20-24 rue Martin Bernard 75013 Paris – Tél. : 01 53 62 70 00

Rédacteurs : **Odile Chagny**, **Daniel Goudard**, **Antoine Rémond**

Impression : Parango – Mai 2011

<sup>5</sup> Aux Etats-Unis, cette thèse est notamment soutenue par Paul Krugman, prix Nobel en 2008, R. Rajan, ancien chef économiste du FMI. Une séance du congrès annuel de l'association d'économie américaine (AEA) de 2011 a débattu de ces questions.

<sup>6</sup> Résolution du 8 mars 2011 de la Confédération Européenne des syndicats sur la gouvernance économique européenne.