

Une reprise bien fragile

Christophe Blot, Economiste à l'OFCE, directeur adjoint du département analyse et prévision
Alternatives Economiques Hors-série n° 108 - février 2016

La reprise de la croissance mondiale se confirme en 2016. Mais elle est nourrie par des facteurs réversibles - à commencer par la baisse du prix du pétrole - et freinée par le ralentissement asiatique.

Le premier bilan de l'année 2015 confirme l'amélioration des perspectives de croissance entrevues à la fin de l'année 2014 pour les pays développés. La reprise s'est en particulier étendue à la zone euro qui était jusqu'ici restée en retrait du redémarrage de l'économie mondiale. Ces développements ne signifient pas pour autant que la page de la tourmente économique et financière globale qui a éclaté en 2008 est tournée. Les turbulences dans les pays émergents, et en particulier en Chine au cours de l'été 2015, indiquent plutôt que cette crise ne semble pas vraiment finir. Le poids économique de la Chine et son rôle dans le commerce international sont aujourd'hui tels que même avec un ralentissement en douceur de sa croissance, les conséquences sur le produit intérieur brut (PIB) mondial seront significatives. La reprise qui s'annonce en Europe en 2016 ne devrait toutefois pas être remise en cause. En effet, la croissance est aujourd'hui largement soutenue par des conditions financières favorables, des politiques budgétaires qui deviennent moins restrictives et un prix du pétrole très bas.

Les vents favorables à la croissance

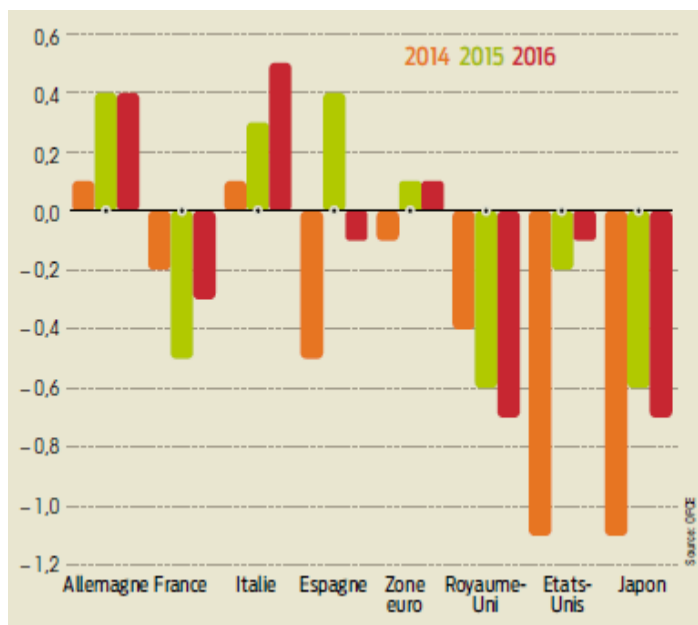
L'austérité budgétaire et la hausse des taux d'intérêt, qui avaient freiné la croissance mondiale et provoqué une deuxième récession fin 2011 dans la zone euro, ne pèsent plus sur la demande en 2015. Les conditions financières sont désormais soutenues par des politiques monétaires expansionnistes. Les niveaux des taux d'intérêt fixés par les banques centrales sont ainsi proches de zéro et l'adoption de programmes dits de *quantitative easing* (*) dans les pays développés a favorisé la baisse des taux à long terme.

Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a largement contribué au recul du risque de défaut de remboursement de la dette publique en lançant, en septembre 2012, son mécanisme d'opérations monétaires sur titres -Outright Monetary Transactions (*). En outre, depuis le début de l'année 2015, la BCE, inquiète de la faiblesse de l'inflation, s'est lancée comme d'autres banques centrales avant elle dans des opérations de *quantitative easing*. Ce choix intervient alors que la Fed, la banque centrale américaine, a cessé ses achats de titres depuis octobre 2014 et annoncé une première hausse de ses taux en décembre 2015.

Un peu moins de rigueur

Si l'on considérait la zone euro comme un seul Etat, celui-ci afficherait en 2016 une impulsion budgétaire très légèrement positive (+ 0,1 point de PIB), comme en 2015, contrairement aux années précédentes où celle-ci était négative (voir graphique). Autrement dit, la zone euro prise dans son ensemble a cessé d'ajouter de la rigueur à la rigueur.

Impulsion budgétaire, en point de PIB



[Cliquez pour agrandir l'image](#)

A l'intérieur de la zone, les situations sont cependant disparates. Alors que la France, la Belgique, le Portugal, la Finlande et la Grèce poursuivront leurs efforts de réduction des déficits publics ces deux prochaines années, l'Allemagne dispose de marges de manoeuvre et va pouvoir accroître ses dépenses (avec une impulsion budgétaire de l'ordre de 0,4 point de PIB en 2015 et 2016). La politique budgétaire serait également plus expansionniste en moyenne sur ces deux années en Italie et en Espagne, mais ces deux pays pourraient être rappelés à l'ordre par Bruxelles pour déficit excessif.

Il faut également souligner que malgré une impulsion positive sur l'ensemble de la zone euro, l'effet agrégé de la politique budgétaire européenne devrait être légèrement récessif en 2016. Pour deux raisons. D'une part, les politiques budgétaires les plus expansionnistes sont surtout menées en Allemagne où l'effet multiplicateur (*) est plus faible, dans la mesure où le chômage y est déjà très bas. D'autre part, en période de crise, une réduction des dépenses publiques a généralement un effet d'entraînement plus récessif sur le reste de l'économie que des augmentations d'impôts.

Inversement, une hausse des dépenses publiques a un effet d'entraînement plus positif que des allègements fiscaux. Or, certains pays, la France notamment avec le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (Cice) et le pacte de responsabilité, adoptent des mesures de réduction de la fiscalité qu'elles financent intégralement par une réduction des dépenses.

Cette décision envoie le signal d'un resserrement progressif de la politique monétaire outre-Atlantique, au moment où la BCE entend prolonger son *quantitative easing* afin d'atteindre son

objectif d'inflation. Il en résulte une nouvelle baisse de l'euro vis-à-vis du dollar, dans la continuité de la tendance à la dépréciation observée depuis le milieu de l'année 2014 (voir graphique page 8). Cette évolution du taux de change de l'euro améliore la compétitivité des entreprises de la zone euro et soutient son commerce extérieur.

Du côté de la politique budgétaire, si la phase de consolidation est loin d'être terminée, le rythme et l'ampleur des mesures annoncées diminuent. Dans la zone euro, après l'important effort d'ajustement budgétaire entamé en 2010, l'impulsion budgétaire (*) sera quasi nulle en 2015 et 2016, mais elle devrait néanmoins avoir un effet négatif sur la croissance de certains pays de la zone euro (voir encadré ci-dessus). L'impulsion resterait négative aux Etats-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni, où le nouveau gouvernement de David Cameron a fait de la réduction du déficit budgétaire une priorité, ce qui se traduira par de nouvelles mesures d'économies.

Cependant, les pays industrialisés profitent pleinement de la baisse du prix du pétrole, qui semble durable. En moyenne, sur l'année 2015, le prix du baril a baissé de 46 %, ce qui engendre un gain de pouvoir d'achat pour les ménages et une réduction des coûts pour les entreprises.

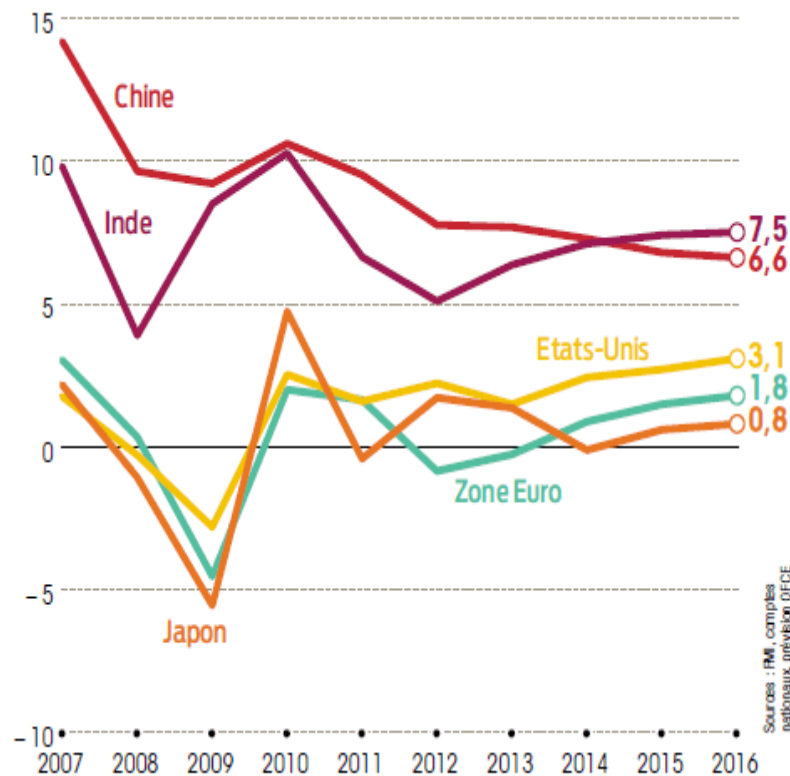
Ces différents facteurs - politique monétaire, budgétaire et prix de l'énergie - créent ainsi un environnement plus favorable à la croissance mondiale. Mais tant que la reprise, particulièrement dans la zone euro, ne s'appuiera pas sur une dynamique interne et auto-entretenu, elle restera fragile. Et ce d'autant plus qu'il faut compter avec les effets du ralentissement des économies asiatiques.

Un vent contraire venu de Chine

L'intégration régionale en Asie a sans doute permis d'amortir le choc de la grande récession de 2008-2009, du fait notamment de la résilience de l'économie chinoise et du plan massif de relance mis en oeuvre par le gouvernement de Pékin. Mais aujourd'hui, le ralentissement de la première puissance commerciale frappe de plein fouet les autres économies de la région, très dépendantes de la demande chinoise. En effet, les importations de la Chine n'ont augmenté que de 4 % en 2015 et ne devraient progresser que de 4,2 % en 2016 et 2017, contre une croissance moyenne de 10 % observée entre 2006 et 2013. Certes, il faut compter avec la baisse du prix du pétrole dont les pays de la région sont généralement importateurs nets (à l'exception de la Malaisie), mais cet effet positif ne compense pas, loin s'en faut, l'impact de la baisse des importations chinoises. Au final, la croissance de l'ensemble de la zone asiatique a significativement ralenti en 2015 et devrait s'établir à 6 %, contre une moyenne de 7 % entre 2008 et 2014.

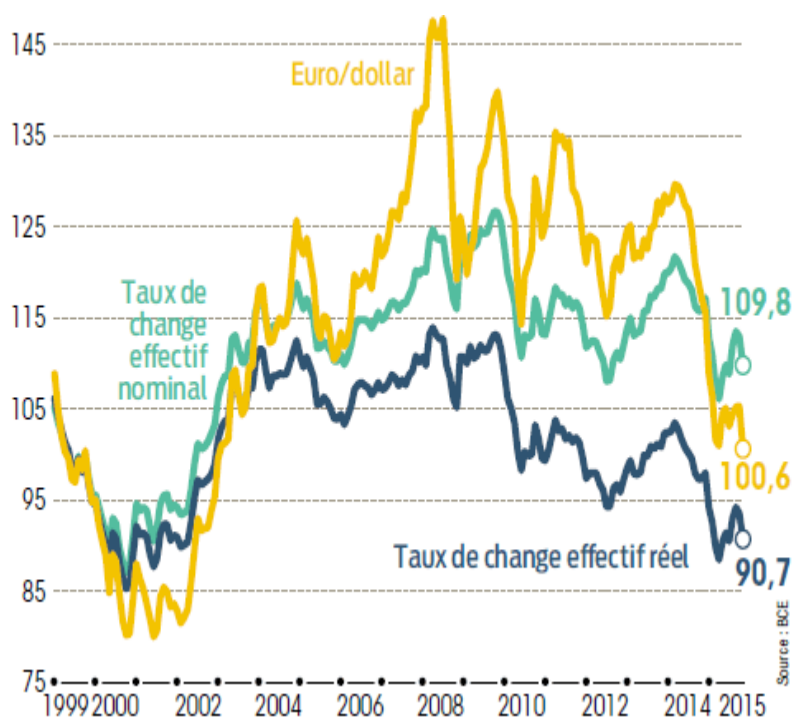
Dans les autres zones émergentes, les pays producteurs de pétrole et de matières premières voient leur situation économique se dégrader. C'est notamment le cas de la Russie et du Brésil, deux pays pour lesquels s'ajoutent également des facteurs internes qui font plonger ces deux pays dans la récession.

Taux de croissance annuel, en %



[Cliquez pour agrandir l'image](#)

Taux de change de l'euro, base 100 = 1999



[Cliquez pour agrandir l'image](#)

Inversement, les économies émergentes d'Europe de l'Est, importatrices nettes de matières premières et peu liées commercialement à la Chine, sont jusqu'ici épargnées. Et elles vont continuer de croître à un rythme dynamique, tirant notamment profit de la reprise dans la zone euro. Mais cette touche positive ne change pas le bilan global : la croissance des pays en développement et des

pays émergents pris dans leur ensemble marque le pas : elle est estimée à 3,2 % en 2015, contre 4,6 % en moyenne sur la période 2012-2014. C'est une situation inverse de celle des pays développés où la croissance (1,2 % en moyenne sur la période 2012-2014) devrait avoir atteint 1,9 % en 2015 et progresser à 2,2 % en 2016 et 2017. Cette progression sera toutefois freinée par la baisse des importations chinoises, selon l'intensité de leurs échanges avec le géant asiatique. En Europe, l'Allemagne devrait être plus touchée.

La zone euro à la traîne

Avec une reprise qui se confirme, le revenu par habitant devrait enfin retrouver en 2016 son niveau d'avant-crise dans l'ensemble des pays développés. C'est déjà le cas du Japon depuis le début de l'année 2013, des Etats-Unis depuis la fin 2013 et du Royaume-Uni depuis début 2015. Restait la zone euro. Le PIB par habitant y était, au troisième trimestre 2015, encore inférieur à son niveau d'avant-crise, mais le rattrapage est attendu d'ici à la fin de l'année 2016.

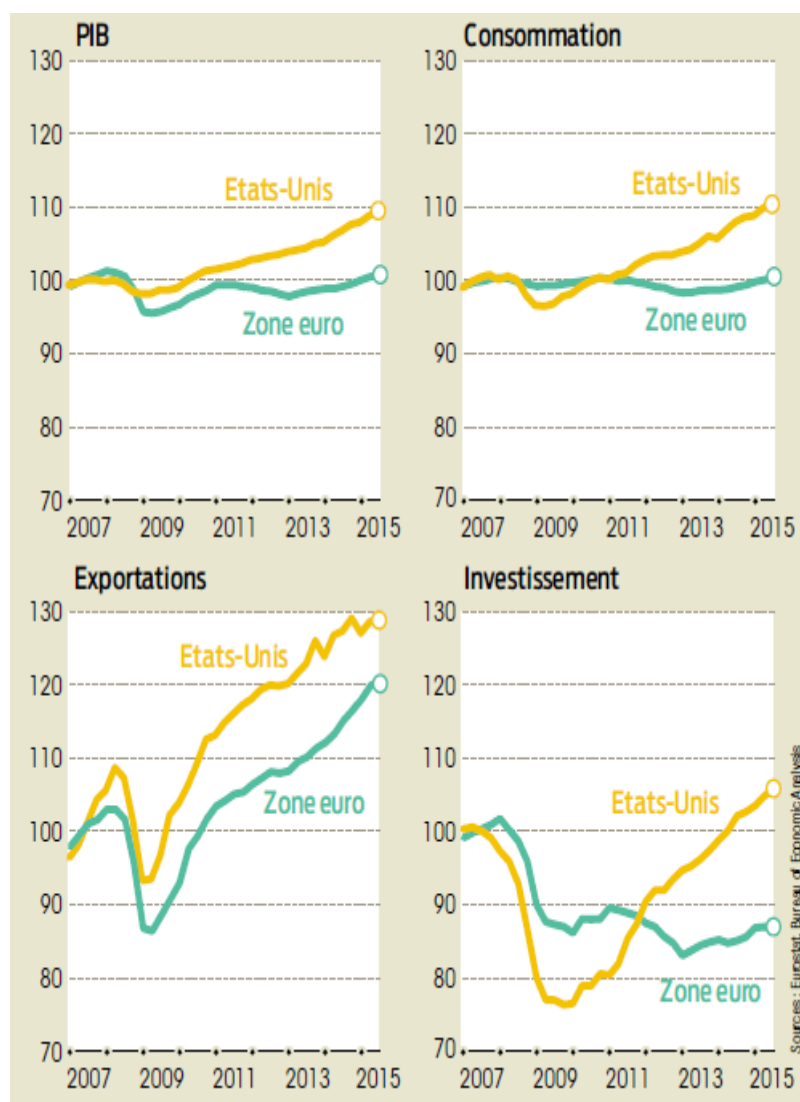
Ce rattrapage des revenus ne doit cependant pas masquer le fait que la zone euro a accumulé un retard de croissance considérable, en particulier vis-à-vis des Etats-Unis (voir graphique page 9). Entre 2012 et 2014, l'activité des pays de la zone euro a stagné, alors que celle des Etats-Unis affichait une croissance du PIB de 2 % en moyenne. La reprise qui s'était engagée dans la zone euro après la forte contraction de 2008-2009 a rapidement tourné court. En effet, la crise de la dette souveraine s'est traduite par une hausse rapide et incontrôlée des taux d'intérêt exigés par les acteurs financiers, ce qui en retour a poussé les Etats membres, en quête de crédibilité aux yeux des marchés de capitaux, à engager des politiques budgétaires restrictives. Loin de favoriser la reprise, cette politique d'austérité renforcée dans un contexte de demande atone adressée aux entreprises a alors plongé la zone euro dans une nouvelle récession en 2012-2013.

Si la situation s'améliore en 2015, il n'en demeure pas moins que la croissance reste insuffisante pour combler l'écart qui s'est creusé avec les Etats-Unis et, surtout, pour réduire rapidement le taux de chômage de la zone euro. Celui-ci s'établissait encore à 10,7 % de la population active en octobre 2015. Etant donné le rythme de croissance anticipé en 2016 (1,8 %), le taux de chômage moyen dans la zone euro pourrait baisser de 0,6 point cette année. A ce rythme, il faudrait pratiquement sept ans pour ramener le chômage à son niveau d'avant-crise. Si la sortie de crise économique semble se préciser, la crise sociale, elle, a donc de beaux jours devant elle.

Des pressions déflationnistes toujours présentes

Plusieurs éléments suggèrent que le risque déflationniste (*), très prégnant au cours de l'année 2014, a diminué, mais qu'il ne s'est pas complètement résorbé. Il menace toujours la zone euro. La croissance s'est consolidée, voire renforcée, mais elle demeure fragile. En effet, alors même que les politiques monétaires sont encore expansionnistes, les taux d'inflation restent proches de zéro en Europe et aux Etats-Unis, un niveau inférieur aux objectifs des banques centrales.

PIB, consommation, exportations et investissement aux Etats-Unis et dans la zone euro, base 100 = 2007



[Cliquez pour agrandir l'image](#)

Cette faiblesse actuelle des prix résulte en partie du très fort recul des prix de l'énergie et des matières premières. Toutefois, lorsque ces facteurs sont exclus, le risque déflationniste demeure élevé dans la zone euro avec une inflation sous-jacente (*) comprise entre 0,6 % et 1,2 % depuis avril 2013 dans les pays de la zone euro (voir encadré ci-dessus). La faiblesse de l'inflation s'explique à la fois par la sous-activité et par le niveau élevé du chômage, qui contraignent les revendications salariales. Elle pourrait aussi s'expliquer par une baisse des anticipations des acteurs économiques, qui intègrent dans leurs décisions de long terme une inflation plus basse. Ce sont notamment ces anticipations qui inquiètent la BCE. Et qui expliquent l'annonce, lors de sa réunion de décembre 2015, de l'extension du *quantitative easing*.

Écarts d'inflation : vers une convergence dans la zone euro ?

Les écarts d'inflation entre pays de la zone euro traduisent des différences de situation économique, et notamment d'évolution des salaires. Ainsi, en Allemagne, où les coûts salariaux unitaires ont progressé de 2,6 % entre 2008 et 2015, l'inflation sous-jacente est légèrement supérieure à 1 %, tandis qu'elle est inférieure à 1 % en Espagne où ces coûts n'ont augmenté que de 1,2 %.

Les écarts d'inflation sont généralement considérés comme des facteurs de convergence entre

économies inégales. En effet, dans un pays où l'inflation est plus faible, les pressions salariales sont moins fortes, ce qui augmente sa compétitivité et lui permet d'acquérir des parts de marché. En réalité, les écarts d'inflation observés aujourd'hui dans la zone euro, comme ceux entre l'Espagne et l'Allemagne, sont trop faibles pour corriger les déséquilibres d'avant-crise. De plus, la faiblesse de l'inflation sous-jacente dans une Allemagne qui accumule les excédents de balance des paiements pousse certains pays, notamment du sud de la zone euro, vers une situation d'inflation - voire une déflation - durablement basse.

- * Quantitative easing (ou assouplissement quantitatif) : politique de la banque centrale consistant à provoquer une baisse des taux d'intérêt à long terme en achetant, par création monétaire, des titres de dette (généralement publique) sur le marché obligataire.
- * Opérations monétaires sur titres : programme qui permet à la Banque centrale européenne d'acheter des titres de dette publique vendus par les banques sur le marché obligataire.
- * Impulsion budgétaire : variation du solde budgétaire (recettes publiques moins dépenses publiques) par rapport à l'année précédente, décidée dans le cadre de la politique économique (et non imputable aux fluctuations conjoncturelles de l'activité).
- * Risque déflationniste : baisse des prix engendrant celle des revenus, laquelle engendre à son tour une baisse de la demande, qui incite les producteurs à baisser leurs prix, etc.
- * Inflation sous-jacente : mesure désaisonnalisée de l'inflation qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Elle exclut en particulier les produits à prix volatils (produits pétroliers, agricoles...) qui subissent des mouvements très variables dus à des facteurs climatiques ou à des tensions sur les marchés mondiaux.

Christophe Blot, Economiste à l'OFCE, directeur adjoint du département analyse et prévision
Alternatives Economiques Hors-série n° 108 - février 2016