

# **LE SPECTRE DE LA DEPRESSION**

**DYNAMIQUE CONJONCTURELLE D'UNE CRISE STRUCTURELLE**

(Avril 2009)

**CENTRE ETUDES & PROSPECTIVES DU GROUPE ALPHA**

## SOMMAIRE

<b>Le travail de sape de la crise financière .....</b>	<b>7</b>
Les banques centrales au front .....	7
Risque d'insolvabilité systémique ?.....	9
Le Rubicon de la nationalisation .....	11
La restructuration de l'intermédiation financière sur l'agenda .....	13
<b>Géographie de la contagion .....</b>	<b>17</b>
L'épicentre américain .....	17
La contamination mondiale.....	18
L'Europe, « victime coupable » .....	20
<b>Cartographie sectorielle de la propagation.....</b>	<b>22</b>
Scansion temporelle dans l'économie française.....	22
<i>L'immobilier : un retournement précoce masqué par un stockage spéculatif.....</i>	<i>23</i>
<i>Propagation dans les autres secteurs.....</i>	<i>25</i>
Facteurs de résistance et d'aggravation en France .....	26
Quelles transitions sectorielles dans la crise ? .....	31
<b>La gestion sociale de la crise .....</b>	<b>32</b>
Emploi et chômage : le retour de la file d'attente .....	32
L'adaptation flexible de l'emploi via l'intérim .....	36
Les salaires, entre hausse du chômage et repli de l'inflation .....	37
Un traitement social de la crise qui manque de consistance .....	39
<b>Plan de relance et perspectives .....</b>	<b>41</b>
Les plans de relance américains.....	41
Les plans japonais .....	42
La relance chinoise.....	42
Les plans européens de 2008 .....	43
Des prévisions macroéconomiques en révision permanente.....	45
Que serait le bon plan de relance ? .....	49
La nécessité d'une nouvelle vague de plans de relance en Europe.....	50

# **Le spectre de la dépression**

## ***Dynamique conjoncturelle d'une crise structurelle***

L'automne 2008 est-il inédit dans l'histoire économique ? Le collapsus de l'économie mondiale a pris l'allure d'une « panne TGV » généralisée : blocage de la gare d'arrivée et rupture de caténaire sur une ligne à haute fréquence, si bien que le stock de rames en rade équivaut au flux de celles qui circulaient peu de temps auparavant. Le fonctionnement à flux tendus de l'immense atelier planétaire s'est rompu, sous l'impact des chocs affectant à la fois la demande finale (la gare d'arrivée) et les échanges entre entreprises (la caténaire). A l'automne 2008, la production industrielle et le commerce de marchandises ont chuté, à l'échelle mondiale, selon des rythmes annualisés atteignant, au moins transitoirement, quelques dizaines de pourcents (graphique 1). L'intégration productive de l'économie mondiale contribue à expliquer la vitesse et l'intensité de la propagation du mouvement récessif.

Ce **collapsus de l'économie mondiale**, à l'automne 2008, n'est pas tombé du ciel. Il manifeste l'exacerbation d'une course-poursuite, depuis bientôt trois ans, entre un retournement cyclique qui a démarré somme toute sur un mode habituel et une crise financière qui mélange des traits récurrents et d'autres plus inédits. La crise s'est amorcée par un retournement cyclique d'allure classique, en commençant par l'immobilier américain : aux Etats-Unis, ralentissement de la croissance dès la mi-2006, menaces de franche récession à partir de la fin 2007 ; en Europe, ralentissement à partir de l'automne 2007 puis signes annonciateurs de récession à partir du printemps 2008. Mais les parades politiques timides et partielles, au long des années 2007-2008, n'ont pas empêché la déflagration financière déclenchée par le bubon des *subprimes* de s'approfondir et de se propager jusqu'au paroxysme de l'automne 2008. Les chocs communs (retournement immobilier, pic inflationniste de la mi-2008, éclatement de la bulle financière) l'ont emporté et fait d'un retournement cyclique étalé une récession chaotique et synchronisée à l'échelle mondiale, dont le cours macroéconomique peut être dévié, sans crier gare, par la survenue intempestive d'évènements singuliers (la défaillance de *Lehman Brothers*, en septembre 2008, fut l'un de ces points de bifurcation). C'est devenu une crise générale des activités économiques, industrie comme services, organisées à l'échelle de la planète, et désormais une crise de l'emploi, à la même échelle. De manière symptomatique, les pays de taille moyenne ou modeste, très exposés au commerce mondial, sont particulièrement frappés.

**La propagation géographique de la crise** à l'échelle planétaire joue un rôle majeur dans sa dynamique : c'est bien pour cette raison, notamment, que ses perspectives sont malaisées à discerner. L'espoir d'un découplage entre l'engagement américain dans la récession et la résilience<sup>1</sup> des économies émergentes et européennes s'est effondré en deux temps :

- au printemps 2008, lorsque les anticipations d'activité des entreprises européennes, qui avaient résisté jusqu'alors, se sont franchement infléchies dans un sens pessimiste. Les

---

<sup>1</sup> Le thème de la résilience (une économie résiliente est capable de résister et de réagir positivement aux chocs qui l'atteignent) a fait florès dans la littérature économique de la dernière décennie : les économies de l'OCDE seraient devenues plus résilientes en raison des réformes structurelles qu'elles ont connues. Nul doute que cette idée sera sérieusement revisitée.

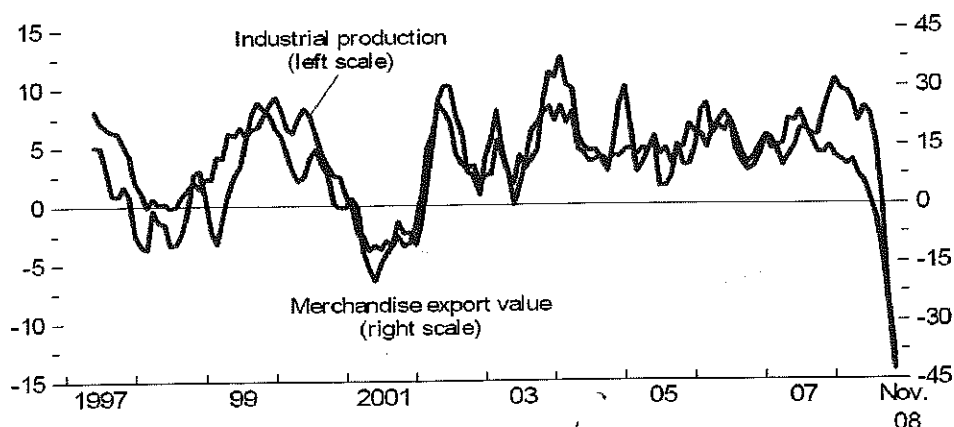
entreprises perçoivent l'inflexion négative de la demande finale de consommation et d'exportation et en tiennent compte elles-mêmes dans de premières révisions à la baisse de leurs dépenses d'investissement. La dernière hausse de son principal taux de refinancement décidée par la BCE en juillet 2008, quoique limitée (de 4 à 4,25%), apparaît inopportune : lorsqu'elle intervient, la croissance du crédit aux ménages comme aux entreprises est déjà en Europe sur une pente de ralentissement.

- à l'automne 2008, lorsque l'exacerbation de la crise financière a manifesté l'existence d'un risque systémique<sup>2</sup> transatlantique et que le blocage du financement du commerce international a fait jouer, après l'intégration instantanée des marchés financiers, l'intégration de l'économie réelle : l'atelier-monde s'est dérégulé. La vitesse électronique des transactions a contribué au blocage généralisé des échanges. Les effets multiplicateurs d'un tel blocage sont redoutables à l'échelle mondiale. Qui peut dire aujourd'hui l'impact que cela aura, au travers de la « mémoire » des agents confrontés à ce choc mettant brutalement en cause la solidité de leur *business model*, organisé à l'échelle mondiale ?

Le danger est que les acteurs de la vie économique, traumatisés par la violence des tendances instantanées, extrapolent leur poursuite cumulative et que leurs **anticipations dépressives** gonflent les **surcapacités attendues** à horizon de six mois, un an,... Le palier bas sur lequel se stabilisera l'activité n'est pas prédéfini : après l'ajustement immédiat de la production consécutif à la correction des stocks accumulés dans les secteurs sensibles (la construction, l'automobile, les biens intermédiaires...), vient le report ou l'annulation des projets d'investissement, et surtout la destruction économiquement et socialement coûteuse des emplois.

### Graphique 1 : la panne TGV de l'économie mondiale

Production industrielle (échelle de gauche) et commerce de marchandises (échelle de droite)  
croissance sur 3 mois en % annualisé



Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, 28 janvier 2009

<sup>2</sup> Un risque est de nature systémique lorsqu'il ne peut plus être géré par les techniques habituelles d'assurance ou de couverture, parce que, faisant jouer les relations croisées entre institutions financières, il affecte le système financier dans son ensemble.

## Le travail de sape de la crise financière<sup>3</sup>

A l'automne 2008, la multiplicité des canaux de propagation de la détresse financière et l'interdépendance des institutions vulnérables ont fait toucher du doigt la matérialisation du risque systémique<sup>4</sup>. La crise de liquidité, c'est-à-dire la difficulté des institutions financières à obtenir sur le marché monétaire de gros les ressources qu'elles avaient auparavant l'habitude d'emprunter au jour le jour en fonction de leurs besoins courants, traduisait la défiance généralisée envers leur solvabilité. La course à la liquidité par le bradage d'actifs a participé au krach boursier en interagissant avec les anticipations dépressives désormais adoptées par les investisseurs.

### Les banques centrales au front

**Les interventions publiques**, des Etats et des Banques centrales, n'ont pas permis d'éviter ce krach de fin d'année, dont les répliques se font toujours sentir au premier trimestre 2009. Mais elles ont paré à la généralisation de la panique, notamment parmi les déposants et épargnants, en trouvant des substituts à la rétraction du marché monétaire. Un système financier sans relations interbancaires normales pour animer ce marché monétaire est comme un moteur sans huile : il finit par cramer. Les banques centrales ont fluidifié ce marché, au prix d'une détente prononcée de leurs taux d'intervention, jusqu'à proximité immédiate du taux zéro pour la Réserve fédérale américaine (FED), et d'une extension de leurs interventions dites non conventionnelles. L'acquisition directe par les banques centrales (notamment américaine et britannique) de créances privées et publiques en échange de la monnaie qu'elles émettent leur fait jouer un rôle d'intermédiation aujourd'hui mal rempli par un système bancaire en cale sèche. La conséquence en est, depuis l'automne 2008, un gonflement impressionnant du bilan des banques centrales avec, à l'actif, la reprise de créances plus ou moins fiables, et, au passif, les dépôts de liquidités par les banques qui les thésaurisent frileusement aussitôt qu'elles les acquièrent. C'est de la création monétaire en circuit fermé, qui assure la survie des banques plus qu'elle ne contribue à la relance du financement de l'économie. La transmission de la baisse des taux d'intervention des banques centrales aux emprunteurs privés s'enlise dans cette « trappe à liquidité ». Jusqu'à quel point ce processus est-il sans conséquences pour la crédibilité des banques centrales et la valeur des monnaies qu'elles émettent ? Dans quelle mesure fait-il peser une hypothèque inflationniste sur les années à venir ? Le gonflement du bilan des banques centrales est-il réversible en douceur, lorsque les conditions financières seront en voie de normalisation ? Les réponses à ces questions ne sont pas tranchées aujourd'hui et dépendent de la capacité de l'action publique à remettre l'activité sur un chemin de croissance significative.

<sup>3</sup> Cette partie a bénéficié des apports de l'équipe Banque-Assurance de Secafi CTS.

<sup>4</sup> Les enchaînements de l'automne 2008 sont analysés dans la note « Crise financière et conjoncture », Département des Etudes du groupe Alpha, 20 octobre 2008 ([http://www.groupe-alpha.com/points\\_de\\_vue/17-crise-financiere-et-conjoncture-etat-des-lieux-presente-par-le-departement-etudes-du-groupe-alpha-avec-l-appui-de-l-equipe-banque-assurance-paris](http://www.groupe-alpha.com/points_de_vue/17-crise-financiere-et-conjoncture-etat-des-lieux-presente-par-le-departement-etudes-du-groupe-alpha-avec-l-appui-de-l-equipe-banque-assurance-paris)).

Depuis l'éclatement de la crise financière à l'été 2007, quand la défaillance des prêts *subprimes* et des chaînes de titrisation fut révélée au grand jour, **deux phases** se sont succédées dans l'action des banques centrales<sup>5</sup>, ce qu'illustre l'évolution de leurs bilans (graphique 2) :

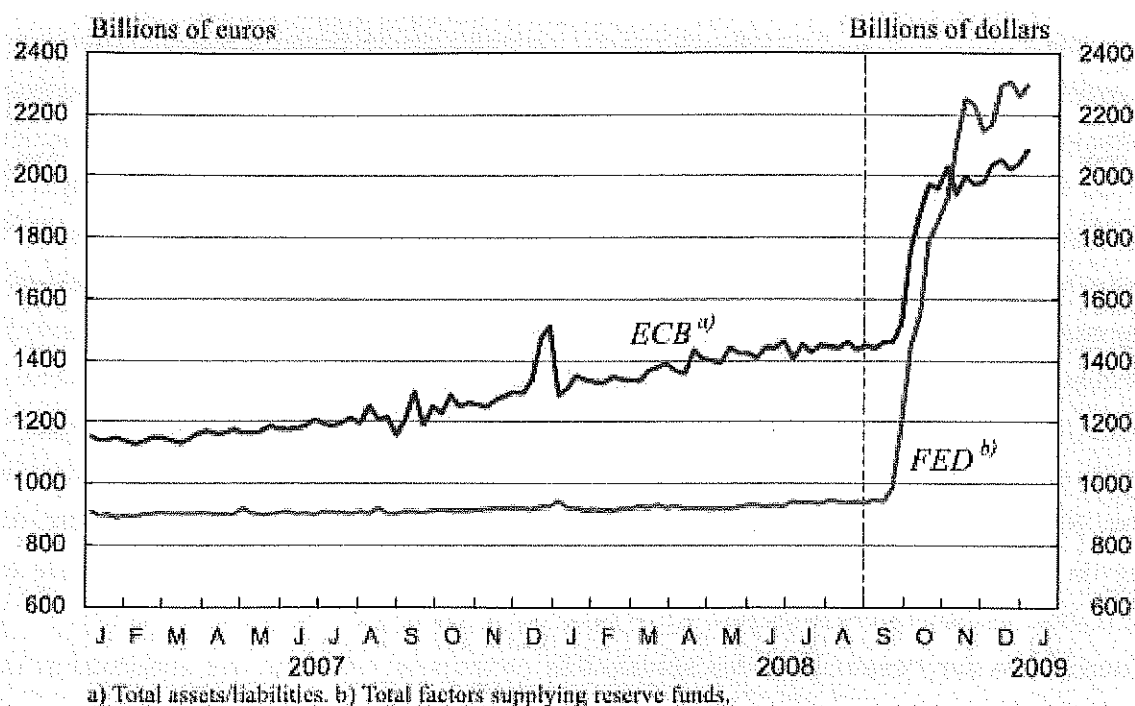
- jusqu'en septembre 2008, elles ont paré en souplesse aux tensions sur la liquidité en élargissant la palette de leurs interventions : la FED, en recourant à de nouveaux outils au fil des circonstances, tout en baissant franchement ses taux de référence ; la BCE, en jouant habilement des outils disponibles dans sa panoplie toute neuve, tout en déconnectant cette intervention du maniement de son taux directeur, plus rigide que dans le cas de la FED. Ces interventions restent « stérilisées », c'est-à-dire qu'elles conduisent à la déformation des bilans des banques centrales, non pas à leur gonflement massif : la FED, en même temps qu'elle ouvre les vannes de la liquidité pour le compte des banques, en retire par la vente de plus de la moitié des Bons du Trésor qu'elle détenait auparavant.
- Confrontées, avec la chute de *Lehman Brothers*, au risque de panique, les banques centrales changent de braquet : la FED accorde des montants quasi-illimités de liquidité afin de dégeler le marché interbancaire et de secourir les institutions en détresse. En quelques mois, son bilan a plus que doublé, avant de se replier quelque peu début 2009. Une grande partie de la liquidité injectée n'est plus stérilisée, mais ne finance pas non plus directement l'économie réelle : elle alimente les réserves, désormais rémunérées, que les banques accumulent au passif de la FED. Cette politique dite de *credit easing*, sans limite quantitative prédéterminée, contribue, de pair avec le repli du taux directeur au voisinage de zéro, au retour des *spreads*<sup>6</sup> affectant les taux interbancaires à leur niveau de septembre 2008, antérieur au pic dramatique d'octobre. La BCE change aussi de stratégie : elle ne dissocie plus désormais le maniement du taux directeur et la gestion de la liquidité. Sans aller jusqu'au taux zéro, elle relâche nettement son taux directeur (abaissé d'un demi-point jusqu'à 1,25% début avril 2009) et satisfait sans limite la soif de liquidité des banques, en élargissant la gamme des actifs collatéraux qu'elle accepte en garantie. La taille de son bilan augmente d'environ un tiers. Mais les liquidités nouvellement émises se retrouvent environ pour deux tiers au passif, sous forme, là aussi, de réserves accumulées par les banques.

A partir de l'automne 2008, les banques centrales fournissent de la liquidité au système économique sans limite prédéfinie. Elles satisfont à la fois les besoins de liquidité des banques et ceux des autres agents, dont les Etats. A la mi-mars 2009, la FED annonce un vaste programme d'achat de bons du Trésor à long terme (pour 300 milliards de dollars au cours des six prochains mois) et fait plus que doubler son enveloppe d'achat d'obligations liées à des crédits immobiliers (en ajoutant 750 milliards). La satisfaction ainsi apportée aux besoins immédiats de liquidité n'en fait que plus ressortir la difficulté à résoudre les problèmes fondamentaux de solvabilité.

<sup>5</sup> Ce paragraphe prend appui sur le document très complet de Guilhem Bentoglio et Guillaume Guidoni, « Les Banques centrales face à la crise », présenté à la Journée d'étude de l'OFCE, *La crise financière, ses causes, son déroulement, ses conséquences. Quelles leçons ?*, 12 février 2009.

<sup>6</sup> Les *spreads* sont les écarts, censés représenter le coût des risques de crédit et de liquidité, entre les taux d'intérêt que subissent les emprunteurs et le taux de référence correspondant à un actif supposé sans risque.

**Graphique 2 : Les bilans de la FED et de la BCE**



Source: European Central Bank; Federal Reserve Bank.

D'après *The European Economic Advisory Group Report on the European Economy 2009*, CESifo, February 2009

### Risque d'insolvabilité systémique ?

A l'échelle du monde, les injections de fonds en direction des banques, afin de les recapitaliser, couvrent avec peine **les pertes supputées** sur leurs actifs. Ces pertes agrègent la dévalorisation des actifs toxiques, la réévaluation de ceux qui ne le sont pas aux prix du marché, les défaillances attendues du portefeuille de prêts en raison de la dégradation économique. Elles se montent à quelques trillions de dollars (1 trillion = 1000 milliards). L'évaluation précise est difficile, l'opacité des comptes bancaires constituant un facteur informationnel de la crise. L'équipe de Nouriel Roubini <sup>7</sup> évalue à 3,6 trillions de dollars les pertes sur les prêts (1,6 trillions) et les titres (2 trillions) émis depuis les Etats-Unis, dont la moitié à la charge des institutions financières américaines et le reste à la charge du reste du monde. Ces montants correspondent à des taux de perte qui menacent effectivement la solvabilité du système bancaire américain dans son ensemble. Le FMI envisage des pertes plus « modestes » : 2,2 trillions de dollars, dont la moitié serait déjà réalisée (estimation corroborée par les dépréciations enregistrées pour chaque institution, tableau 1) et qui nécessitent de couvrir en 2009 et 2010 par des injections de capital un déficit de fonds propres d'au moins 0,5 trillions de dollars. Ce serait l'apport nécessaire pour que les banques américaines et européennes

<sup>7</sup> Nouriel Roubini fait partie des économistes qui ont averti sur les dérives du système financier au cours des années 2000 et suscité alors l'ironie de leurs interlocuteurs politiques et financiers. Voir [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com)

respectent les ratios prudentiels, en dépit des bénéfices qu'elles peuvent escompter sur leurs opérations courantes. Le système bancaire américain reste le plus touché et constitue toujours un risque majeur pour la stabilité financière mondiale : l'adossement de banques d'investissement en situation critique aux grands établissements généralistes a précipité ces derniers dans de graves difficultés. Pour l'Europe, une étude de Goldman Sachs évalue, fin mars, à près d'un trillion d'euros les pertes des banques européennes, dont le tiers environ serait déjà acté. Les causes de difficultés majeures varient selon les établissements européens: expositions disproportionnées (banques régionales allemandes, UBS) ; dépendance au financement de gros (Dexia, Hypo Real Estate en Allemagne...) ; opérations de concentration non maîtrisées (Royal Bank of Scotland, Fortis, Natixis...). Les banques qui comptent sur une large activité profitable de détail, comme en France, sont mieux à même de faire face : le citoyen moyen est mis à contribution doublement, comme déposant-épargnant et, au moins virtuellement, comme contribuable. Les entreprises aussi : au dernier trimestre 2008, BNP-Paribas et la Société Générale semblent avoir tiré des bénéfices record de l'activité de crédit en direction des entreprises ; la hausse des marges y contribue, bien que la communication des banquiers soit discrète sur ce sujet.

**L'incertitude sur l'évaluation des solvabilités** participe au brouillage des anticipations. La fourchette des estimations recouvre l'incertitude sur les pertes déjà définitives ou encore latentes ainsi que sur leur horizon de constatation. La difficile gestion du temps est en effet un paramètre clef : faut-il reconnaître les pertes sans attendre et les traiter par une chirurgie d'urgence, qui pratique les amputations sans anesthésie ? Les étaler dans le temps en mobilisant les bénéfices retirés des activités rentables pour les couvrir en douceur ? L'expérience de la stagnation japonaise des années 1990 n'incite pas à la seconde solution mais la première suppose une capacité d'intervention publique en temps réel qui n'est pas acquise, ne serait-ce que pour disposer des chirurgiens au savoir-faire à la hauteur. Si la crédibilité des normes comptables privilégiant la mesure des actifs à leur valeur de marché instantanée, aux effets court-termistes et pro-cycliques, a été sérieusement ébranlée, leur adaptation opportuniste, au nom de l'urgence, n'est pas obligatoirement un facteur de clarification : elle permet une comptabilité certes créative mais n'aide pas à y voir clair sur la réalité du retour à l'équilibre des comptes bancaires. Les comptes publiés par les banques françaises pour 2008 n'échappent pas à ces ambiguïtés.

Parallèlement, le dénouement de **l'écheveau des CDS<sup>8</sup>** est engagé à travers la mise en place de dispositifs de compensation. Ce marché sert de caisse de résonance au risque systémique, car il concentre les interdépendances entre institutions financières au travers des relations de gré à gré (*over the counter*) qu'elles nouent pour s'assurer contre le risque de défaut des emprunteurs. La récession a augmenté les risques de défaut sur les actifs émis par les entreprises et la dette des Etats n'échappe plus elle-même aux tensions. C'est un facteur de trouble qui perdure en 2009. Le

---

<sup>8</sup>... soit les *Credit Default Swaps* constitutifs du marché de l'assurance contre le risque de défaut des agents emprunteurs : un acheteur de CDS auprès d'une institution jouant le rôle d'assureur se couvre contre ce risque mais il peut aussi acquérir ce CDS à des fins de spéculation comme un joueur parie sur une victoire ou une défaite.



renflouement sans fin de l'assureur américain AIG, acteur majeur du marché des CDS, en témoigne : le Trésor américain va injecter dans AIG 30 milliards de dollars sous forme d'actions préférentielles, après des apports publics s'élevant déjà à 150 milliards en 2008. AIG a fourni une couverture d'assurance à plus de 100 000 entreprises, municipalités et caisses de retraites, si bien qu'une centaine de millions d'américains seraient affectés par sa défaillance. Il a aussi vendu des protections d'ampleur à plusieurs banques européennes, comme la Société Générale et BNP-Paribas. La contrepartie de cette nouvelle injection est l'engagement d'une restructuration complète des activités d'AIG, qui ne va pas sans provoquer des remous politiques aux Etats-Unis : l'assureur est de fait nationalisé, sans que le gouvernement fédéral parvienne aisément à mettre bon ordre en son sein.

**Tableau 1 : Dépréciations et pertes sur les actifs bancaires  
(milliards de dollars)**

Banks	Company	Total writedowns and credit losses since Jan 2007 (\$bn)
1	Waehovia	95.5
2	Citigroup	67.2
3	Merrill Lynch	55.9
4	UFS	48.6
5	Washington Mutual	45.6
6	HSBC	33.1
7	Bank of America	27.4
8	National City	26.2
9	JPMorgan Chase	20.5
10	Lehman Brothers	16.2
11	Royal Bank of Scotland	15.8
12	Morgan Stanley	15.7
13	Bayerische Landesbank	14.8
14	Wells Fargo	14.6
15	IKB	14.4
16	Credit Suisse	14.2
	Worldwide	741.2
Insurers	Company	Total writedowns and credit losses since Jan 2007 (\$bn)
1	AIG	60.9
2	Ambac	10.6
3	Hartford Financial	7.9
4	MetLife	7.2
5	Allianz	4.5
6	Prudential Financial	4.4
7	Allstate Corp	4.4
8	MBIA	4.3
9	Swiss Re	4.2
10	Aegon	3.8
	Worldwide	146
GSEs	Company	Total writedowns and credit losses since Jan 2007 (\$bn)
1	Freddie Mae	58.4
2	Fannie Mae	56
	Total	114.4

Source: Bloomberg.

D'après *The European Economic Advisory Group Report on the European Economy 2009*, CESifo, February 2009

## Le Rubicon de la nationalisation

**Les plans nationaux de sauvegarde bancaire**, adoptés dans l'improvisation et l'urgence à l'automne 2008, sont soumis très vite à critique et à révision, dès le début 2009. Trouver la bonne formule ne va certes pas de soi. Le bon équilibre entre les différentes dispositions reste difficile à définir et mettre en œuvre : la reprise des actifs douteux à un « juste » prix qui concilie le moins mal possible l'intérêt des contribuables et celui des institutions financières sous assistance ; les garanties publiques apportées aux actifs des banques et à la dette qu'elles émettent pour se refinancer ; la

recapitalisation de ces institutions financières, qui suppose l'alliance des apports publics et privés (et donc soulève question sur la politique de dividendes); le soutien apporté aux ménages et la restructuration de leur dette, afin qu'ils retrouvent solvabilité lorsqu'ils ont été directement touchés par les excès d'endettement. Le FMI, dans son *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* de janvier 2009, appelle à « des mesures visant à régler le cas des banques insolubles et à mettre en place des organismes publics qui permettront de se défaire des créances douteuses (*bad banks*) » : le contribuable sera appelé à payer si les créances mises en quarantaine au sein de ces structures de défaillance, jusqu'à extinction définitive ou revente, sont définitivement dévalorisées. Nombre de voix font entendre leur souhait d'un traitement global et cohérent du problème bancaire (*a comprehensive solution*), qui prenne la mesure de la densité des interdépendances entre institutions financières.

De manière révélatrice, le plan britannique, pourtant considéré comme l'archétype d'un plan à la fois équilibré, pragmatique et volontariste, s'avère lui-même insuffisant face à la débandade des banques britanniques, ce qui a conduit Gordon Brown, début 2009, à réclamer une « opération-vérité » ainsi qu'à envisager l'octroi de garanties publiques explicites aux actifs bancaires et la « pleine » nationalisation de certaines banques. Le tableau 2 donne une synthèse de l'état des plans nationaux, qui témoigne de la diversité des réponses face à des situations hétérogènes. Les plans américain et français sont plus précisément commentés.

- **Aux Etats-Unis**, la question de la reprise publique des actifs toxiques, centrale dans la première mouture du TARP (*Troubled Asset Relief Program*) puis mise au second rang par rapport à la recapitalisation, revient comme question de premier plan. La première tranche du TARP (350 milliards de dollars sur 700) a déjà été absorbée par les injections de fonds en direction des banques. Les solutions pratiquées pour les différentes institutions sont restées souvent *ad hoc* (*patch-by-patch*). Le plan Geithner de stabilité financière, qui relaye le plan Paulson par de nouvelles mises de fonds, entend mobiliser jusqu'à 2000 milliards de dollars, pour une moitié environ sous forme de soutien au système financier et, pour l'autre, de soutien au crédit à la consommation et hypothécaire. A l'égard du système financier, le plan est de nature mixte et probablement évolutive : il combine des éléments empruntant à la voie de la *bad bank* et celle du renforcement des garanties publiques apportées aux actifs bancaires. En mettant sur pied un *Financial Stability Trust* apportant du capital aux banques nécessiteuses, sous réserve d'un *stress test* permettant de vérifier leur sous-capitalisation face à une hypothèse de récession forte et longue, il introduit une intention plus explicite de différenciation justifiée : est-ce l'esquisse de la prise de contrôle public des institutions insolubles ? Le plan Geithner établit conjointement un *Private-Public Investment Fund* destiné à racheter les actifs toxiques, pour un montant allant de 500 à 1000 milliards de dollars, en impliquant le capital privé. Le plan n'emporte pas d'emblée la conviction des marchés et des analystes, sans qu'il soit aisé de percevoir l'exacte pondération des raisons, mais reçoit un meilleur accueil, après sa révision, fin mars (encadré 1).

## Encadré 1. Le montage complexe du plan Geithner

Les interrogations suscitées par le plan Geithner concernent plusieurs points :

1. Mobilisant potentiellement des sommes très élevées, il crédibilise les annonces les plus inquiétantes sur la solvabilité du système financier. Ces montants très élevés vont de pair avec une insuffisance de précisions opérationnelles, lors de la présentation initiale du plan, qui jette le doute sur son efficacité. En particulier, il est douteux que les investisseurs privés collaborent spontanément au partenariat public-privé destiné à reprendre les actifs toxiques sans disposer d'assurances sur l'incidence de leur dévalorisation : il va falloir subventionner des « fonds vautours » pour qu'ils fassent ce sale travail ! Fin mars, une version précisée du partenariat, qui implique la FED et la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), reçoit un meilleur accueil. Le Trésor compte limiter sa mise directe à hauteur de 100 milliards de dollars en laissant escompter aux fonds rachetant, via un dispositif d'enchères, des actifs toxiques (*legacy securities*) et des créances douteuses (*legacy loans*) le bénéfice final à retirer de la liquidation de ces actifs. La crédibilité du montage repose sur des effets de levier suffisamment attractifs pour les fonds volontaires, le rachat des actifs pouvant mobiliser des emprunts bénéficiant de garanties publiques.

2. Si les montants sont globalement impressionnants, le plan ne consacre qu'une part minoritaire au traitement du surendettement immobilier, alors même que le massif excès d'endettement des ménages pauvres et modestes est un trait saillant de cette crise. Cependant, le 18 février, le Trésor annonce doubler son appui, par des achats d'actions préférentielles, aux deux organismes de refinancement hypothécaire Freddy Mac et Fanny Mae (de 100 à 200 milliards de dollars), en même temps que la *Homeowner Stability Initiative* consacrerait 75 milliards à alléger les remboursements de 7 à 9 milliards de propriétaires immobiliers surendettés (à cause de la dévalorisation de leur maison ou des difficultés économiques qu'ils rencontrent), afin d'éviter de nouvelles saisies obérant encore plus le marché immobilier. Le plan prévoit aussi, dans le cadre d'une *Consumer and Business Lending Initiative*, un soutien au crédit à la consommation via l'extension, jusqu'à un montant potentiel de 1000 milliards de dollars, du *Federal Reserve Term Asset Backed Securities Loan Facility*, qui vise à débloquer le marché des prêts automobiles, étudiants, à la consommation, aux petites entreprises, y compris en remettant sur pied des procédures de titrisation mal en point... La désintoxication instantanée est difficile: comment restructurer la dette d'une vaste population de foyers ? Comment répartir le coût de la dévalorisation de cette dette, lorsque le bien immobilier acquis grâce à elle a tellement perdu de sa valeur qu'il ne la couvre plus (*negative equity*) ? Tant que ces questions ne sont pas réglées, en particulier sur le plan juridique, l'appui aux ménages concernés reste de l'ordre de l'expédient transitoire, sans que la menace de la saisie soit définitivement écartée.

3. Le plan ne résout pas le dilemme répété, depuis la première mouture du plan Paulson, entre la priorité à la garantie ou au rachat d'actifs toxiques et celle à la recapitalisation des banques. L'enchevêtrement des difficultés au sein du système financier américain, composé de quelques géants mais aussi d'une myriade d'institutions, complique leur résolution ordonnée : comment tester la solvabilité de telle ou telle banque lorsque le périmètre et la valorisation des actifs toxiques restent fondamentalement incertains ? La complexité est telle que des commentateurs plutôt libéraux en viennent à concevoir la nationalisation franche, quoique temporaire, des institutions insolubles comme un mal nécessaire. Alan Greenspan considère désormais qu'une telle nationalisation est nécessaire à la restructuration ordonnée des banques concernées. C'est prendre acte de la défaillance définitive du marché, puisque, en nationalisant, le gouvernement pourrait « transférer les actifs toxiques vers une *bad bank* sans avoir à gérer le problème de donner un prix à ces actifs » (*Les Echos* du 19 février 2009). Au cours du mois de février, une partie de l'élite, certains républicains inclus, paraît basculer en direction de cette option. Le plan Geithner est réticent à franchir le pas : ses dernières dispositions annoncées fin mars privilégient le recours subventionné à des solutions de marché pour débarrasser les banques de leurs actifs toxiques. Le mouvement semble cependant inéluctable: fin février, le Trésor américain s'engage dans la nationalisation partielle de Citigroup, sous forme d'une transformation des obligations convertibles déjà détenues par l'Etat en actions ordinaires, représentant 36% du capital. La voie de la nationalisation paraît aujourd'hui obligée pour dépasser cette phase où l'injection sans fin de fonds publics ne parvient pas à lever l'incertitude sur l'état du système financier et pour engager plus résolument les restructurations nécessaires. Elle soulève des conflits d'intérêt : comment seront traités actionnaires et créanciers des banques ?

- **Le plan français** est considéré par des experts comme trop peu conditionnel et différencié à l'égard des banques françaises<sup>9</sup>. La controverse avec la Commission européenne, à l'automne 2008, a attiré l'attention sur ces faiblesses du plan français. Il combine l'appui à la liquidité, via la mise en place de la SFEF (Société de Financement de l'Economie Française), susceptible de lever jusqu'à 320 milliards d'euros, et l'appui à la solvabilité, via la SPPE (Société de Prises de Participation de l'Etat), pouvant mobiliser, dans un premier temps, jusqu'à 40 milliards d'euros à des fins de recapitalisation sous forme de titres sans droit de vote (encadré 2). L'intervention de ces deux structures est susceptible de rapporter intérêts à l'Etat mais aussi de gonfler la dette publique.

### **Encadré 2. La mise en œuvre du plan de sauvegarde français**

1. En février 2009, la SFEF avait levé, dans de bonnes conditions, près de 40 milliards d'euros depuis sa création en novembre et un programme de 50 à 70 milliards d'euros était attendu pour 2009 (soit nettement en dessous du plafond). Son apport n'est pas marginal puisqu'elle devrait assurer un quart des besoins de refinancement de BNP-Paribas et de la Société Générale en 2009, moins pour les autres banques.

2. Les injections de capital de la SPPE sont attribuées au prorata des poids respectifs des banques (sauf si elles ne se portent pas candidates). Elles peuvent entériner, pour les banques plutôt saines, des effets d'aubaine (l'accès à des ressources au coût réduit par la garantie publique), mais aussi des exigences exagérées de fonds propres de la part des marchés. Sans que, pour les banques à la viabilité douteuse, la nécessité d'une restructuration active soit pour autant abordée de front, avec la transparence souhaitable. Néanmoins, la deuxième tranche d'apports en fonds propres (10,5 milliards d'euros, comme la première), se fera sous forme d'actions préférentielles plutôt que de titres hybrides, afin de respecter les ratios prudentiels de fonds propres durs. L'Etat et les banques, en France, cherchent un compromis : comment apporter de vrais fonds propres qui ne soient pas des actions ordinaires, lesquelles mettraient l'Etat en position d'être un actionnaire intrusif ? On pourrait craindre les vices de ce compromis, s'il devait entériner l'aléa moral – l'assurance, pour les banques fautives, de pouvoir compter sur le recours à l'Etat-providence – sans changer en profondeur la gouvernance des stratégies bancaires. L'Etat devrait concevoir la rémunération tirée de son apport financier comme une incitation directive sur les banques à améliorer leur stratégie et à se passer au plus vite de cet appui (par exemple via un coût du capital croissant au fil du temps) plutôt que comme une recette de poche en forme d'aubaine.

### **La restructuration de l'intermédiation financière sur l'agenda**

Le système bancaire et financier est dans une **situation dangereuse d'entre-deux** : l'intervention publique a colmaté des brèches et figé des positions, sans parvenir encore à rassurer durablement sur la solvabilité de ce système, en raison notamment des mauvaises nouvelles en provenance de l'économie réelle. Des pertes massives restent à assumer tandis que la dévalorisation des actifs se poursuit sur les marchés immobiliers et boursiers et que la volatilité de ces derniers reste source de mauvaises surprises. L'aversion au risque de la part des marchés élève le niveau de fonds

<sup>9</sup> Cf. Noël Amenc et Samuel Senders, « Les mesures de recapitalisation et de soutien à la liquidité du secteur bancaire européen », Edhec Risk and Asset Management Research Center, décembre 2008.

propres bancaires jugé convenable. Elle pousse à une intervention publique indiscriminée dont les montants peuvent dépasser ce qui est nécessaire pour maintenir à flot le système bancaire, tout en retardant les restructurations indispensables pour les parties compromises. L'intervention publique peut être source d'effets d'éviction en faisant du système bancaire un « trou noir » qui absorbe les apports en capital. En janvier 2009, 110 milliards d'euros avaient déjà été injectés dans les banques européennes. Les différences entre programmes nationaux peuvent aussi susciter des distorsions concurrentielles et entériner des attitudes opportunistes.

**Tableau 2 : Tableau synoptique des plans de sauvegarde bancaire**

Pays	Problème à résoudre	Plan d'action pouvoirs publics	Forces & faiblesses
<b>USA</b>	Dépôt de bilan de Lehmann Brothers Situation critique de l'ensemble du système bancaire américain d'investissement (Citigroup) et de certaines banques de détail (Washington Mutual, Wachovia) en terme de liquidité et de solvabilité.	Mise sous tutelle de Freddie Mac et Fannie Mae et engagement d'apports de capital en fonction des besoins Nationalisation d'AIG (avec la Fed), avec des apports de fonds en échange de 80% de son capital Injections de capital et garanties publiques pour Citigroup Plan Paulson: L'Etat américain rachète les actifs toxiques (700 Md\$) selon un système d'enchères Novembre 2008: Réorientation du plan Paulson. Les 700Md\$ prévus serviront à injecter directement des fonds dans les banques en acquérant des actions préférentielles Le plan Geithner (relais du plan Paulson) hésite entre la <i>bad bank</i> et le renforcement des garanties apportées aux actifs bancaires	<b>Force:</b> Réaction efficace face à l'urgence <b>Faiblesse:</b> les injections de fonds couvrent avec peine les pertes supportées sur les actifs, l'évaluation précise étant difficile. La solution à long terme reste incertaine
<b>UK</b>	Certaines banques en graves difficultés: Pertes (RBS) ou accès à la liquidité (HBOS, Bradford&Bingley)	Nationalisation de Bradford & Bingley; Nationalisation partielle de 8 banques, dont Barclays, RBS, HBOS, Lloyds TSB, ... Adossement de banques fragiles (HBOS à TSB)	<b>Force:</b> Plan considéré comme pragmatique et volontariste (l'entrée dans le capital des banques peut profiter à l'Etat si les cours de bourse augmentent) <b>Faiblesse:</b> Plan insuffisant face à la débâcle des banques britanniques
<b>France</b>	Difficultés plus localisées (Natixis/Caisses d'Epargne, Calyon)	Appui à la liquidité via la SFEF (jusqu'à 320 Md€) La SFEF réalise fin 2008 une émission obligataire sur les marchés (garantie autonome, durée 3 ans) pour reprendre aux banques, en vue de soutenir le financement des ménages, entreprises et collectivités locales Appui à la solvabilité via la SPPE, pouvant mobiliser jusqu'à 40 Md€: Le gouvernement souscrit pour 10,5 Md€ à des émissions de titres subordonnés émis par six principaux groupes bancaires : Banques populaires, BNP Paribas, Caisses d'épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société Générale. Nouvelle souscription de 10,5 Md€ début 2009	<b>Force:</b> Plan pouvant rapporter intérêts à l'Etat <b>Faiblesse:</b> Plan pouvant gonfler la dette publique, trop peu conditionnel et différencié à l'égard des banques. la transparence n'est pas acquise
<b>Allemagne</b>	Certaines banques en difficulté: Actifs toxiques (Landesbanken) Difficultés de liquidité et pertes d'actifs toxiques (Hypo Real Estate) Difficultés de la Commerzbank suite au rachat de Dresdner Bank	Etat+consortium de banques apportent une garantie de crédit à Hypo Real Estate, suivie d'un second plan de sauvetage Garantie publique illimitée sur les dépôts des épargnants Première injection de capital dans Commerzbank fin 2008, puis nationalisation partielle avec nouvelle injection en janvier 2009	<b>Force:</b> Solutions vigoureuses face à l'urgence <b>Faiblesse:</b> gestion locale et au coup par coup
<b>Benelux</b>	Insolvabilité (Fortis) Problème de liquidité et peut-être de solvabilité (Dexia)	Fortis est renfloué par les Etats belge, néerlandais et luxembourgeois. Dexia est sauvé par la souscription des Etats belges et français à une augmentation de capital	

Le système bancaire aurait bien du mal, en l'état, à accompagner une reprise consistante. L'intervention publique, réglementaire et capitalistique, est à proportionner et à adapter en fonction de cette exigence. **Comment séparer le bon grain de l'ivraie**, les banques virtuellement insolubles et celles qui peuvent rétablir leur équilibre par des injections de capital proportionnées et par une prudente politique de crédit ? Le besoin d'une intervention plus directive et conditionnelle des Etats dans la conduite des restructurations bancaires afin de remettre le système financier en état de marche fait sauter les tabous, comme celui de la nationalisation temporaire. De fait, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en d'autres pays, les prises d'intérêt public dans les banques sont telles qu'une nationalisation déclarée ou rampante est déjà à l'œuvre : l'enjeu n'est plus tant sémantique que l'usage à faire de cette ingérence inévitable de la puissance publique. L'intervention des Etats devra aussi agir avec discernement afin d'éviter un excès oligopolistique de concentration bancaire.

La remise sur pied d'une intermédiation financière efficace entre les déposants-épargnants et les emprunteurs finaux est sur l'agenda. Les banques centrales et les Etats se substituent pour partie aux banques pour étayer l'intermédiation financière. Mais leur intervention a des limites, qu'il s'agisse de la crédibilité des banques centrales ou de la soutenabilité des dettes publiques. Comment hâter le retour à une intermédiation financière effective si le système bancaire continue à faire défaut au point d'inhiber la reprise, tout en absorbant les fonds publics nécessaires à sa survie : faut-il que les banques centrales garantissent directement les emprunts obligataires émis par les entreprises ? que les Etats s'impliquent dans la mise sur pied de circuits de collecte d'épargne aptes à financer initiatives industrielles et projets d'investissement ? L'intervention discrétionnaire de l'Etat français dans le rapprochement entre les Caisses d'épargne et les Banques Populaires, durement affectées par la crise, est peut-être à comprendre comme l'instrument qu'il entend se donner pour peser en cette direction.

Une déflation financière ordonnée, qui réduise l'obésité du système financier et les rentes qu'il capte, est nécessaire. Mais le renforcement des exigences de fonds propres et l'amélioration des critères prudentiels doivent être suffisamment progressifs pour ne pas paralyser l'offre de crédit bancaire. Le recul de l'effet de levier auparavant procuré par l'endettement bon marché et l'appel conséquent aux fonds propres, pour les entreprises comme pour les banques, vont accroître la compétition pour lever les ressources en capital, alors que les besoins de financement public seront aussi élevés : quelles conséquences pour le coût du capital ? Les capacités d'épargne et les besoins de financement étant fort différenciés à l'échelle internationale mais leur géographie probablement sujette à rééquilibrage, ce n'est pas une question d'ordre étroitement national. D'ores et déjà, les apports de capitaux en direction des pays émergents connaissent un repli spectaculaire.

Les plans nationaux de sauvegarde ne suffisent pas à enrayer le tarissement des financements transfrontaliers, qui porte atteinte au fonctionnement des échanges réels et peut contribuer à une spirale dépressive de fragmentation de l'économie mondiale et même européenne : le système bancaire des pays d'Europe centrale et orientale est à la fois exposé à la crise et dépendant des banques occidentales. Celles-ci, en retour, peuvent se trouver atteintes par les déboires affectant leurs filiales est-européennes. Les banques autrichiennes sont concernées au premier chef, mais, en France, l'exposition de la Société Générale est loin d'être négligeable.

Il est crucial que la coopération internationale dépasse le stade de la velléité. L'agenda de réforme des réglementations, des institutions, des pratiques qui gouvernent la finance globale, défini lors du G20 de novembre 2008, est ambitieux : le sommet d'Avril 2009 lui donnera-t-il une suite effective en s'engageant sur un accord opérationnel ? L'intervention publique, indispensable au long de la transition périlleuse vers une finance plus efficace et responsable, suppose aussi de trouver un équilibre entre la volonté affichée de réforme du système financier globalisé et l'exercice de souverainetés nationales trop souvent pusillanimes.

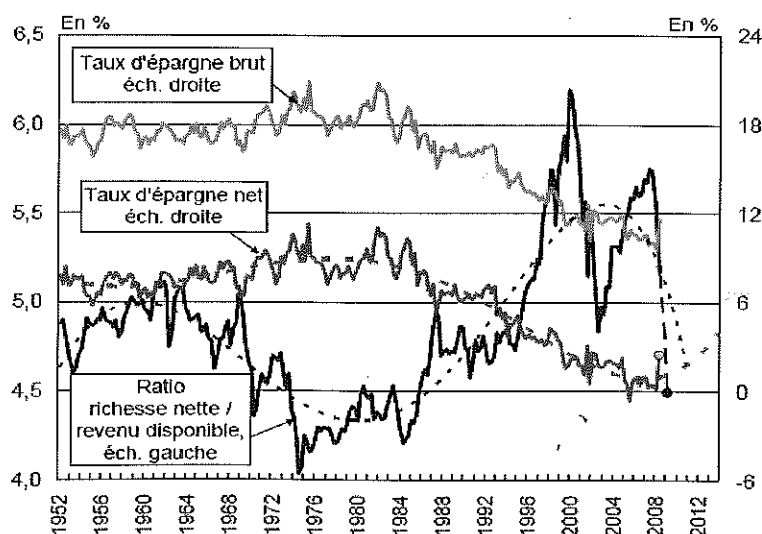
## Géographie de la contagion

La géographie de la crise fait entrer en résonance ses lieux d'impact régionaux.

### L'épicentre américain

Si le détonateur de la crise gît dans les **défaillances techniques et morales de la finance**, cette crise met profondément en cause le régime de croissance américain, qui n'en sortira pas indemne. Depuis 25 ans, l'incontestable dynamisme démographique et économique américain, porteur d'innovations technologiques, est allé de pair avec le gonflement tout aussi impressionnant des **inégalités salariales et sociales**, tolérable tant que la proximité du plein emploi permet à une famille pauvre ou modeste de vivre avec plusieurs salaires médiocres. Cette croissance s'est réalisée avec une capacité d'épargne interne décroissante (cf. graphique 3) : les pauvres s'endettent pour l'être moins, tant que la montée des prix immobiliers leur apporte la caution nécessaire, basée sur leur patrimoine virtuel ; les riches s'enrichissent plus par la valorisation spéculative de leur patrimoine que par un effort d'épargne nouveau ; ils spéculent en particulier sur les pauvres puisque la titrisation des créances *subprime* et leur incorporation comme tranches risquées dans les produits financiers en forme de hamburgers indigestes que sont devenus les ABS (*Asset-backed Securities*) et les CDO (*Collateralised Debt Obligations*) revenait à proposer des actifs dont le haut rendement espéré était fondé sur la capacité des pauvres à rembourser ; le pays dans son ensemble finance sa croissance en absorbant une épargne étrangère en provenance notamment de pays émergents. Mais lorsque l'illusion de la richesse virtuelle se dissout, la dette des agents privés demeure.

**Graphique 3 : Taux d'épargne et ratio patrimoine-revenu des ménages américains**



Sources : BEA, Federal Reserve, Flow of Funds accounts

Source: Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme ?  
note de veille du Centre d'Analyse Stratégique, n°113, Octobre 2008

C'est complémentaire avec une « division du travail physico-financière » où les Etats-Unis acquièrent des biens industriels de toute nature, à prix compétitifs, destinés à leurs consommateurs, contre des titres financiers, à rendement attractif et bénéficiant du label dollar, acquis par les banques centrales et les fonds souverains des pays disposant de massifs excédents courants. C'est aussi complémentaire avec le triomphe du principe de gestion de « création de valeur pour l'actionnaire » : l'actionnaire peut d'autant plus escompter une surrémunération de son apport limité en capital qu'il peut miser sur un effet de levier important, passant par la possibilité pour l'entreprise de s'endetter massivement à un coût faible. La tuyauterie de la finance titrisée organise le bouclage du système et l'accès facile à la liquidité fournit le carburant.

L'administration Obama est maintenant confrontée à ses travaux d'Hercule : comment résorber ces déséquilibres sans chuter dans la déflation (et y entraîner le monde) ? Comment, à la fois, reconstituer une capacité d'épargne privée, une fois que l'ivresse de la richesse fictive s'est dissipée, et faire de la dépense publique à grande échelle pour amortir la chute et hâter le rebond ?

Un raisonnement macroéconomique cherchant à mesurer quelle est la **reconstitution de l'épargne privée** nécessaire à la résorption des déséquilibres américains arrive sans forcer à une amputation de plusieurs points de la consommation des ménages américains et à une baisse correspondante du PIB (la consommation étant, dans tout pays développé, le débouché majeur de la production)<sup>10</sup>. C'est un processus déjà entamé puisque le taux d'épargne des ménages américains paraît avoir remonté de plusieurs points depuis l'été 2008. Ce raisonnement donne à penser que la baisse du PIB peut aller nettement au-delà des prévisions actuelles. Evidemment, c'est un raisonnement statique, qui ne prend pas en compte la dynamique apportée par d'autres changements. Il indique cependant les défis auxquels est confrontée la nouvelle administration américaine : **il faut dépenser (pour contrer le risque dépressif) et épargner (pour résorber les déséquilibres)**. La résolution de ce dilemme passe par une impulsion publique à grande échelle suffisamment ample et ciblée pour être rapidement efficace. Le plan de relance présenté par le président Obama a donné lieu à un débat parlementaire serré, qui portait notamment sur l'équilibre adéquat entre les réductions d'impôt consenties aux ménages et les dépenses d'infrastructure. Le plan Geithner de stabilité financière, présenté conjointement au plan de relance, incorpore des dispositifs qui visent aussi à agir sur la demande finale, via l'allègement des charges des propriétaires surendettés et le soutien au crédit à la consommation (cf. supra).

## La contamination mondiale

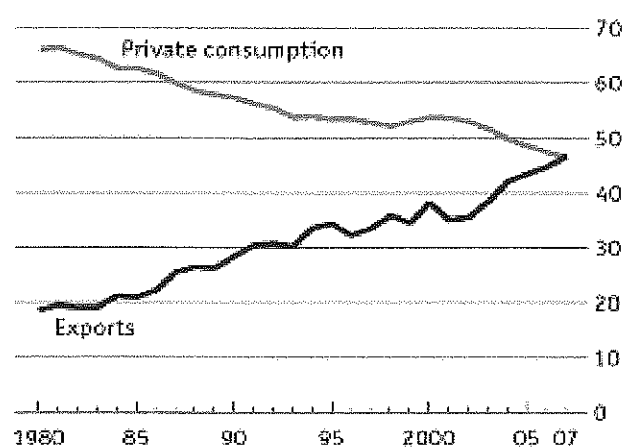
Il n'est guère de pays, dans le monde, qui ne soit frappé. A des degrés et par des canaux certes divers, ce qui rend la gestion multilatérale de cette crise d'autant plus complexe :

<sup>10</sup> Voir, pour un développement et une quantification de ce raisonnement « Quel impact de la crise sur la croissance à moyen terme ? », *Note de veille du Centre d'Analyse Stratégique*, n°113, octobre 2008.



- **Les grands pays émergents** forment une catégorie hétérogène mais leur dynamisme de la décennie qui s'achève a été à l'excès basé sur un modèle exportateur vulnérable, trop dépendant du dynamisme du "consommateur en dernier ressort" américain. Les institutions nationales (politiques, sociales, financières) manquent de la maturité leur permettant de recycler rapidement les ressources financières accumulées par ce modèle exportateur en relance solide et durable de la demande interne, pourtant nécessaire à une adaptation du régime de croissance (graphique 4). En particulier, la déficience fréquente des systèmes de protection sociale encourage à une épargne de précaution structurelle. Elle est aussi un facteur de dramatisation du ralentissement prononcé que connaît d'ores et déjà la Chine.

**Graphique 4 : Asie émergente**  
**Consommation privée et exportations en proportion du PIB (%)**



Source: *Troubled Tigers*, The economist, 31 Janvier 2009

- Comme dans chaque crise financière, toute la gamme des comportements participe à sa dynamique : spéculateurs, escrocs, gogos, victimes...<sup>11</sup>, mais, pourrait-on dire, à l'échelle de pays entiers : les petits émergents fragiles et crédules (les pays baltes) ; les parvenus déclassés (l'Irlande) ; les gogos ruinés (l'Islande) ; les havres de l'escroquerie (la Suisse, le Luxembourg et autres paradis discrets) ; les pures victimes des retraits de capitaux (pays est-européens, africains...) ; les pures victimes de la rétraction du commerce mondial (le Japon qui, cette fois-ci, n'était guère parmi les fauteurs financiers, Taïwan,...). La contamination est générale, mais agrège des situations nationales qui sont autant de cas d'espèce.
- Le repli des prix de l'énergie et des matières premières soulage le pouvoir d'achat des consommateurs des pays importateurs mais le soulagement est à courte vue : l'effondrement de ces prix, après leur explosion, participe à la propagation de la crise, en Russie, chez les producteurs arabes, au Venezuela... La volatilité des prix des produits primaires participe à l'incertitude qui inhibe les projets d'investissement, y compris dans les pays consommateurs.

<sup>11</sup> Cf un livre d'histoire économique qui se lit (presque) comme un roman ! Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, traduit en français sous le titre *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Editions P.A.U, 1994

## L'Europe, « victime coupable »

**La vulnérabilité européenne** (qui n'est pas nouvelle) à l'onde de choc partie d'outre Atlantique est frappante. Elle ne peut s'expliquer uniquement par l'impact commercial de la récession américaine, ni même par celle de la chute du commerce mondial sur les exportations européennes. Elle fait jouer d'autres canaux de propagation, qui trouvent leur force dans les faiblesses européennes :

- A la différence des Etats-Unis et bien que les situations nationales soient différenciées, **l'Europe n'est pas globalement en déficit d'épargne**, notamment parce que son vieillissement démographique passe jusqu'en 2020-2025 par le poids important des générations actives à forte capacité d'épargne (quadra, quinquagénaires, sexagénaires – s'ils sont en emploi)<sup>12</sup>. Mais la difficulté des politiques européennes à transformer la dynamique de l'intégration en capacités de croissance qui absorbent cette épargne sur des projets créateurs d'emplois qualifiés et durables fait problème. Elle va de pair avec les défaillances de l'intermédiation bancaire, les banques européennes ayant mobilisé les marges de manœuvre financières importantes dont elles disposent, en tant que banques de détail collectant l'épargne courante, pour contrebalancer les risques pris par leurs départements d'investissement. La culture de la valeur actionnariale et de l'enrichissement facile a diffusé parmi les acteurs européens : les banques ont foncé dans les aventures du *far-west* financier.
- **La cohésion européenne est déficiente.** Certains pays (le Royaume-Uni, l'Irlande, l'Espagne...) dont l'expansion des années 2000 a trop misé sur les euphories financière et / ou immobilière présentent des déséquilibres qui ne sont pas sans parenté avec ceux des Etats-Unis. A l'inverse, l'Allemagne peut se prévaloir des succès de son modèle exportateur mais, après les difficultés de compétitivité dont elle avait souffert au milieu des années 1990, ces succès se sont construits pour partie sur la base d'une rigueur salariale drastique qui a taillé des croupières à la compétitivité des autres pays européens. Ce n'est pas un schéma coopératif et ce n'est pas étranger aux tensions actuelles qui traversent la zone euro. C'est aussi un mode de croissance par l'exportation qui montre ses limites en Allemagne, où la récession s'annonce particulièrement forte, pouvant approcher en 2009, comme aux Etats-Unis, les 5% en moyenne annuelle. La polarisation entre pays présentant des excédents de leurs balances courantes et pays déficitaires traverse la zone euro. Une coordination intelligente, et donc dissymétrique, supposerait que la relance repose davantage sur les pays excédentaires. L'augmentation significative de son effort de relance par l'Allemagne, début 2009, représente une avancée partielle en cette direction.
- **Les vulnérabilités proprement nationales** interagissent entre elles. Les pays qui, plus que d'autres, se sont laissés aller aux délices des tentations financières et immobilières, en

<sup>12</sup> C'est un point qui n'est pas assez relevé : avant que les générations retraitées et désépargnantes prédominent définitivement, cette étape de transition est cruciale puisque c'est le moment où l'Europe peut faire un usage intelligent d'une épargne potentielle abondante. Voir les travaux de l'équipe Ingenue, "Asian Catch Up, World Growth and International Capital Flows in the XXIst Century: a prospective analysis with the Ingenue 2 model", M. Aglietta and *alii*, Working Paper, n° 2007-01, CEPII, January 2007.

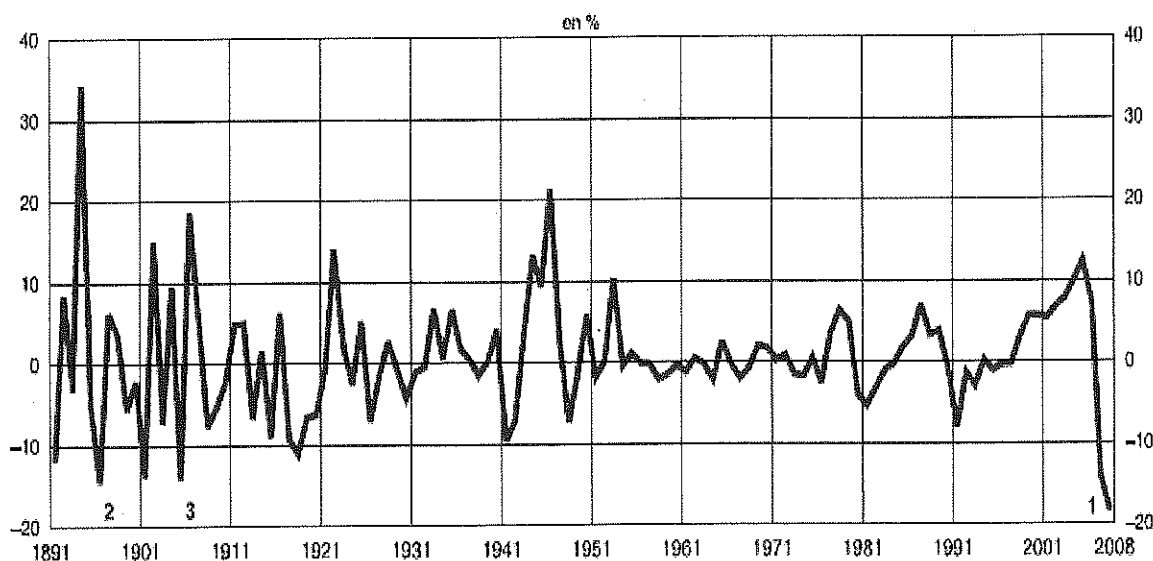
subissent les contrecoups, notamment le Royaume-Uni et l'Espagne. La France, sans être la plus exposée sur ce plan, n'y échappe pas néanmoins. Mais l'économie française est particulièrement fragilisée par la dégradation de sa compétitivité, notamment industrielle, antérieure à la crise, au cours des années 2000 : ses points forts traditionnels (comme l'industrie automobile) sont d'autant plus exposés aux tourments actuels, les PME qui ont du mal à consolider leur croissance et pérenniser leur positionnement international, aussi.

- **Les nouveaux membres de l'Union européenne** sont aujourd'hui un **maillon faible** dans les enchaînements de la crise. Ils ajoutent à ceux-ci des syndromes spécifiques qui évoquent les dérèglements asiatiques de 1997 (un endettement privé en devises étrangères qui devient terriblement coûteux lorsque la devise nationale se déprécie fortement) et argentin de 2000 (lorsque l'ancrage rigide de la monnaie nationale à une devise externe, l'euro en l'occurrence, devient intenable, comme cela menace les pays baltes et la Bulgarie). En arrière-plan, il y a l'extrême dépendance productive et financière de ces pays à l'égard des anciens pays membres : leurs exportations sont largement destinées à ces derniers et prennent place dans les chaînes de valeur intégrant la sous-traitance ; les apports de capitaux externes, sous forme d'investissements directs ou de portefeuille, jouent un rôle majeur dans le financement du rattrapage de ces pays et comblent les déficits courants très importants qui peuvent l'accompagner ; les filiales locales de groupes bancaires basés dans les anciens Etats membres ont pris une place clef dans les réseaux bancaires. Ces facteurs sont cependant très diversement pondérés d'un pays à l'autre, si bien que les vulnérabilités ne sont pas homogènes. A cette diversité s'ajoute celle des choix faits en matière de politique de change, entre les pays qui ont ancré leur devise à l'euro et ceux qui ont conservé la souplesse du flottement plus ou moins géré. Il faut reconnaître que cette complexité ne simplifie pas la gestion collective des problèmes européens. Faut-il accélérer la perspective d'adhésion à la zone euro, afin de faire bénéficier les pays fragiles de l'effet « parapluie » de la monnaie unique ? Ce serait faire une hypothèse forte sur la capacité de la zone euro à intégrer rapidement une telle diversité, alors même qu'elle est loin de répondre aux canons d'une « zone monétaire optimale » et qu'elle manque cruellement des institutions politiques et des dispositifs de solidarité permettant d'affermir sa cohésion face à des chocs prononcés. La récession violente et les troubles financiers qui frappent les nouveaux Etats membres (jusqu'à des chutes d'activité à deux chiffres pour les plus vulnérables en 2009) n'attendent pas cependant. LE FMI a déjà été appelé à la rescousse dans le cas de la Hongrie, de la Lettonie et de la Roumanie. La Banque mondiale, la Banque Européenne d'Investissement et la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement s'associent pour organiser le soutien financier des pays menacés. Il n'est pas acquis aujourd'hui que ce soit suffisant pour enrayer ces menaces : nul besoin d'insister sur l'hypothèque qu'elles font peser sur l'ensemble du processus d'intégration européenne.

## Cartographie sectorielle de la propagation

**Le tempo propre du secteur immobilier** a contribué à l'amorçage de la crise. Aux Etats-Unis, le retournement des ventes immobilières (résidentielles) date de l'été 2005. Les prix plafonnent avant d'entamer, à partir de la mi-2006 un retournement historique : il faut retourner à la crise de 1906-1907 pour retrouver une baisse de cette ampleur (graphique 5). Les récessions américaines commencent fréquemment par le secteur immobilier, avant de s'étendre aux autres secteurs. Le rôle de l'immobilier comme déclencheur de la crise financière ajoute un facteur supplémentaire, ô combien puissant, à l'auto-entretien du mouvement récessif. La baisse des prix immobiliers propulse la montée des défauts sur les prêts hypothécaires qui contamine, au long des chaînes opaques de la titrisation, les produits financiers incorporant ces créances. L'éclatement de la bulle financière constituée par la valorisation spéculative de ces produits éclate à l'été 2007 et la déflagration conséquente se propage jusqu'au blocage du crédit à l'automne 2008, lorsque la défiance devient totale entre institutions financières. Le mouvement dépressif qui se précipite alors vient nourrir à son tour la poursuite de la plongée du marché immobilier, dont le terme n'est pas encore atteint.

**Graphique 5 : taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux Etats-Unis**



Lecture : le dernier point correspond à l'année 2008. Les trois principales baisses depuis 1891 sont signalées sur le graphique.  
Source : DataInsight et R. Shiller (2000) (Cet indice est disponible sur la page de Robert Shiller : <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)

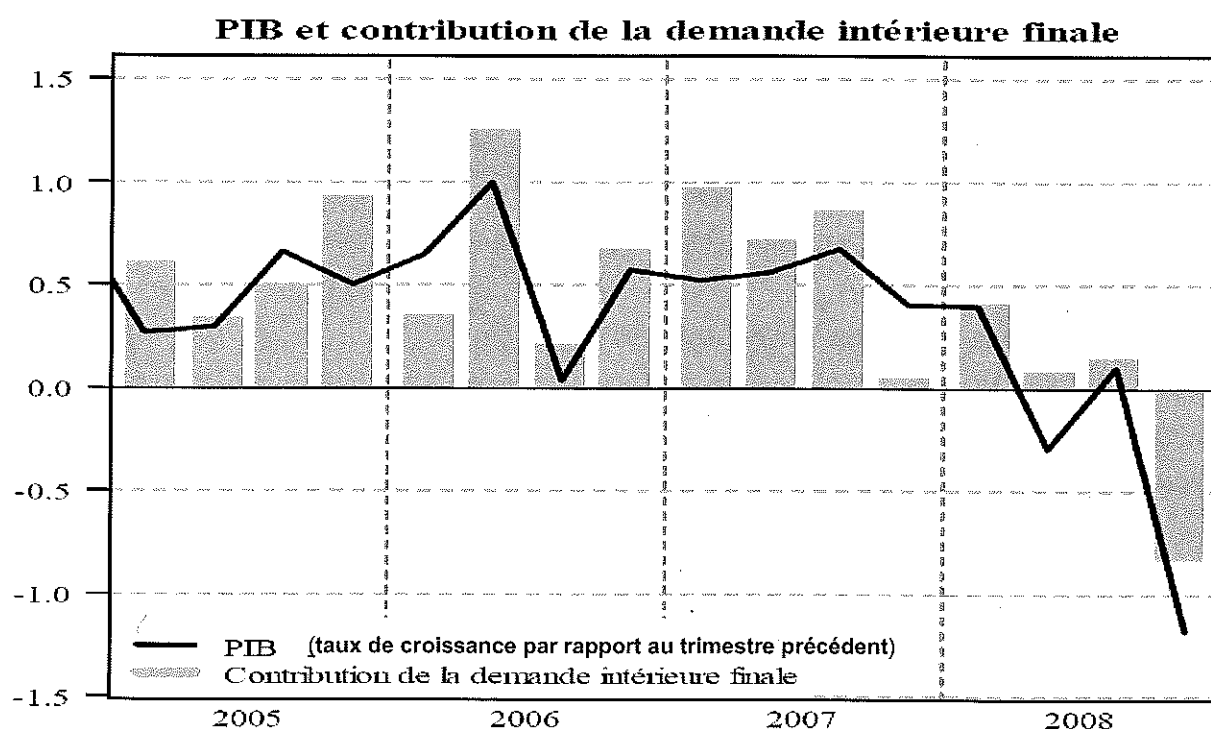
**D'après :** "La récession se prolonge", Note de conjoncture INSEE, 12 mars 2009

## Scansion temporelle dans l'économie française

En France, comme en bien d'autres pays, l'anticipation d'une baisse générale d'activité, attisée par les craintes que suscite l'effondrement virtuel du système financier, engendre, à l'automne 2008, un affaissement d'une ampleur et d'une brutalité impressionnantes. L'industrie française, comme tant d'autres, est frappée de plein fouet par la rétraction de l'économie mondiale. L'exacerbation de la crise

financière dérègle violemment le financement des échanges comme celui de la demande finale. Au quatrième trimestre 2008, la conjonction de la chute des exportations et du déstockage est le facteur immédiat de la chute du PIB français (graphique 6). Le terrain était cependant préparé par l'inflexion négative de la demande finale, perçue dès le printemps 2008 par les industriels et causée par l'amputation du pouvoir d'achat consécutive au choc inflationniste sur les prix énergétiques et alimentaires, qui a brutalement brisé le trend antérieur de progression du pouvoir d'achat. Certains secteurs sont particulièrement sensibles au retournement – industrie automobile, biens intermédiaires – lorsqu'ils dépendent directement d'une demande finale souvent financée à crédit ou des échanges entre entreprises. Le retournement du secteur immobilier était lui-même encore plus précoce.

**Graphique 6 : Taux de croissance trimestriel du PIB français**



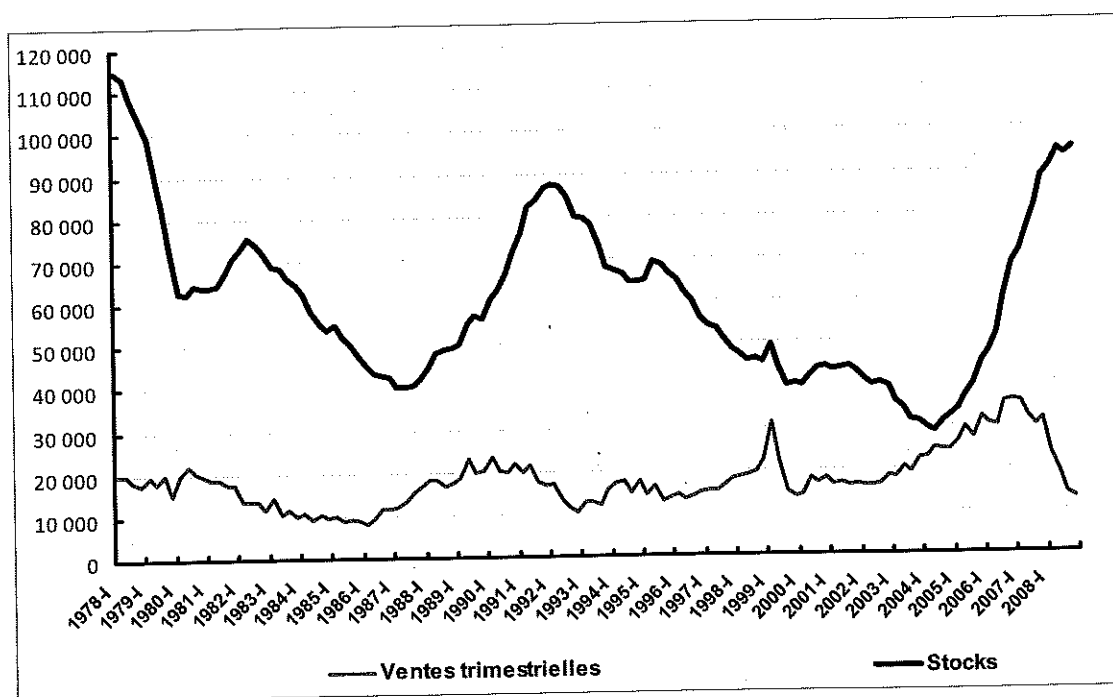
***L'immobilier : un retournement précoce masqué par un stockage spéculatif***

**Le retournement du marché immobilier en France** se déroule selon sa chronologie propre (graphique 7). L'offre de logements (appartements et logements individuels) dépasse les ventes au cours de l'été 2004. Elle est stimulée par la progression régulière des ventes depuis 2003, par la hausse rapide et continue des prix et par des stimulations publiques. L'ajustement offre/demande se fait par le stockage spéculatif, les promoteurs misant sur la poursuite de la hausse des prix. L'ajustement des prix à la baisse est d'autant repoussé dans le temps et ne commence à être décelable qu'à l'été 2008, alors que le retournement des ventes date du deuxième trimestre 2007. Ce

dernier est brutal : au quatrième trimestre 2008 le volume des ventes a été divisé par 3 (de 37 000 à 12 000 ventes). L'encours de logements stockés atteint 111 000 unités en janvier 2009 : le délai moyen d'écoulement est alors de 21 mois, contre 11 mois un an plus tôt.

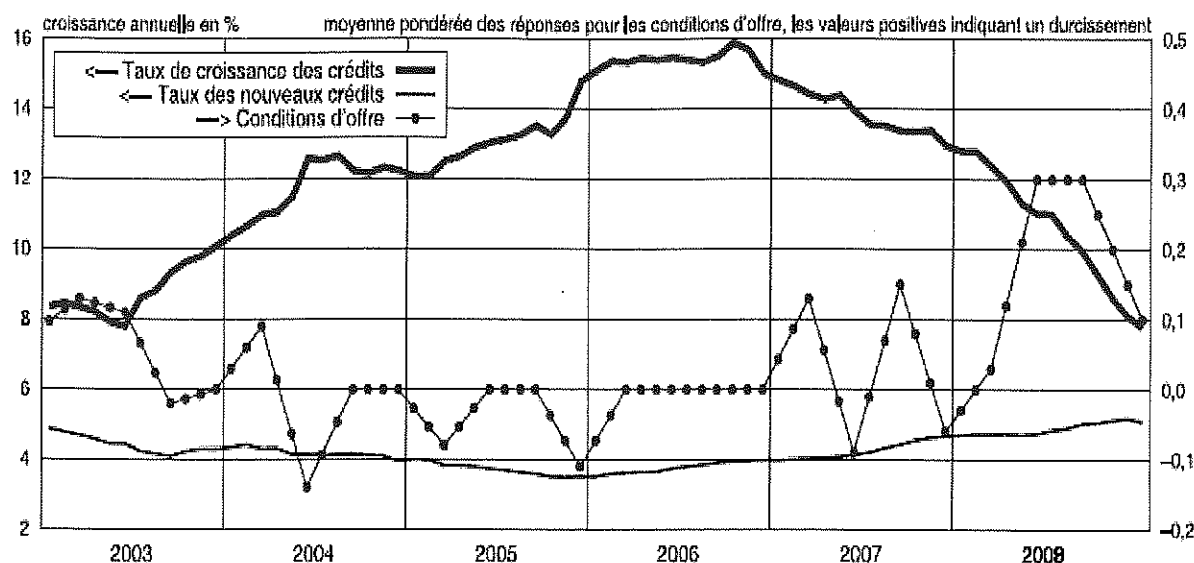
L'apurement dans la construction va devoir se faire désormais par une série de mécanismes: la baisse des programmes neufs (18% entre février 2008 et janvier 2009) ; la baisse des prix (les vendeurs n'ayant plus intérêt à attendre, à l'inverse des acheteurs) ; le déstockage qui prendra du temps (environ deux ans) ; des suppressions d'emplois et des défaillances d'entreprises : celles-ci ont déjà augmenté, de septembre 2007 à septembre 2008, de 18% dans la construction, et de 35% dans l'immobilier. Le plan de relance contient des mesures qui peuvent stimuler les achats mais une partie des stocks, mal adaptée à la demande, sera très difficile à écouler. Forcé ou volontaire, le repli du crédit à l'habitat va peser à l'encontre de ces incitations (graphique 8).

**Graphique 7 : Commercialisation de logements collectifs neufs en France**



Source : INSEE

**Graphique 8 : Croissance, conditions et coût du crédit à l'habitat aux ménages**



Lecture : le dernier point correspond à janvier 2009. Les conditions d'offre sont définies par le solde des réponses des banques sur les conditions d'accès de crédits (durcissement ou assouplissement), pondérées par les montants de crédits accordés.  
 Sources : Banque de France, enquête auprès des banques sur la distribution de crédit

**D'après :** « La récession se prolonge », *Note de conjoncture INSEE*, mars 2009

### **Propagation dans les autres secteurs**

Si la conjoncture du bâtiment a une relative autonomie, les autres secteurs d'activité subissent selon un ordre et une intensité en partie prévisibles les effets dépressifs d'une concordance générale d'anticipations fortement négatives.

#### **■ des secteurs plus rapidement et fortement touchés**

Parmi ces secteurs, on peut distinguer trois grandes catégories :

- la production de biens (et services) de consommation « arbitrables » : ce sont les biens dont la consommation peut être différée ou réduite (automobile, biens d'équipement du foyer, habillement, voyages,...), a fortiori si leur achat recourt au crédit.
- les secteurs producteurs de biens intermédiaires dont l'activité est déterminée par la demande des secteurs aval. Ils subissent de front le double choc des anticipations négatives de demande finale et l'adaptation du niveau des stocks, très rapidement jugés au-dessus de la normale, chez leurs clients comme chez eux.
- les nombreux services connexes liés à ces deux grandes catégories : transports et fret, assurances et financement, services informatiques, voire R&D, etc.

#### **■ des secteurs frappés avec un décalage temporel**

Il s'agit essentiellement des activités concourant à la conception, à la réalisation et au financement des investissements privés. Si les programmes d'investissement engagés sont le plus souvent menés à terme, les nouveaux projets, même déjà budgétisés, peuvent être différés ou annulés. Les nouvelles commandes dans ces activités s'effondrent, annonçant une chute rapide et

prévisible des niveaux d'activité ultérieurs, sauf pour les secteurs pourvoyant l'investissement de long terme, tant que celui-ci n'est pas atteint (dans l'aéronautique par exemple).

#### ▪ **des secteurs faiblement ou lentement atteints**

Ce sont principalement les secteurs qui alimentent une demande finale « non arbitrable », ou relevant de dépenses socialisées, ou encore dépendant de décisions de long terme : énergie, alimentation, transports quotidiens, santé, services de distribution, d'assurance, de banque de détail... Il reste que dans ces activités les consommateurs sont conduits à des arbitrages plus actifs entre les différents segments de l'offre, qui auront des conséquences sur la structure et la dynamique de celle-ci.

Les évolutions observées confirment assez bien ces enchaînements attendus. Entre janvier 2008 et janvier 2009, la baisse de production est la plus prononcée pour les branches de biens intermédiaires et de biens d'équipement (dépassant ou approchant 20%), forte aussi pour les branches de biens de consommation durable (dépassant 10%), qui étaient parmi les plus rapidement atteintes, plus limitée pour les branches de biens de consommation non durables (moins de 5%). L'activité dans les services résiste mieux que dans l'industrie et enregistre encore des évolutions positives au cours de 2008. Là où elle régresse, c'est dans des services étroitement associés aux échanges inter-entreprises (commerce de gros des produits intermédiaires et des équipements professionnels, logistique) ainsi que dans le commerce de détail le plus sensible à l'inflexion de la demande finale (ventre d'automobiles, distribution de carburants).

### **Facteurs de résistance et d'aggravation en France**

Un débat s'est engagé en France sur la résistance comparée des divers modèles socio-économiques à l'épreuve de la crise. Le « modèle français » révélerait ses vertus dans l'épreuve. Cette idée est vérifiée si l'on s'intéresse à la formation de la demande finale. Elle l'est beaucoup moins si l'on s'intéresse à l'adaptation positive de l'offre nationale dans une période d'intenses recompositions internationales, où les enjeux de compétitivité s'aiguisent.

#### ▪ **De véritables facteurs de résistance**

Bien que son rythme de progression ait considérablement ralenti par rapport aux années antérieures (de 2,5% en 2007 à 1,3% en 2008 en moyenne annuelle), la consommation finale des ménages est aujourd'hui le principal socle de résistance de l'activité, avec la dépense publique. Ce constat est cependant moins vérifié pour la demande de biens « arbitrables », comme l'automobile.

L'idée d'une **résistance de la consommation des ménages**, comparativement aux autres pays européens, est plutôt confirmée. Parmi les « grands pays » d'Europe, la France est la seule à connaître une légère croissance de cet élément de la demande au dernier trimestre 2008 (+0,5% : à comparer à -0,7% au Royaume-Uni, -0,8% en Italie, -1,4% en Espagne, -0,1% en Allemagne) ainsi qu'au long de l'année 2008 (+0,7% en glissement annuel : à comparer à -0,2% au Royaume-Uni, -1,5% en Italie, -2,3% en Espagne, -0,7% en Allemagne).



L'explication de cette bonne tenue relative peut être attribuée à deux facteurs principaux :

- le premier est la faiblesse des effets de richesse dans les comportements de dépense des ménages français. Cette faiblesse a deux causes principales : le système de protection sociale qui fait dépendre la sécurité des personnes de dispositifs collectifs socialisés; le taux d'épargne élevé des ménages (et leur taux d'endettement globalement modéré) qui modère leur crainte de l'avenir en période de crise et leur ouvre une éventuelle marge d'adaptation
- le deuxième est l'importance des revenus fixes en France : rémunérations distribuées par le secteur public et para-public ; retraites relevant du système de répartition (non dépendante des fluctuations des marchés financiers). La moitié des personnes percevant un revenu en France relève de ces deux catégories (retraités, salariés du secteur public au sens large). De manière symptomatique, 41% des français déclarent être directement touchés par la crise selon une enquête d'opinion publiée par *Les Echos* fin mars 2009.

Ces facteurs de « résistance », pour importants qu'ils soient, ne suffisent pas à enrayer les enchaînements récessifs. De nombreux autres facteurs jouent à la baisse au cours de l'année 2009.

■ **D'inquiétants facteurs d'aggravation...**

- *sur la demande finale des ménages*

Le principal facteur est constitué des **suppressions d'emplois** sous différentes formes, associées aux réductions d'activité ainsi qu'aux restructurations ou fermetures de sites. C'est aussi la contraction des recrutements qui joue d'ores et déjà à l'encontre des jeunes. La menace de chômage est un facteur habituel de précaution. Les enquêtes disponibles sur les réactions des Français face à la crise font ressortir des comportements accrus de précaution ou d'attente : report ou réduction de dépenses arbitrables; déplacements vers des produits bas de gamme; propension renforcée à l'épargne. Le même revenu distribué se convertit moins aisément en demande. Ce comportement classique de précaution peut être aujourd'hui amplifié par les inquiétudes inhabituelles sur la valeur des patrimoines et par le durcissement des conditions de crédit. L'humeur versatile des consommateurs français porte la marque de l'anxiété : depuis un an, un mois où la consommation est à la hausse est suivi d'un mois à la baisse.

A ces facteurs s'ajoute **la pression à la baisse des salaires** : ceux des nouveaux recrutés, d'abord. Mais la progression des rémunérations de l'ensemble des salariés va être aussi affectée : faibles augmentations individuelles ou collectives, diminutions plus ou moins consenties, compression pro-cyclique de la part variable des rémunérations.

Les **forces déflationnistes** ont été pour le moment contenues : l'inflation dite sous-jacente, excluant les prix volatiles de l'énergie et des produits alimentaires frais, ralentit mais reste positive. Mais on observe des baisses avérées de prix à la production dans les secteurs les plus sensibles à la concurrence internationale, comme les biens intermédiaires. Les commerçants anticipent également des baisses de prix. Dans ces conditions, on ne peut sous-estimer le risque d'une spirale déflationniste, et d'une guerre des prix, les consommateurs repoussant certaines dépenses dans l'attente de baisses futures. Les pressions à la baisse des salaires et l'attentisme des consommateurs se combineraient pour entretenir cette spirale.

- *Sur le commerce extérieur et les difficultés d'offre compétitive.*

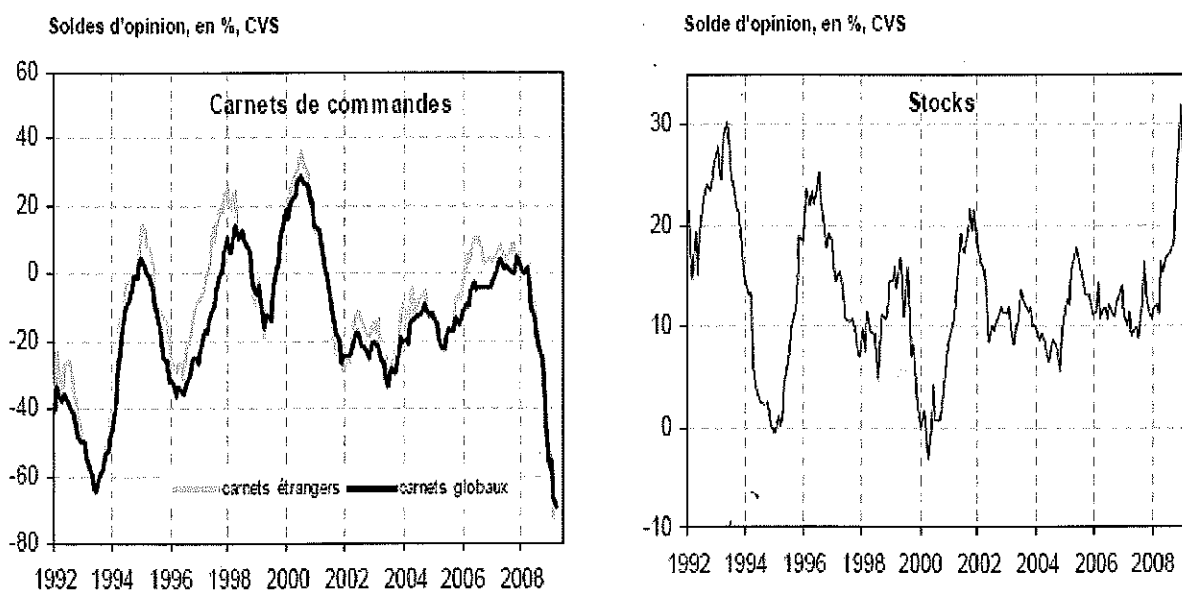
Les **déséquilibres confirmés du commerce extérieur** contribuent aux enchaînements récessifs. La dégradation continue du solde des échanges de l'économie française avec le reste du monde n'est pas ralentie par la crise. Le solde négatif des échanges de biens et services est passé de 22 milliards d'Euros en 2006 à 36 en 2007, pour atteindre 55 milliards en 2008.

On observe bien au quatrième trimestre 2008 une contraction sévère des importations d'automobiles (-15%) et de biens intermédiaires (-7%). Mais elles trouvent plus que leur contrepartie dans une contraction encore plus sévère des exportations françaises d'automobiles (-21%) ou de biens intermédiaires (-11%) ! Globalement, le volume des exportations s'est plus contracté lors de ce quatrième trimestre que celui des importations (respectivement -3,7% et -2,2% pour les exportations et importations totales, -5,3% et -4,4% pour leur composante manufacturière). Ces évolutions portent bien sûr la marque de la contraction du commerce mondial et de récessions marquées dans certains pays clients de la France (à commencer par l'Allemagne, elle-même au moteur exportateur brutalement freiné). Mais elles entérinent aussi les faiblesses persistantes de l'industrie française : son déficit de compétitivité va rendre difficile la traversée des années de crise aussi bien que la sortie.

- *sur les décisions de production et d'investissement des entreprises*

Les **décisions de production** des entreprises dépendent de la perception qu'elles ont de leur carnet de commandes, de la demande et des prix : début 2009, le repli limité des excès perçus de stocks n'empêche pas la poursuite de la dégradation des carnets de commande, notamment à l'exportation, et son extension aux producteurs de biens d'équipement (graphique 9).

**Graphique 9 : Opinion sur les carnets de commandes et les stocks dans l'industrie manufacturière française**



Le solde d'opinion est la différence entre le pourcentage des réponses "niveau supérieur à la normale" et celui des réponses "inférieur". La situation est favorable lorsque le solde est élevé pour les carnets de commande et faible pour les stocks.

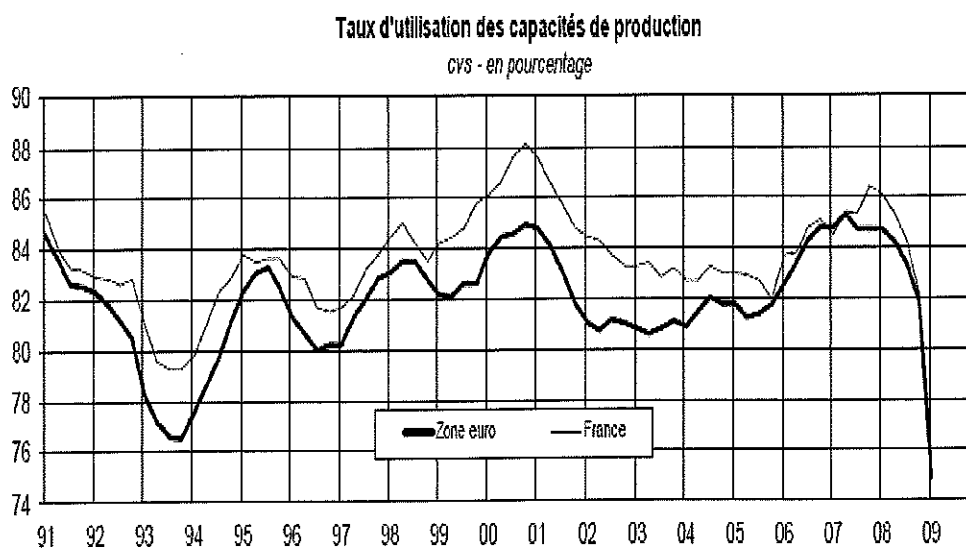
**Source:** INSEE, Enquête de conjoncture mensuelle dans l'industrie, *Informations Rapides* n° 79, 24 mars 2009

On doit donc attendre dans les mois qui viennent une **poursuite de la spirale dépressive** dans laquelle l'économie française, comme d'autres, est engagée. Cette spirale, selon une synchronisation d'intensité inédite à l'échelle du globe, éloigne la perspective du point bas de l'activité, même si le rythme de dégradation vient à ralentir après la brutalité de l'ajustement initial des stocks et de la production. A ce stade, il n'est pas encore possible de définir le palier bas de l'activité, celui à partir duquel on pourrait espérer rebondir. L'ajustement des stocks à des niveaux compatibles avec la demande perçue n'est pas achevé. Les taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie sont descendus à des niveaux exceptionnellement bas (graphique 10). Les entreprises n'ont pas de raison d'investir pour augmenter des capacités aussi faiblement sollicitées.

Dans l'immédiat l'avantage est à l'attente : attendre d'y voir plus clair, de voir se dessiner les nouvelles lignes d'évolution. L'investissement est en panne. Les chefs d'entreprises industrielles ont déclaré en janvier à l'enquête de l'INSEE des budgets d'investissement en baisse de 12% pour 2009, révisant fortement à la baisse leurs prévisions précédentes. On peut craindre que ce chiffre ne soit révisé encore à la baisse dans les prochains mois.

La **situation financière des entreprises** doit être appréciée, dans un tel contexte, avec toute la finesse nécessaire, afin de prendre en compte l'hétérogénéité des situations, fonction de la taille des entreprises, de leur pouvoir de marché, de leur position dominante ou dépendante dans les chaînes de valeur, de leur degré d'exposition à la concurrence, de leurs forces et faiblesses intrinsèques, etc. Toutes les entreprises n'abordent pas la périlleuse année 2009 dans les mêmes conditions, certaines (notamment de grands groupes) réalisant encore en 2008 de confortables profits. Globalement, la masse des profits ne pourra que souffrir de la récession engagée, à cause des variations négatives de productivité qu'elle induit, mais la distribution des pertes entre secteurs et entreprises mérite attention. Les *spreads* sur les obligations émises par les entreprises anticipent, à l'échelle du monde, des taux de défaillance inédits depuis très longtemps. L'impact de cette dégradation de la rentabilité sur les investissements ne sera pas favorable, mais il n'est pas mécanique : il dépend aussi des choix faits par les entreprises, notamment en matière de distribution de dividendes, dont le poids dans la valeur ajoutée a très significativement augmenté au cours de la dernière décennie. Les entreprises, qui avaient beaucoup misé sur l'endettement pour financer leurs investissements au cours des dernières années, trouveront dans la volonté de se désendetter une raison supplémentaire de réduire l'investissement (graphique 11) : la modération des dividendes leur fournirait, dans ces circonstances, une marge appréciable d'autofinancement.

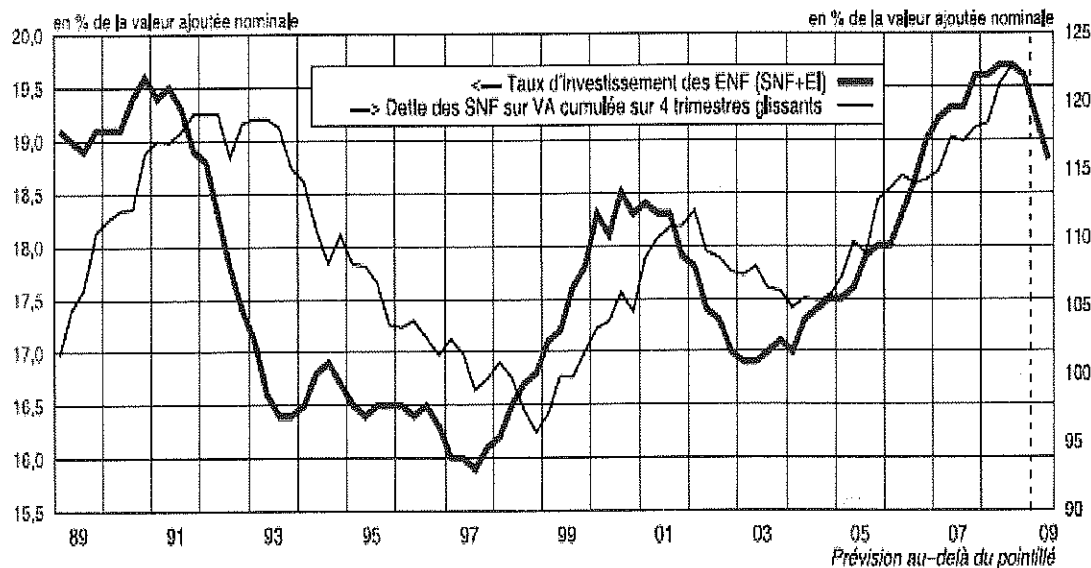
**Graphique 10 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière**



**Le champ de l'industrie manufacturière ne comprend pas l'énergie et les IAA.**  
**Selon l'enquête de Janvier 2009 le taux d'utilisation est tombé dans le cas français à 75,8%**

**Source:** INSEE, Enquêtes européennes trimestrielles de conjoncture dans l'industrie manufacturière, *Informations Rapides*, n°44, 11 février 2009

**Graphique 11 : Taux d'investissement et d'endettement des entreprises françaises, en % de la valeur ajoutée**



**D'après :** « La récession se prolonge », *Note de conjoncture INSEE*, mars 2009

## Quelles transitions sectorielles dans la crise ?

Une **conjonction aussi totale d'anticipations négatives** dans un aussi grand nombre de pays et de secteurs d'activité n'a sans doute jamais été rencontrée. Une onde dépressive d'une telle ampleur ne s'est probablement jamais propagée aussi vite au sein de l'économie mondiale.

Néanmoins, tous les secteurs ne sont pas uniformément affectés. Dans les secteurs très mondialisés de production de biens intermédiaires, l'écart entre les capacités de production installées dans les diverses régions du monde et la demande prévisible dans les deux années à venir va engendrer une concurrence très dure. Elle va se traduire par des réorganisations à grande échelle et des fermetures. Il est souhaitable que les entreprises, en liaison avec les pouvoirs publics et les partenaires sociaux de leurs branches, s'efforcent de distinguer ce qui doit être préservé à tout prix, pour franchir deux années fortement dépressives, et ce qui doit donner lieu à d'autres réponses. Dans les secteurs de biens d'équipement et de biens de consommation durables, également exposés, il s'agit de préserver l'essentiel : les compétences et les capacités collectives d'innovation et de développement, nécessaires au renouvellement des positions compétitives.

Dans une vision de plus long terme, au-delà de ces « traversées du gué », le souci d'une bifurcation vers des formes de production plus conformes aux exigences nouvelles du développement durable pourrait orienter certains choix. Un cas emblématique est celui de la construction : les programmes de rénovation et d'isolation envisagés à l'occasion du Grenelle de l'environnement pourraient lui donner un nouveau souffle, en la préparant aux normes de concurrence et de qualité futures, sous condition de préparer aussi les compétences nécessaires.

## La gestion sociale de la crise

### Emploi et chômage : le retour de la file d'attente

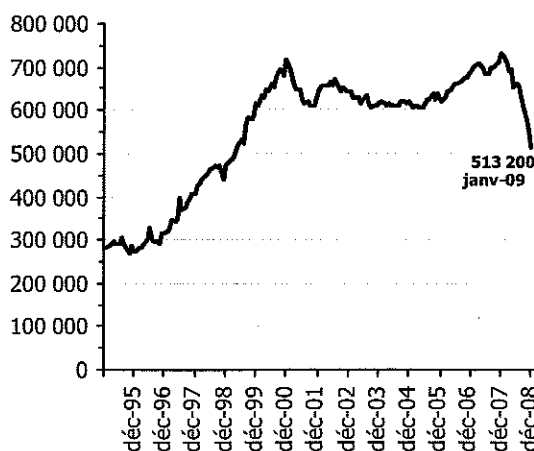
En 2008, l'économie française a perdu 100 000 emplois. Cette baisse résulte des destructions de postes dans l'industrie, qui se sont accélérées par rapport aux années précédentes (- 73 000 emplois), et dans l'intérim (- 139 000 emplois : graphique 12). Le fort repli de l'intérim est surtout le fait de la baisse de l'activité dans l'industrie et la construction, qui embauchent environ 65 % des intérimaires. La part de salariés en CDD décline également<sup>13</sup> (graphique 13). La construction et le tertiaire marchand hors intérim ont quant à eux créé 13 000 et 58 000 emplois (tableau 3).

**Tableau 3 : Évolution de l'emploi 2003- 1<sup>er</sup> semestre 2009 (données CVS, fin du quatrième trimestre)**

	Effectifs en milliers							Variation 2008/2007	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 Sem1	milliers	%
<b>Secteurs marchands (1)</b>	<b>15 406</b>	<b>15 439</b>	<b>15 541</b>	<b>15 742</b>	<b>16 031</b>	<b>15 889</b>	<b>15 503</b>	<b>- 141</b>	<b>- 0,9</b>
Industrie	3 959	3 867	3 780	3 722	3 680	3 607	3 464	- 73	- 2,0
Construction	1 279	1 304	1 352	1 414	1 474	1 486	1 448	+ 13	+ 0,9
Tertiaire marchand	10 168	10 267	10 409	10 606	10 877	10 796	10 591	- 81	- 0,7
<i>dont intérim</i>	<i>569</i>	<i>586</i>	<i>610</i>	<i>629</i>	<i>656</i>	<i>517</i>	<i>/</i>	<i>- 139</i>	<i>-21,2</i>
<b>Secteurs non marchands (2)</b>	<b>1 928</b>	<b>1 967</b>	<b>1 996</b>	<b>2 036</b>	<b>2 078</b>	<b>2 118</b>	<b>2 141</b>	<b>+ 41</b>	<b>+ 2,0</b>
<b>Ensemble des secteurs concurrentiels (1) + (2)</b>	<b>17 334</b>	<b>17 405</b>	<b>17 537</b>	<b>17 778</b>	<b>18 108</b>	<b>18 008</b>	<b>17 644</b>	<b>- 100</b>	<b>- 0,6</b>
<b>Emploi total</b>	<b>24 605</b>	<b>24 712</b>	<b>24 896</b>	<b>25 208</b>	<b>25 542</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>/</b>

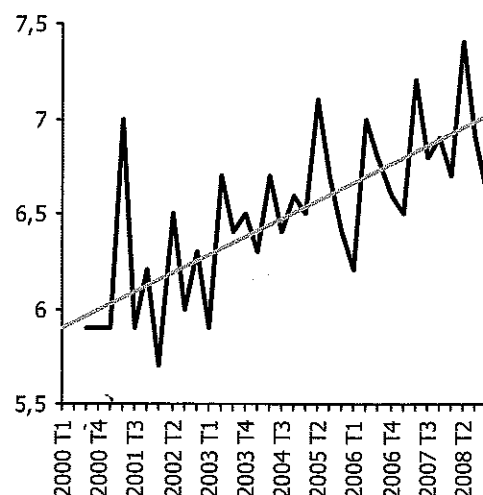
Source : INSEE

**Graphique 12 : Emploi dans l'intérim en fin de mois (milliers, données CVS)**



Source : UNEDIC

**Graphique 13 : Proportion de salariés en CDD (% , données brutes)**

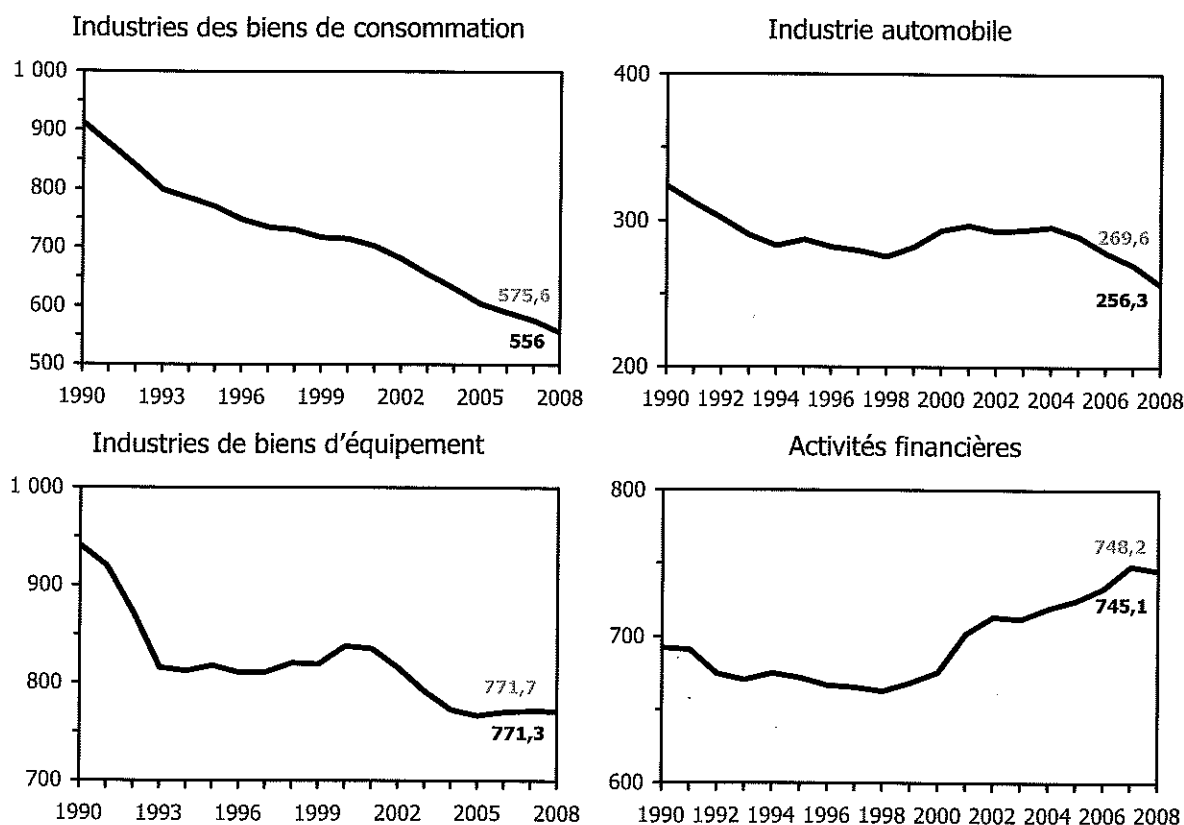


Champ : Entreprises de plus de 10 salariés  
Source : DARES, ACEMO

<sup>13</sup> Ces données doivent être considérées avec précaution : ce sont des données brutes, très fluctuantes de surcroît.

En 2008, la diminution de l'emploi a touché la plupart des secteurs. Seuls quelques-uns y ont échappé : la construction (+0,9%), les transports (+0,4%), les services aux particuliers (+2,1%), grâce aux hôtels et restaurants (+1,2%) ainsi qu'aux services personnels et domestiques (+3,9%). La variété des dynamiques sectorielles se retrouve au niveau de l'emploi : les biens de consommation et l'automobile ont connu une nette dégradation (respectivement -3,4% et -4,9%, avec des pertes de 19 600 et 13 300 emplois), les activités financières un recul limité (-0,4%), tandis que les biens d'équipement ont à peu près maintenu leur volume d'emploi (-0,1 %) (graphique 14).

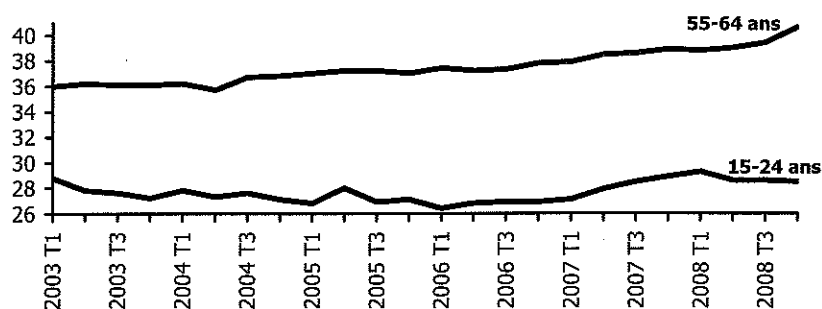
**Graphique 14 : Évolution de l'emploi par secteur (milliers)**



Source : INSEE

Le taux d'emploi des 55-64 ans a nettement progressé entre le troisième et le quatrième trimestre 2008, de 39,4% à 40,6%, contre 38,9% douze mois plus tôt (graphique 15). Reste à savoir si cette accélération va se confirmer au cours des prochains mois car la crise pourrait inciter les entreprises à se séparer en priorité des seniors en cas de licenciements. La question de l'articulation avec l'emploi des jeunes, dont l'amélioration récente a subi un coup d'arrêt dès le premier trimestre 2008, se pose déjà, et le partage intergénérationnel du travail redevient d'actualité. Pour pouvoir être poursuivie, la stratégie de hausse du taux d'emploi des seniors suppose donc une sortie de crise rapide.

**Graphique 15 : Taux d'emploi des 15-24 ans et taux d'emploi sous-jacent \* des 55-64 ans (en % du nombre de personnes dans la tranche d'âge, données CVS, moyenne trimestrielle)**

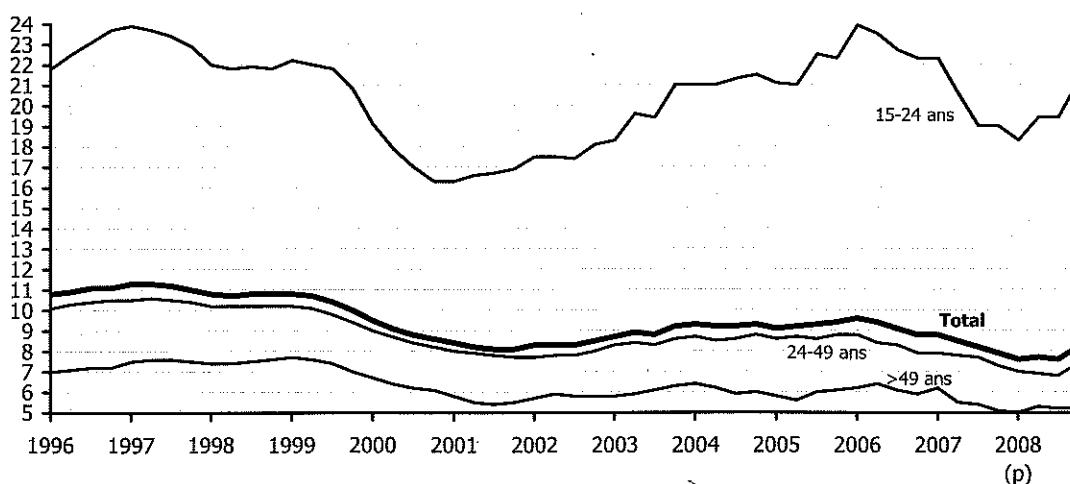


\* Le taux d'emploi sous-jacent est égal à la moyenne arithmétique des taux d'emploi par âge détaillé. Il permet de gommer les poids démographiques inégaux des tranches d'âge (par exemple le fait que les générations du baby-boom arrivent progressivement à l'âge de la retraite et gonflent le poids des classes d'âges élevés).

**Source :** INSEE, Enquête emploi

Sur le front du chômage, une hausse dévastatrice est attendue au cours de l'année 2009. La prévision de l'Unedic du 11 mars 2009 fait état de 400 000 chômeurs en plus à la fin de l'année. Les hausses record de janvier et février, avec 90000 puis 80000 chômeurs supplémentaires, conduisent à la considérer avec scepticisme. Pour le seul 1er semestre 2009, l'INSEE prévoit 281 000 nouveaux chômeurs. Les jeunes sont particulièrement frappés : leur taux de chômage a progressé de 2,9 points entre le premier et le quatrième trimestre 2008, alors que la hausse de celui des 24-49 ans a été plus tardive et s'est limitée à 0,4 point (graphique 16).

**Graphique 16 : Taux de chômage au sens du BIT par âge (Données trimestrielles, CVS en moyenne sur le trimestre)**



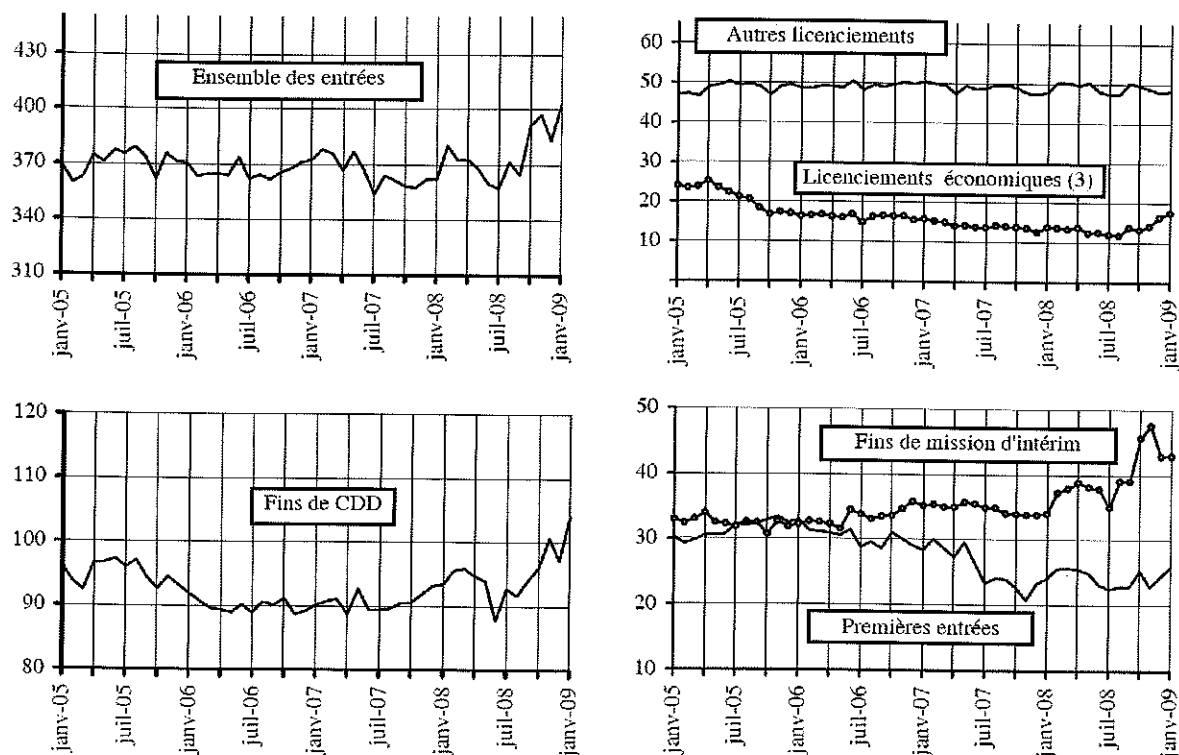
**Champ :** France (y compris DOM), population des personnes de 15 ans ou plus  
**Source :** UNEDIC

Plus précisément, les effets de la crise sont visibles à partir de juillet 2008. Le nombre d'inscriptions à Pôle Emploi en catégorie 1 accélère, à cause de la forte hausse des fins de CDD, des fins de mission d'intérim, et des plans de licenciement économique (graphique 17). Bien qu'ils aient



été en forte hausse au cours du dernier trimestre 2008, les licenciements économiques ont toutefois représenté moins de 5% des motifs d'inscription au chômage, contre près de 40% pour les fins de CDD et les fins de mission d'intérim.

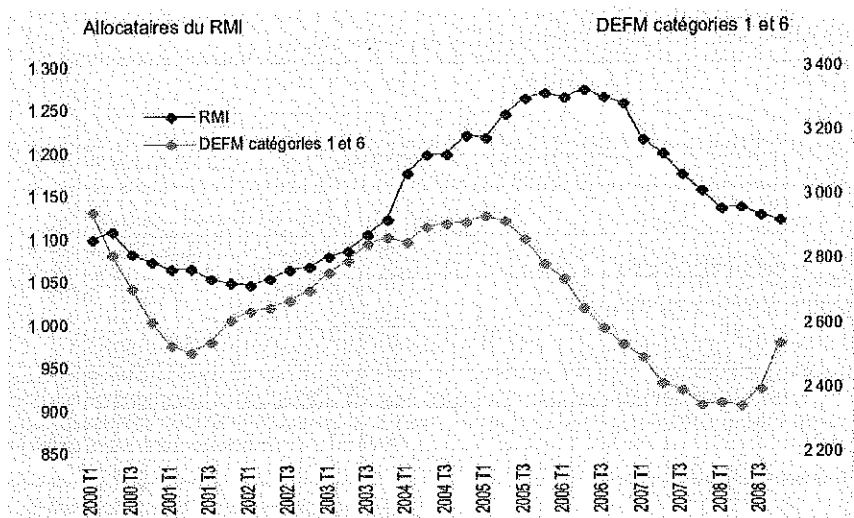
**Graphique 17: Entrées à Pôle Emploi en catégorie 1 (milliers, données CVS-CJO)**



**Source :** Pôle Emploi

La plupart des nouveaux inscrits à Pôle Emploi sont des travailleurs précaires (fins de CDD et fins de mission d'intérim) dont les droits à indemnisation sont inférieurs à ceux des salariés en CDI licenciés et vont s'épuiser rapidement. Ces nouveaux chômeurs risquent donc de se retrouver vite au RMI. Si le nombre de RMistes a continué à reculer en 2008 malgré la forte détérioration du marché du travail depuis la mi-2008 – bien que la baisse a considérablement ralenti par rapport aux trimestres précédents – il devrait néanmoins repartir à la hausse en 2009 dans la mesure où son évolution suit celle du marché du travail avec un certain retard (graphique 18). Etant donné que les nouveaux chômeurs peu ou pas indemnisés risquent de basculer rapidement vers le RMI, le délai entre hausse du chômage et hausse du RMI devrait se raccourcir significativement.

**Graphique 18 : Évolution du nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) de catégories 1 et 6\* et d'allocataires du RMI payés en fin de trimestre**



\* Les demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) de catégories 1 et 6 recouvrent les personnes inscrites à l'ANPE déclarant être à la recherche d'un emploi à temps plein et à durée indéterminée, la catégorie 6 correspondant aux personnes ayant exercé une activité réduite de plus de 78 heures au cours du mois.

**Champ :** France entière (métropole et DOM) pour le RMI et France métropolitaine pour les DEFM

**Sources :** CNAF, INSEE-DARES

## L'adaptation flexible de l'emploi via l'intérim

La répercussion de la baisse de l'activité sur l'emploi a surpris par sa rapidité. Elle se fait traditionnellement en trois temps : les entreprises jouent d'abord sur la durée du travail en recourant au chômage partiel et en réduisant les heures supplémentaires (HS), mettent ensuite fin au renouvellement des intérimaires et des CDD, puis licencient.

La séquence de l'ajustement de l'emploi a été cette fois-ci quelque peu différente. La chute de l'intérim est intervenue rapidement, dès le deuxième trimestre. Le chômage partiel s'est progressivement étendu à partir du quatrième trimestre, ce qui a conduit à la révision du dispositif.

Concernant les HS, les choses sont moins simples. Selon, l'ACOSS le volume global d'HS aurait augmenté tout au long de l'année 2008, passant de 170,4 millions au premier trimestre, à 182,4 au deuxième, 182,7 au troisième. Cette progression concomitante à la chute de l'emploi intérimaire a accrédité la thèse d'une substitution des HS à l'emploi intérimaire, voire aux travailleurs menacés de licenciement. Cette appréciation est discutable, ne serait-ce que parce que HS et intérim ne sont pas forcément antagoniques dans la mesure où les intérimaires aussi font des HS. Le coût des HS reste plus élevé que celui des heures normales. L'encadré 3 s'efforce d'établir quelques faits saillants qui arguent en faveur d'une relation de complémentarité autant que de substitution entre intérim et HS.

### **Encadré 3. Heures supplémentaires : clarifier les faits**

Les informations statistiques disponibles sont mobilisées pour tenter cette clarification :

1. *L'évolution du volume annuel d'HS.* En 2006, celui-ci a été évalué par la DARES à 630 millions\*. En 2007, le nombre total d'HS aurait été de 730 millions, hors dispositif d'exonération fiscale et sociale instauré par la loi TEPA, entré en vigueur au quatrième trimestre 2007, soit 99 millions de plus qu'en 2006, dont 55 millions dues à la suppression du régime d'équivalence des HCR\*\*.

En 2008, selon l'ACOSS, le nombre d'HS relevant du dispositif TEPA aurait représenté 725 millions d'heures, soit une baisse de 5 millions. Il faut cependant faire preuve d'une grande prudence face à ces chiffres : ceux de 2006 et 2007 sont des estimations, ceux de 2008 sont issus des déclarations de cotisations en URSSAF.

2. *L'évolution trimestrielle en glissement annuel.* La comparaison des résultats trimestriels est délicate car les données concernant les heures supplémentaires ne sont pas corrigées des variations saisonnières. Les statistiques de la DARES ne permettent pas de faire cette comparaison car les HS relevant du dispositif TEPA ne sont publiées que depuis le premier trimestre 2008. Celles de l'ACOSS font apparaître une hausse importante du nombre total d'HS (144 millions au quatrième trimestre 2007, 184,8 millions au quatrième trimestre 2008), mais le changement de nomenclature empêche une telle comparaison au niveau sectoriel.

Entre le deuxième et le troisième trimestre 2008, sous réserve des limites induites par cette comparaison, les données de la DARES montrent une stabilisation du nombre moyen d'HS par salarié (9,1 heures au deuxième trimestre, 9,2 au troisième trimestre), mais font apparaître une diminution importante des HS dans les secteurs touchés par la crise : automobile (-4,4%), biens intermédiaires (-5,6%), construction (-7,6%), activités financières (-25,5%), activités immobilières (-8,2%). Dans ces secteurs, l'ACOSS met également en évidence une baisse du nombre d'HS effectuées par salarié, excepté dans deux d'entre eux où il reste stable : l'industrie automobile (1,9 million d'HS, soit 7,4 HS par salarié) et les activités financières. Ce constat plaide autant en faveur de la complémentarité des HS et de l'intérim qu'en faveur de leur substitution.

3. *L'évolution comparée du volume d'HS et de l'emploi intérimaire.* Au niveau global, l'entrée en vigueur de la loi TEPA n'a pas entraîné de progression fulgurante du nombre total d'heures supplémentaires, pas plus qu'un ralentissement de l'intérim, car les incitations à recourir aux HS établies par le dispositif TEPA sont faibles\*\*\*.

\* Avant l'entrée en vigueur du dispositif TEPA, les HS n'étaient pas nécessairement déclarées comme telles dans les enquêtes statistiques. Les résultats de l'enquête sur le coût de la main-d'œuvre et la structure des salaires, menée par l'INSEE depuis 2005, ont néanmoins permis à la DARES d'estimer le nombre d'HS en 2006. Voir Odile Chagny, Bruno Ducoudré, « Évaluation du volume d'heures supplémentaires en 2006 », *Premières Synthèses*, DARES, n° 40.5, octobre 2008.

\*\* Les syndicats de salariés du secteur de l'hôtellerie-restauration, à l'exception de la CGT, ont signé en février 2007 un accord de branche, qui maintient la durée du travail hebdomadaire à 39 heures, mais comptabilise les heures comprises entre la 36e et la 39e heure comme des HS.

\*\*\* Voir « Travailler plus pour gagner plus : quels effets ? », Document de travail, Alpha Études, juillet 2007

### **Les salaires, entre hausse du chômage et repli de l'inflation**

L'année 2009 devrait être plus favorable pour le pouvoir d'achat salarial que l'année 2008, au cours de laquelle les salaires réels ont stagné : en moyenne annuelle 2008, le salaire mensuel de base (SMB) réel n'aurait que très légèrement augmenté (+0,2% après +1,2% en 2007) et le salaire moyen par tête (SMPT) réel aurait ralenti encore plus fortement (+0,1% après +1,5%)<sup>14</sup>. La meilleure tenue

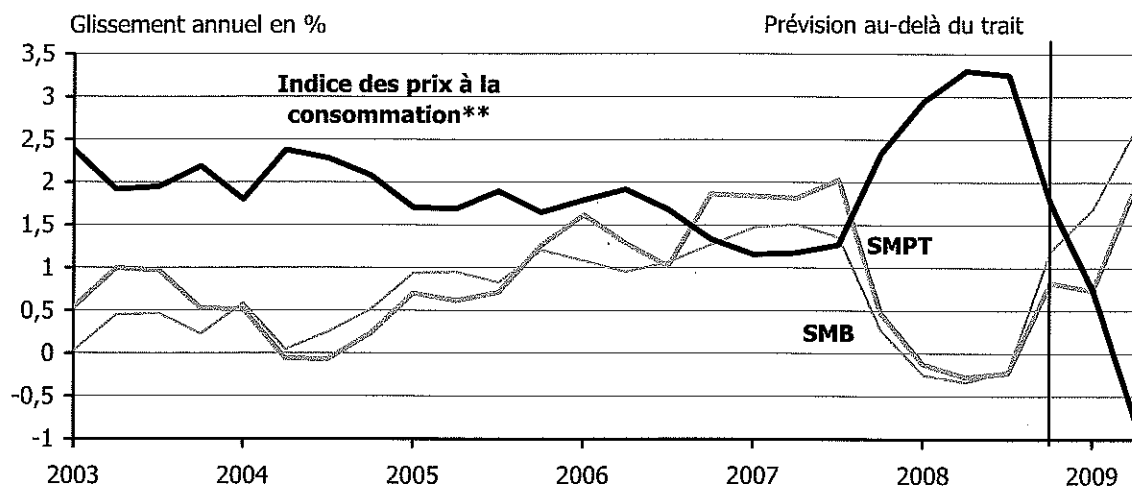
<sup>14</sup> Le SMB désigne le *salaire brut* au sens strict, avant déduction des cotisations sociales et avant versement des prestations sociales. Il ne comprend ni les HS, ni les primes, ni l'épargne salariale. Son évolution reflète la variation moyenne des salaires à structure de qualification constante. L'évolution du SMPT reflète celle des *remunérations* versées par l'ensemble des entreprises. Par rapport au SMB, il prend notamment en compte les très petites entreprises, et intègre les effets de structure (évolution des qualifications, de la part du temps partiel), les HS, les primes, et l'épargne salariale.

de 2009 est le pendant de la baisse qui a eu lieu du troisième trimestre 2007 au troisième trimestre 2008 (graphique 19) : elle tient au repli de l'inflation après le pic des prix énergétiques et alimentaires, la croissance du SMB nominal reculant à partir du troisième trimestre 2008.

Au deuxième trimestre 2009, en glissement annuel, la progression du salaire réel pourrait retrouver un rythme de l'ordre de 2 à 2,5%, plutôt en haut de cette fourchette pour le SMB, plutôt en bas pour le SMPT. Celui-ci progresserait moins vite que le SMB, à cause de l'augmentation du chômage, de la diminution des primes d'épargne salariale et des HS. Il reste à savoir dans quelle mesure la détérioration du marché du travail peut peser davantage encore sur ces perspectives salariales, qui misent sur la relative inertie des progressions nominales comparativement au ralentissement plus prononcé des prix.

L'augmentation tendancielle des écarts de rémunérations<sup>15</sup>, que peut venir renforcer le contexte de forte hausse du chômage, pose la question d'une limitation des rémunérations les plus élevées qui ont fortement contribué à cette augmentation : rémunération des traders mais aussi des dirigeants. Les patrons français sont parmi les mieux payés d'Europe, ils détiennent plus de 50% des stock-options dans l'UE<sup>16</sup>. Cette question se pose aussi dans d'autres pays, certains ayant d'ailleurs déjà pris des mesures, à l'instar des Etats-Unis, des Pays-Bas et de la Suède.

**Graphique 19 : Évolution de l'inflation et du pouvoir d'achat du SMB et du SMPT\***



\* **Champ** : Secteur marchand non agricole

\*\* France entière, y compris tabac

**Source** : DARES et *Note de conjoncture INSEE*, mars 2009

<sup>15</sup> Sur ce point lire « Écarts de salaires et de rémunérations : quelles évolutions ? », Document de travail, Centre Études & Prospective, Groupe Alpha, février 2009.

<sup>16</sup> Rapport d'information sur la réforme du droit des sociétés, Présenté par M. Pascal Clément, député, 2 décembre 2003.

## Un traitement social de la crise qui manque de consistance

Les mesures prises pour atténuer les conséquences sociales de la crise manquent de consistance dans un contexte de forte récession. Elles peuvent être classées en quatre catégories :

- **Un appui aux chômeurs en décalage avec l'aggravation de la récession** : Sitôt conclu, l'accord sur le régime d'assurance chômage est apparu inadapté à l'ampleur et aux caractéristiques de la crise tant il est en deçà des besoins d'indemnisation supplémentaire suscités par la récession en cours : l'indemnisation du chômage conserve un biais procyclique, qui la restreint lorsque le contraire serait nécessaire<sup>17</sup>. La naissance à marche forcée de Pôle Emploi se fait dans une grande désorganisation qui ne permet pas de faire face efficacement à l'afflux massif de nouveaux demandeurs d'emploi : retards dans le traitement des dossiers des allocataires, augmentation du nombre de demandeurs d'emploi suivis par chaque conseiller, recours palliatif à des CDD, etc.
- **Une amélioration des dispositifs existants** : amélioration de l'indemnisation du chômage partiel, reconduction et amélioration de la convention de reclassement personnalisée (CRP), extension du contrat de transition professionnelle (CTP).
- **Des mesures fiscales ciblées d'ampleur limitée**, qui aident leurs bénéficiaires de façon temporaire : suspension des deux derniers tiers provisionnels de l'impôt sur le revenu pour les contribuables soumis à la première tranche d'imposition (1,1 milliard d'euros), prime de solidarité active (760 millions d'euros), prime de 150 euros pour les familles bénéficiant de l'allocation de rentrée scolaire (450 millions), bons d'achat pour les services à la personne de 200 euros par foyer pour les ménages bénéficiaires de l'allocation personnalisée d'autonomie à domicile (300 millions).
- **Une mesure nouvelle, la création d'un fonds d'investissement social**, destiné à regrouper et coordonner les ressources de l'Etat et des structures paritaires en faveur de l'emploi et de la formation professionnelle. Elle reprend, pour l'essentiel et pour l'instant, des dispositifs déjà existants. Outre les financements déjà disponibles (plan de relance, fonds d'expérimentation en faveur de la jeunesse, fonds social européen), l'Etat abondera le fonds de 800 millions d'euros supplémentaires. 400 millions d'euros provenant des fonds issus de l'accord sur la formation professionnelle devraient également y être alloués.

En ciblant certaines catégories de chômeurs, de salariés ou de contribuables, ces mesures peuvent être source de traitements inéquitables : elles ne vont guère bénéficier aux salariés intérimaires et détenteurs de CDD qui perdent leur emploi sans avoir accès à des mesures spécifiques d'accompagnement ou de formation ; l'extension du CTP concerne 25 bassins d'emploi alors qu'il en existe plusieurs centaines. Il est difficilement justifiable qu'un salarié dont l'entreprise est implantée sur un bassin doté du CTP puisse bénéficier d'un accompagnement indisponible pour celui d'une entreprise située à proximité mais ne faisant pas partie de ce bassin.

<sup>17</sup> Pour une démonstration détaillée, voir Gérard Cornilleau, Mireille Elbaum, « Indemnisation du chômage, une occasion manquée face à la crise ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 307, 2 février 2009.

Il est vrai que l'ANI de janvier 2009 sur la formation professionnelle, en créant un fonds de sécurisation des parcours professionnels, ouvre enfin à une coordination entre les acteurs de la formation professionnelle en direction des personnes qui en ont le plus besoin. On doit s'en féliciter mais également noter, en le regrettant, que : d'une part ce nouveau dispositif n'a pas encore été voté; d'autre part il n'est évidemment pas rodé et il y a encore lieu d'apprendre à s'en servir.

Les enjeux de formation font aussi surgir la question du contenu des formations proposées aux salariés, en particulier ceux qui sont contraints au chômage partiel. L'ampleur et la durée prévisible de la crise vont se traduire par une destruction du tissu productif. En période normale, il est déjà difficile d'identifier les emplois de demain. Cette difficulté contribue à expliquer que les taux de reclassement ne soient pas plus élevés en période normale (35% pour la CRP, 60% pour le CTP<sup>18</sup>). En période de récession, cette tâche est encore plus compliquée, en raison du déficit global d'offre d'emplois. Du côté de l'offre de formation, la capacité à répondre, dans des délais extrêmement courts, à la mise en place d'actions qualifiantes adaptées à la situation des publics visés incite à la prudence.

Face à un volume d'emploi insuffisant, la protection de l'emploi consistant à réduire le temps de travail par le recours à l'activité partielle va à l'encontre de la loi TEPA, qui favorise au contraire les HS. Cette protection est d'ailleurs pratiquée aujourd'hui à plus grande échelle par d'autres pays européens, au premier rang desquels l'Allemagne et l'Italie à travers la *Cassa Integrazione Guadagni*.

Le chômage technique joue un rôle d'amortisseur. Sa progression est particulièrement nette au quatrième trimestre 2008, au cours duquel, en moyenne, 146 000 personnes étaient en chômage partiel, soit 0,6% du nombre de personnes en emploi, trois fois plus qu'au trimestre précédent. La hausse du chômage partiel a entraîné une augmentation de 0,5 point de la proportion des personnes en sous-emploi, qui a atteint 5,2% des salariés en poste fin 2008. Selon une étude du Centre d'Études de l'Emploi, le premier effet du chômage partiel est de retarder les licenciements<sup>19</sup>. Ce ne sera pas suffisant pour parer à l'ampleur et à la longueur de la récession.

---

<sup>18</sup> Le chiffre plus élevé pour le CTP s'explique par un accompagnement plus efficace d'un nombre limité d'individus.

<sup>19</sup> Oana Calavrezo, Richard Duhautois, Emmanuelle Walkowiak, « Chômage partiel et licenciements économiques », *Connaissance de l'emploi*, Centre d'Études de l'Emploi, n° 63, mars 2009.

## Plans de relance et perspectives

A l'automne 2008, l'aggravation brutale des perspectives a conduit les gouvernements, avec des convictions inégales, à engager des programmes de relance publique. Dans la valse des milliards annoncés, il faut distinguer entre les plans de sauvetage du système financier et les plans de relance budgétaires. Les montants des premiers sont vertigineux : aux Etats-Unis, 700 milliards (Mds) de dollars en 2008 puis un nouveau plan de 2 000 Mds de dollars en 2009 (au total près de 20% du PIB). 63 000 Mds de yens au Japon en 2008 (plus de 10% du PIB), 380 milliards d'euros en France en 2008 (plus de 15% du PIB), etc. En fait il s'agit souvent de garanties, de prêts, plus modestement jusqu'à présent de prises de participations. Ces montants ne correspondront que partiellement à des dépenses effectives si les politiques mises en œuvre arrivent à stabiliser les systèmes financiers. Les plans de relance, quant à eux, affichent des montants plus modestes mais encore élevés au regard des exigences budgétaires précédemment avancées comme des barrières intangibles.

### Les plans de relance américains

Le premier plan américain voté en février 2008 portait sur 168 Mds de dollars (1,2% du PIB) et comprenait principalement 100 Mds de remboursements d'impôts aux ménages et 50 Mds d'aide aux entreprises sous forme d'accélération des amortissements sur les nouveaux investissements. Avec le recul, il apparaît que les remises d'impôts, non ciblées, ont été en majeure partie épargnées ou utilisées pour le désendettement. Leur impact sur la dépense n'a pas été nul mais transitoire : il a repoussé un peu le franc constat de la récession. Quant à l'investissement des entreprises, il a surtout été conditionné par la demande finale et a chuté avec elle au second semestre 2008.

Le nouveau plan du président OBAMA vient d'être voté en février 2009 par le Congrès. Il porte sur 785 Mds de dollars (5,5% du PIB) à engager sur 2 ans. Il est très centré sur des mesures à effets rapides et s'attaque à certaines carences de la protection sociale. La répartition en est la suivante :

- Baisse d'impôts                    243 Mds (ménages 220 et entreprises 23)
- Dépenses                            542 Mds dont principalement
  - 100 aides aux états en difficulté
  - 49 aides aux particuliers
  - 56 extension de l'assurance chômage
  - 87 extension de la couverture maladie
  - 80 aides à l'éducation
  - 126 soutien sectoriel (environnement 14, énergies renouvelables 50, logement 14, transports 48)
  - 24 infrastructures publiques
  - 14 recherche

Le plan devrait aggraver, *ex post*, le déficit public de 170 Mds en 2009 et 350 en 2010 avec une forte réduction ensuite. Selon le CBO (*Congress Budget Office*), son impact sur la croissance devrait se situer entre 1,2 et 3,6% en 2010 et devrait créer ou sauver entre 1,3 et 3,9 millions d'emplois à cet

horizon. La largeur de la fourchette dépend en particulier des comportements des ménages et des entreprises et de l'efficacité des plans de sauvegarde du système financier lancés par ailleurs.

Ce plan est nettement plus important que les plans envisagés en Europe. Pourtant, pour nombre d'analystes, il est encore insuffisant face à la dépression qui se profile pour l'économie américaine. L'action publique, aussi musclée soit-elle, ne paraît désormais pas en mesure d'empêcher une récession ample des Etats-Unis en 2009 (la baisse du PIB pouvant approcher 5%) et de garantir une reprise nette dès 2010, qui évite la montée du taux de chômage américain à hauteur de 10% : le montant de près de 800 milliards sur deux ans est du même ordre que la contraction de la demande privée envisagée par certains prévisionnistes sur la seule année 2009... Les effets négatifs de revenu et de richesse jouent trop puissamment à la baisse sur les dépenses des ménages, pour laisser attendre mieux qu'une atténuation progressive de l'orientation négative de l'activité d'ici la fin 2009. En particulier, le marché immobilier est loin d'avoir touché le fond et la baisse des prix, qui a déjà dépassé 25% depuis le pic de la mi-2006, pourrait dépasser les 40% d'ici le creux espéré pour 2010. Le repli de l'investissement des entreprises a pris le relais, impulsé par la perception de surcapacités massives. Il est possible néanmoins que les réductions d'impôt et les dépenses sociales soutiennent transitoirement la demande des ménages au cours de 2009, sans exclure une retombée ultérieure lorsque ces effets transitoires se seront estompés : la reconstitution volontaire ou forcée de l'épargne privée est une tendance lourde des années qui viennent.

### **Les plans japonais**

Le Japon a annoncé une succession de trois plans en 2008 pour un montant total de 75 000 Mds de yens (soit 13% du PIB). Il s'agit pour l'essentiel de mesures destinées au sauvetage du système financier (injection de liquidités, garanties de l'Etat) ne donnant pas lieu à des dépenses réelles. La part consacrée au soutien de l'activité porte seulement sur 12 000 Mds de yens, soit tout de même 2 points de PIB. Les principales mesures concernent :

- 4 000 Mds réductions d'impôts pour les entreprises
- 2 000 Mds soutien au pouvoir d'achat (chèques aux ménages)
- 1 500 Mds soutien au marché de l'emploi
- 1 000 Mds renforcement de la protection sociale

L'OFCE a chiffré l'impact des deux premiers plans. En appliquant les mêmes ratios on arriverait à un impact total de 0,6 point sur la croissance moyenne et de 1,2 point en glissement annuel en 2009.

### **La relance chinoise**

Le cas chinois, crucial, mérite certes une attention circonspecte. La Chine est vulnérable aux enchaînements mondiaux à cause de l'extraversion particulièrement marquée de son économie et de la place spécifique qu'elle a prise dans l'intégration productive de l'économie mondiale (*process trade*). Sa croissance très intensive en capital, où l'industrie lourde a pris une large place, fait peser la menace de surcapacités massives, longues à digérer. Le retournement prononcé de son secteur immobilier concourt aussi à ce risque. La protection sociale demeure déficiente et l'absorption du



reflux des migrants industriels par les territoires ruraux reste un recours, peut-être moins assuré qu'auparavant. En revanche, le système financier, qui a connu une modernisation remarquable, paraît doté d'une robustesse enviable et la politique monétaire a pris la mesure du risque récessif. Les institutions financières semblent en mesure d'apporter un appui efficace au vaste plan de relance mis en œuvre par le gouvernement, dont les priorités sont les transports et la reconstruction du Sichuan. La réforme médicale programmée sur trois ans devrait aussi contribuer à une nouvelle dynamique des dépenses de santé. Début mars, des informations sur un doublement envisagé du plan de relance (jusqu'à dépasser 30% du PIB, étalés sur plusieurs années...) sont diffusées. Si la mise en œuvre du plan de relance peut s'appuyer sur la mobilisation effective des acteurs financiers et publics, aux différents échelons territoriaux, son effet multiplicateur sur la croissance devrait être très significatif.

### **Les plans européens de 2008**

Fin novembre 2008, l'UE annonçait un plan de relance coordonné de 200 Mds d'euros (1,5% du PIB de l'UE à 27) dont 170 à lancer au niveau des états (1,3% du PIB) et 30 de dépenses d'infrastructures financées directement par le budget de l'UE. Les modalités précises des plans nationaux devaient être déterminées par chaque Etat dans le respect des grands objectifs définis en commun : stimulation de l'activité, renforcement de la confiance des consommateurs et atténuation du coût social du ralentissement économique.

Les plans présentés en 2008 par les principaux pays membres respectent dans l'ensemble les recommandations quantitatives de l'UE, à l'exception notable de l'Italie où les mesures budgétaires nouvelles sont nettement inférieures aux 80 Mds d'euros annoncés, lesquels incluaient 40 Mds de fonds européens, 10 Mds pour recapitaliser les banques et 16 Mds de dépenses d'infrastructures déjà budgetisées. Il ne reste que 6 Mds d'euros de mesures vraiment nouvelles. Cette timidité s'explique sans doute par le niveau déjà élevé de la dette publique italienne (110% du PIB à fin 2007).

Le Royaume-Uni a fait de la baisse temporaire de la TVA de 2,5 points au 1<sup>er</sup> janvier 2009 sa mesure phare. Son grand avantage réside dans le caractère vraiment nouveau de la mesure, sa facilité de mise en œuvre et son effet immédiat<sup>20</sup>. Mais son caractère non ciblé en rend l'impact incertain, entre la part conservée par les entreprises pour améliorer leur marge et la part restituée aux ménages, avec un deuxième niveau d'incertitude entre les composantes épargnées (autofinancement des entreprises, épargne de précaution des ménages) et dépensées (investissements, consommation).

Les choix des autres pays sont plus homogènes (tableau 4) : nette priorité au soutien de la trésorerie des entreprises (46% du total) et aux dépenses d'infrastructures (28%). La part congrue est laissée au soutien de l'emploi et de la consommation (15% de ces plans).

<sup>20</sup> A l'inverse par exemple des dépenses d'infrastructure dont l'effet ne commencera à se faire sentir qu'au 2<sup>e</sup> semestre 2009 au mieux.

**Tableau 4 : Plans de relance européens annoncés en 2008**

En milliards d'euros	Allemagne	France	R.U.	Italie	Espagne	Pays Bas	Total
<b>Infrastructures publiques</b>	4,6	10,5	2,3	1,4	8,0	2,0	28,8
<b>Soutien à la trésorerie des entreprises</b>	22,5	11,4		0,2	7,7	2,0	43,8
<b>Aides aux secteurs</b>	2,4	2,0	0,7		3,0	1,6	9,7
<b>Emploi et aides aux ménages</b>	2,5	2,0	4,4	3,3	5,9	0,2	18,3
<b>Baisse de la TVA</b>			11,5				11,5
<b>Autres</b>		0,1		1,5			1,6
<b>Total</b>	32,0	26,0	18,9	6,4	24,6	5,8	113,7
<b>Total en points de PIB</b>	1,3	1,3	1,3	0,4	2,0	1,0	1,1

*Source:* presse, OFCE, Natixis

L'effet de relance à attendre de ces plans est assez faible (tableau 5) :

- Les **dépenses effectives** ne représentent que les 2/3 des montants avancés (50% seulement pour l'Allemagne et la France). En effet les mesures de soutien aux entreprises, privilégiées dans les plans français et allemands, sont composées principalement de mesures de trésorerie (anticipation de remboursements d'impôts en France, prêts de la banque publique KfW en Allemagne). Efficaces pour soulager des trésoreries exsangues, leur impact budgétaire ne joue que sous la forme de réduction de frais financiers (mesures équivalentes à des prêts à taux zéro), soit de l'ordre de 600 à 900 millions d'euros pour 10 et 15 Mds de mesures respectivement annoncées en France et en Allemagne.
- **Ciblées sur l'investissement**, notamment dans les infrastructures publiques, les dépenses effectives en 2009 seront encore plus faibles compte tenu des délais de réalisation ; de plus leur transformation en investissement des entreprises en 2009 reste largement incertaine car celui-ci est plus déterminé par la demande finale anticipée que par les facilités de financement.

Au total, l'effort budgétaire en Europe au vu des plans présentés fin 2008, sera :

- inférieur à 1 point de PIB en 2009 et au mieux du même montant en 2010,
- assez hétérogène, entre 0,3 point de PIB en Italie et 1,7 en Espagne,
- nettement inférieur à celui prévu au Japon (de l'ordre de 1,5 point de PIB en 2009) et surtout à celui des Etats Unis (entre 2,5 et 3 points de PIB en 2009).

**Tableau 5 : Impact des plans de relance annoncés en 2008 sur la croissance et les déficits**

	Allemagne	France	R.U.	Italie	Espagne	Total
<b>Dépenses annoncées</b>						
<i>milliards d'euros</i>	<b>32,0</b>	<b>26,0</b>	<b>18,9</b>	<b>6,4</b>	<b>24,6</b>	<b>107,9</b>
<i>points de PIB</i>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Dépenses effectives</b>						
<i>milliards d'euros</i>	<b>17,0</b>	<b>13,5</b>	<b>18,9</b>	<b>4,4</b>	<b>18,7</b>	<b>72,5</b>
<i>points de PIB</i>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>
<b>Dépenses effectives en 2009</b>						
<i>milliards d'euros</i>	<b>15,0</b>	<b>9,5</b>	<b>18,8</b>	<b>4,4</b>	<b>18,7</b>	<b>66,4</b>
<i>points de PIB</i>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>
<b>Impact sur le PIB en 2009</b>						
<i>en moyenne annuelle</i>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<i>en glissement en fin d'année</i>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Impact sur le déficit public en 2009</b>						
<i>en points de PIB ex ante</i>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>
<i>en points de PIB ex post</i>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>

**Légende :** L'impact sur le déficit public en France plus important que le montant des dépenses réelles vient du dispositif retenu par le gouvernement français pour soutenir les entreprises : il correspond à une dépense de trésorerie pour le budget en 2009, qui aggrave le solde public, sans être une véritable dépense d'impulsion budgétaire.

**Source :** OFCE, calculs Alpha pour l'Allemagne

### **Des prévisions macroéconomiques en révision permanente**

Les plans de relance annoncés fin 2008 sont vite dépassés, début 2009, par la dégradation accélérée des perspectives. Depuis plus d'un an, les prévisions macroéconomiques émises par les principaux organismes nationaux et internationaux pèchent par inertie et collent difficilement à la glissade de l'activité : on ne peut pas dire que ces prévisions aient forcé des effets d'annonce auto-réalisateurs ! Le FMI a fait preuve (relativement) de lucidité et alerté dès le début de l'année 2008 sur les risques de contagion mondiale. Dans la dernière mise à jour complète de ses prévisions, datées du 28 janvier, il s'exprime sans fard : « Les risques de détérioration de la situation continuent de prédominer, l'ampleur et la portée de la crise financière actuelle ayant mené **l'économie mondiale en terrain inconnu** ». Les prévisions de la Commission européenne, qui ont longtemps misé sur la résilience supposée affermie de l'économie européenne, ont fini par rejoindre le pessimisme du FMI. En janvier 2009, les prévisions actualisées du FMI et de la Commission européenne présentent des ordres de grandeur semblables, en particulier une récession pour l'Union européenne de l'ordre de 2% en moyenne annuelle 2009, puis l'attente d'une faible croissance en 2010, amorcée fin 2009. Ces prévisions laissent la voie ouverte à deux ans de destruction nette d'emplois et de croissance conséquente du chômage : baisse conjointe de la production et de l'emploi en 2009, retour aux gains de productivité associés aux restructurations en 2010. Dans ces prévisions la reprise espérée pour 2010 est plus franche aux Etats-Unis qu'en Europe.

A peine un mois plus tard, début mars, le FMI et la Commission indiquent que leurs prévisions seront de nouveau révisées à la baisse. Le FMI et la Banque mondiale annoncent désormais un chiffre négatif pour la croissance mondiale en 2009. La BCE franchit le pas en associant à la décision d'abaisser son taux directeur à 1,5% l'annonce d'une récession aggravée en 2009 (entre -2,2% et -3,2% pour le PIB de la zone euro) et d'une stagnation en 2010 (entre -0,7% et +0,7%), qui n'est plus une reprise, mais, au mieux, le point bas de la récession.

La révision accélérée des prévisions macroéconomiques à la baisse est pour le moins inédite. Elle témoigne de **l'incapacité collective à ancrer les anticipations**. Elle laisse ouverte la possibilité d'une récession d'allure dépressive, ample et longue, qui n'est pas exclusive de *stop and go* provoqués par l'impact immédiat mais transitoire des plans de relance, en particulier de certaines mesures ciblées (comme les primes à la casse dans le secteur automobile). Le chiffrage prévisionnel associé à la dernière note de conjoncture de l'INSEE (mars 2009) plante bien le décor. Il ne porte que sur l'horizon court du premier semestre 2009 mais indique que les « acquis » de croissance seront suffisamment négatifs, à la mi-2009, pour entériner des récessions d'ampleur inédite en 2009 (cf. dernière colonne des tableaux 6 et 7 pour les Etats-Unis et la zone euro). Le sens technique des « acquis » est en effet le suivant : si le second semestre 2009 est le point bas de l'activité (ni hausse, ni baisse), « l'acquis » indique exactement la croissance de l'année 2009 en moyenne annuelle. Or, si le second semestre 2009 était ce point bas, ce serait un moindre mal, alors même que la reprise n'est pas garantie pour 2010. Il n'est pas exagéré de dire que la décroissance du PIB sera, en 2009, au moins de 3% en France. Et qu'elle sera plus forte, si, comme c'est probable, le second semestre reste orienté à la baisse. Les récessions correspondantes, dans ce chiffrage d'étape, sont au moins de 3% aux Etats-Unis, de 4% au Royaume-Uni et dans la zone euro (plutôt 5% pour l'Allemagne), 6 à 7 % au Japon...

Les prévisions misent pourtant sur les facteurs susceptibles d'enrayer progressivement le cours récessif de l'activité : l'amélioration du pouvoir d'achat grâce au repli de l'inflation ; l'amortissement des mouvements de stocks déstabilisateurs ; la normalisation progressive des conditions monétaires et financières ; l'effet attendu des plans de relance. Le jeu conjoint de ces facteurs paraît cependant trop ténu pour ne pas être vulnérable à des dérives encore plus dramatiques, venant nourrir la révision à la baisse des prévisions et l'éloignement de la perspective de stabilisation puis de reprise :

- Les informations sur les facteurs tangibles crédibilisant un retournement positif au cours de 2009 manquent pour l'instant. Certains indicateurs d'opinion ou sensibles (prix de certaines matières premières, tarif du fret) présentent une tenue un peu meilleure à l'orée du printemps mais sont à interpréter avec circonspection : une certaine correction des stocks excessifs et un rétablissement des échanges inter-entreprises peuvent autoriser un ralentissement du rythme de dégradation de la production, qui vient se caler sur celui de la demande. Mais la dégradation continue : les mouvements cumulatifs de nature récessive ont pris une intensité telle qu'une baisse d'activité forte et durable, relayée par le repli des investissements des entreprises et débordant sur l'année 2010, est à envisager, a fortiori si elle s'accompagne d'anticipations déflationnistes. L'amélioration du pouvoir d'achat dans les pays importateurs de matières premières et énergétiques est contrée par l'impact des destructions d'emploi, les

pressions à l'encontre des salaires, les effets de richesse négatifs (la dévalorisation du patrimoine des épargnants, même modestes) et la montée conséquente d'une épargne de précaution. On ne peut pas encore parler aujourd'hui de déflation généralisée : une fois ôtée la volatilité exceptionnelle des prix énergétiques et alimentaires, l'inflation sous-jacente ou *core inflation* (notion certes fragile) a fait plutôt preuve d'une certaine inertie, notamment en Europe. Cette inflation sous-jacente se rapproche cependant d'un taux zéro : il y a flirt avec la déflation, plus poussé dans les secteurs sensibles où les prix de production s'orientent franchement à la baisse à la fin de 2008.

- De nouvelles péripéties internationales sont susceptibles d'handicaper une sortie de crise ordonnée. Des désordres interviennent sur le front des taux de change (cf. la chute de la Livre britannique) et les tensions protectionnistes peuvent s'en trouver renforcées : dans un contexte de rétraction du commerce mondial, le sort des perdants sera douloureux. La zone euro n'est pas indemne des troubles monétaires qui se dessinent : on veut y rentrer pour bénéficier du parapluie que constitue l'euro mais les doutes sur la capacité de certains membres à respecter les disciplines collectives de la zone (la contrainte de compétitivité et la soutenabilité des dettes publiques) grandissent, ce dont témoignent les *spreads* sur certaines dettes publiques nationales dont la soutenabilité est jugée critique. On voit mal comment la zone euro pourrait affermir son unité et l'euro son rôle international sans que progressent des modalités d'union politique permettant de définir et d'accepter des modalités de solidarité conditionnelle envers les membres soumis à pression.
- A ces risques immédiats s'ajoute l'incertitude sur le sentier de croissance à la sortie de la crise: la croissance sera-t-elle durablement affaiblie par le difficile retour à la normale de l'offre et de la demande de crédit ? L'apurement des bilans est un processus long.

Ces interrogations ne sont pas levées par les plans publics de sauvegarde bancaire et de relance budgétaire tels qu'ils étaient connus au moment des dernières prévisions disponibles. Ces plans limitent les dégâts mais ne semblent pas, pour l'instant, en mesure d'assurer une reprise à un horizon suffisamment tangible pour que les agents économiques les considèrent comme un facteur de franche révision à la hausse de leurs propres anticipations.

**Tableau 6 : Des « acquis » de croissance très négatifs à la mi-2009 (Etats-Unis)**

ÉTATS-UNIS	Variations trimestrielles en %										Moyennes annuelles en %		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	0,0	1,2	1,2	0,0	0,2	0,7	-0,1	-1,6	-1,3	-0,7	2,0	1,1	-2,9
Consommation des ménages (70 %)	1,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	-1,0	-1,1	0,0	0,2	2,8	0,2	-1,1
Investissement (16 %)	-0,9	0,7	-0,2	-1,6	-1,4	-0,4	-1,4	-5,8	-6,9	-5,0	-3,1	-4,9	-15,1
Non résidentiel (10 %)	0,8	2,5	2,1	0,8	0,6	0,6	-0,4	-5,7	-6,0	-5,0	4,9	1,7	-13,5
Résidentiel (6 %)	-4,3	-3,0	-5,6	-7,6	-6,9	-3,5	-4,3	-6,1	-10,0	-5,0	-17,9	-20,7	-20,0
Dépenses gouvernementales (20 %)	0,2	1,0	0,9	0,2	0,5	1,0	1,4	0,4	0,5	1,0	2,1	2,9	2,5
Exportations (10 %)	0,2	2,1	5,3	1,1	1,2	2,9	0,7	-6,5	-5,5	-4,0	8,4	6,2	-11,9
Importations (16 %)	1,9	-0,9	0,7	-0,6	-0,2	-1,9	-0,9	-4,3	-3,5	-1,0	2,2	-3,4	-8,2
<b>Contributions à la croissance :</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,6	-1,5	-0,9	-0,3	1,9	0,0	-2,5
Variations de stocks	-0,3	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,3
Commerce extérieur	-0,3	0,4	0,5	0,2	0,2	0,7	0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	1,4	-0,1

Source: « La récession se prolonge », Note de conjoncture INSEE, mars 2009

**Tableau 7 : Des « acquis » de croissance très négatifs à la mi-2009 (Zone Euro)**

ZONE EURO	Variations trimestrielles en %										Moyennes annuelles en %		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>PIB</b>	0,7	0,4	0,6	0,4	0,7	-0,3	-0,2	-1,5	-1,8	-0,7	2,6	0,7	-3,6
Consommation des ménages (56 %)	0,0	0,6	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,1	-0,9	-0,3	-0,2	1,6	0,5	-1,1
Investissement (22 %)	2,9	-0,3	1,1	-0,2	1,1	-2,0	0,3	-2,7	-5,0	-3,0	4,6	-0,7	-9,4
Consommation publique (20 %)	1,2	0,1	0,6	0,2	0,6	0,8	0,9	-0,6	0,7	0,7	2,2	2,0	1,4
Exportations (41 %)	0,4	1,1	1,9	0,6	1,8	0,0	0,0	-7,3	-6,0	-3,3	5,9	1,6	-13,4
Importations (40 %)	0,8	0,8	2,1	0,0	1,3	-0,3	1,4	-5,5	-5,0	-3,3	5,3	1,7	-10,7
<b>Contributions :</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,3	0,6	0,2	0,5	-0,4	0,3	-1,2	-1,1	-0,6	2,3	0,6	-2,4
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	-0,6	-0,8	-0,5	-0,1	0,3	0,0	-1,3

Source: « La récession se prolonge », Note de conjoncture INSEE, mars 2009

## Que serait un bon plan de relance ?

La crise mêle les effets de deux phénomènes liés, la contraction du crédit résultant de toutes les dérives financières décrites par ailleurs et la contraction de la demande privée (réduction de l'emploi et des revenus, épargne de précaution, réduction des investissements des entreprises).

A défaut d'un retour spontané aux tendances antérieures, il faut une action publique pour desserrer les conditions de crédit (c'est l'objet des plans de sauvetage du système financier) et pour réduire la contraction de la demande privée par une augmentation de la demande publique (c'est l'objet des plans de relance). Ceci nécessite une injection de fonds publics à la mesure de la profondeur de la récession. C'est d'ailleurs à partir de raisonnements de ce type que certains économistes (comme Paul Krugman) jugent insuffisant le plan américain dont le montant (5,5 points de PIB) leur paraît trop faible devant le déficit d'activité prévu pour 2009 et 2010 (entre -7 et -12 points selon les estimations)<sup>21</sup>. Mais un volume adapté n'est pas suffisant si le contenu ne correspond pas aux problèmes rencontrés. Ceci suppose :

■ **d'éviter les « fuites »**. Celles-ci sont dues, lorsqu'on raisonne au plan national, soit aux importations générées par le supplément de revenu injecté, soit à une épargne accrue (épargne de précaution, désendettement) qui stérilise une part de l'effort budgétaire.

Face à ces risques de fuites<sup>22</sup>, l'idéal réside dans une relance coordonnée. Cette coordination peut s'apprécier en termes de *timing*, de volume et de contenu. Sur les deux premiers points, la situation est plutôt satisfaisante avec des plans engagés simultanément dans les principales économies de l'Union Européenne. Les contenus sont assez différents mais il est possible que l'adaptation aux situations particulières de chaque pays soit finalement plus efficace que l'uniformité. Pour autant, néanmoins, que ces différences de mesures ne cherchent pas à favoriser la compétitivité relative des pays concernés, notamment au travers des mesures sectorielles. En dépit des efforts timides de l'Union, la coordination européenne reste faible à cet égard. La priorité à l'efficacité interne du plan de relance et la responsabilité des gouvernements envers les contribuables nationaux conduisent à privilégier les actions qui génèrent le moins d'importations, comme les travaux d'infrastructures ou le logement.

Quant à éviter que l'épargne stérilise l'effort de relance, il faut soit contrer les facteurs qui induisent à la précaution, comme les insuffisances de la protection sociale (par exemple l'indemnisation du chômage), soit cibler les suppléments de revenus sur les personnes à faible propension à épargner, c'est-à-dire les personnes en situation de précarité ou de pauvreté.

■ **de bien doser le timing des dépenses**. La crise est là. Même si on peut avoir le sentiment qu'elle n'a qu'assez peu pesé jusqu'à présent sur la consommation, les enchaînements à l'œuvre dégradent désormais l'emploi et vont déprimer les revenus : le plan doit avoir des

<sup>21</sup> Calculé comme l'écart entre l'activité qu'aurait connue le pays si les tendances antérieures de croissance s'étaient prolongées et l'activité effectivement prévue.

<sup>22</sup> La culture économique française reste marquée par l'échec de la relance isolée de 1981 qui s'était heurtée à l'aggravation des déficits commerciaux extérieurs.

effets rapides. Par ailleurs, la crise va durer : le plan doit également contenir des mesures avec des effets à plus long terme.

A ce dernier titre, l'utilité des dépenses d'infrastructure est claire. Mais elles nécessitent des délais longs comparativement à la vitesse prise par la récession. On peut essayer de réduire ces délais en anticipant le lancement de projets « déjà dans les cartons ». En se focalisant sur ce type de dépenses avec l'objectif à la fois de stimuler l'activité et de préparer l'avenir, le plan français prend le risque de perdre sur les deux tableaux.

Une part des effets du plan doit donc être immédiate ou du moins très rapide. C'est un des avantages d'une baisse de TVA. Mais cette rapidité peut passer par d'autres mesures ciblées de soutien du pouvoir d'achat et de la consommation.

- **Des dépenses temporaires.** Il ne faut pas confondre plan de relance et politique structurelle de justice sociale, même si elles sont largement compatibles en terme d'efficacité. Mais la caractéristique des mesures d'un plan de relance est de pouvoir être affaiblies au fur et à mesure que la situation revient sur une bonne pente. Ce caractère temporaire n'empêche pas de réfléchir aux politiques plus structurelles de sortie de crise. L'encouragement à l'investissement public et privé est de nature à renforcer l'économie en sortie de crise, de même que l'effort de réduction des inégalités contribue à fonder un développement ultérieur plus durable<sup>23</sup>. Un plan de relance doit néanmoins être évalué en regard de son objectif premier qui est la sortie de la récession.

### **La nécessité d'une nouvelle vague de plans de relance en Europe**

Par rapport aux prévisions actuelles négatives pour 2009 et 2010, les plans de relance définis en 2008, même accrus de l'effort supplémentaire annoncé par l'Allemagne début 2009, sont sous-dimensionnés, spécialement en Europe, si on rapporte leur montant au déficit d'activité cumulé depuis le retournement (tableau 8) <sup>24</sup>. Dans ce calcul le plan OBAMA compense les 2/3 du déficit d'activité anticipé, les plans allemands la moitié. On tombe à 16% pour la France et la zone euro dans son ensemble. Et encore ce calcul se fonde sur les prévisions de janvier 2009 du FMI, désormais trop optimistes. Pour l'Europe, les plans annoncés en 2008 étaient sous-dimensionnés par rapport à la récession déjà anticipée à ce moment. Ils sont désormais largement insuffisants tant en volume qu'en structure pour éviter l'enfoncement dans la crise telle qu'elle se dessine sur les deux années à venir. L'actualisation des prévisions, qui conduit à envisager des baisses du PIB entre 3% et 5% pour 2009 dans les principaux pays de l'OCDE, fera encore davantage ressortir cette insuffisance.

<sup>23</sup> Pour certains analystes, c'est l'accroissement des inégalités dans la répartition des revenus depuis trois décennies qui est la cause profonde de la crise actuelle.

<sup>24</sup> Ce calcul simple donne au demeurant des résultats assez convergents avec une estimation de l'impact de la crise via le recours à un modèle macroéconomique, exercice présenté dans la note de conjoncture de l'INSEE de mars 2009.



**Tableau 8 : Des plans de relance sous-dimensionnés par rapport au déficit d'activité**

		USA	Zone Euro	France	Allemagne(*)	UK
Croissance annuelle moyenne 2004-2007 (en %)		2,8	2,3	2,2	1,9	2,7
Prévisions (source FMI janvier 2009)	2009	-1,6	-2,0	-1,9	-2,5	-2,8
	2010	1,6	0,2	0,7	0,1	0,2
Ecart cumulé d'activité sur 2 ans (en points de PIB)		8,4	8,7	7,4	8,1	10,7
Plans de relance sur 2009-2010 (en points de PIB)		5,5	1,5	1,2	4,0	1,2

(\*) plans allemands y compris le plan annoncé en janvier 2009  
Calculs Alpha

L'insuffisance des plans européens est triple :

- Pas assez massifs, ils auront, en 2009, un impact largement en deçà de l'ampleur de la récession (effet maximum de 1 point de PIB pour un déficit d'activité d'au moins 4 points sur la seule année 2009).
- Peu ciblés, pour ceux qui ont une dimension pouvoir d'achat significative, ils n'éviteront pas les effets de « fuite ».
- Centrés principalement sur l'investissement public et la trésorerie des entreprises, ils n'auront pas d'effets immédiats et vont laisser se développer les processus dépressifs au moins jusqu'à l'automne 2009.

Il est donc nécessaire d'engager une nouvelle démarche de plans coordonnés de relance en Europe, articulée avec le plan américain. Ils devraient être calibrés en prenant en compte les perspectives de récession très prononcée qui se précisent pour l'année 2009 et s'apprentent à déborder sur l'année 2010 pour en faire une seconde année de décroissance. Ils devraient beaucoup plus viser les effets de court terme en finançant des garanties d'emploi et de revenus améliorées pour les travailleurs menacés, les chômeurs et les nouveaux entrants sur le marché de l'emploi (orientation fixée par l'UE en novembre 2008 et peu reprise dans les plans de cette période).

Certains pays ont bien compris la nécessité d'une nouvelle action de ce type. En particulier l'Allemagne, souvent montrée du doigt pour son comportement de « passager clandestin » dans les politiques récentes, a décidé en janvier 2009 d'un nouveau plan de 50 Mds d'euros (2 points de PIB) pour 2009 et 2010 comportant principalement :

- 18 Mds de dépenses d'infrastructures publiques destinées aux écoles, aux universités, aux réseaux routiers et ferroviaires et aux nouvelles technologies (le premier plan allemand ne portait qu'à 15% sur les infrastructures),
- 9 Mds d'allègements de cotisations sociales santé (partagées en Allemagne à moitié entre les employeurs et les salariés),
- 12 Mds de soutien au pouvoir d'achat des ménages (baisse de la pression fiscale sur les tranches inférieures des revenus, bonus par enfants, aides familiales aux chômeurs de longue durée),
- 6 Mds de soutien à l'emploi (exonération de certaines charges sociales),

- 1 Md de soutien à l'automobile (prime à la casse).

Il demeure un problème de timing car ces mesures ne prendront principalement effet qu'au second semestre alors même que l'activité allemande sera particulièrement déprimée au premier.

Le gouvernement français ne prévoit, lui, que des mesures de circonstance au gré des conflits sociaux qui se développent. Alors que l'ampleur de la crise nécessiterait un nouveau plan de l'ordre au moins de 50 Mds d'euros de dépenses réelles, avec de nouvelles mesures de soutien à la trésorerie des entreprises<sup>25</sup>. Ce plan pourrait inclure notamment:

- Des mesures sur le pouvoir d'achat du type augmentation ponctuelle et paiement immédiat de la PPE (prime pour l'emploi), augmentation du RSA, majorations d'aides ciblées (logement, rentrée scolaire, ...),
- Une extension des modalités de déclenchement et une majoration publique des allocations de chômage partiel qui prenne la forme d'un véritable soutien à des mesures temporaires de réduction du temps de travail, associées à des actions de formation,
- Le soutien aux demandeurs d'emploi. Une mesure d'extension de 6 mois de l'indemnisation des chômeurs déjà indemnisés et d'indemnisation de 6 mois des jeunes non indemnisés a été chiffrée à 5 Mds d'euros par l'OFCE.
- Des mesures d'étalement des engagements financiers des demandeurs d'emploi.
- Une aide massive aux collectivités locales pour financer leurs actions en matière de formation et d'éducation.
- Une nouvelle aide à la trésorerie des entreprises sous forme de délais supplémentaires de paiement des cotisations sociales, pour une part généralisée et pour une part supplémentaire en fonction des situations particulières.

Ce plan pourrait être financé en partie par la suspension, au moins temporaire, des dispositions de la loi TEPA, un relèvement des impôts sur les hauts revenus, un relèvement de l'impôt sur les bénéfices des sociétés et pour le solde par l'emprunt. C'est aussi une excellente raison pour mettre fin, dans un cadre international, aux abus des paradis fiscaux.

Les perspectives inquiétantes que livrent les prévisions, et surtout leur révision à un rythme inédit, appellent au renforcement et à l'amélioration de l'intervention publique, pays par pays et aux échelles régionales pertinentes. La contagion mondiale intense qui caractérise cette crise appelle, elle, non seulement à la coopération des Etats mais à une véritable action multilatérale : esquissée dans les intentions, elle a bien du mal à se concrétiser, au-delà du rôle de pompier retrouvé, ici et là, par le FMI, et elle bute sur les tentations isolationnistes : à chacun les siens. Si le consensus dégagé lors du G20 du 2 avril est un facteur de confiance, une réelle et opérationnelle capacité d'action multilatérale n'est aujourd'hui pas acquise. Mais, sans elle, le torrent de la dépression risque fort d'emporter les fragiles défenses nationales.

---

<sup>25</sup> Les mesures précédentes reposaient en bonne part sur le remboursement accéléré des crédits d'impôts recherche qui ne profite pas à la grande majorité des PME.

L'équipe du Centre Etudes & Prospectives  
reste à votre disposition pour toutes précisions utiles.

Hugues BERTRAND  
Tel : 01 53 62 70 06  
[h.bertrand@groupe-alpha.com](mailto:h.bertrand@groupe-alpha.com)

Jacky FAYOLLE  
Tel : 01 53 62 70 81  
[j.fayolle@groupe-alpha.com](mailto:j.fayolle@groupe-alpha.com)

Daniel GOUDARD  
Tel: 06 74 64 17 77  
[d.goudard@groupe-alpha.com](mailto:d.goudard@groupe-alpha.com)

Antoine REMOND  
Tel: 01 53 62 70 39  
[a.remond@groupe-alpha.com](mailto:a.remond@groupe-alpha.com)