

LE SPECTRE DE LA DEPRESSION

DYNAMIQUE CONJONCTURELLE D'UNE CRISE STRUCTURELLE

SYNTHESE

(Avril 2009)

CENTRE ETUDES & PROSPECTIVES DU GROUPE ALPHA

Le spectre de la dépression

A l'automne 2008, le **collapsus de l'économie mondiale** a l'allure d'une « panne TGV » généralisée : blocage de la gare d'arrivée et rupture de caténaire sur une ligne à haute fréquence. Ce qui était un fonctionnement à flux tendus de l'immense atelier intégré qu'est devenue l'économie mondiale 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). C'est le produit de l'exacerbation d'une course-poursuite, depuis près de trois ans, entre le retournement cyclique, qui a débuté de manière classique par l'immobilier américain, et la déflation financière. Les chocs communs à un grand nombre de pays (retournement immobilier, pic inflationniste, éclatement de la bulle financière) l'ont emporté pour susciter une récession chaotique et synchronisée à l'échelle mondiale. C'est devenu, à cette même échelle, une crise générale des activités économiques et, désormais, une crise de l'emploi.

La contagion mondiale

La **propagation planétaire de la crise** joue un rôle majeur dans sa dynamique : c'est pour cette raison que ses perspectives sont malaisées à discerner. L'espoir d'un découplage entre l'engagement américain dans la récession et la résistance 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. Ces entreprises perçoivent l'inflexion négative de la demande finale de consommation et d'exportation et en tiennent compte dans de premières révisions à la baisse de leurs dépenses d'investissement. Si l'épicentre de la crise est américain, l'Europe confirme une fois de plus sa vulnérabilité aux ondes de choc venues d'outre-atlantique, faute d'avoir su convertir la dynamique de son intégration en capacités de croissance suffisamment fondées sur son large marché intérieur et ses abondantes ressources d'épargne.
- **à l'automne 2008**, lorsque l'exacerbation de la crise financière a manifesté l'existence d'un risque systémique transatlantique et que le blocage du financement du commerce international a fait jouer à l'envers l'intégration de l'économie réelle : l'atelier-monde s'est dérégulé. Les effets multiplicateurs d'un tel blocage sont redoutables à l'échelle mondiale. Les grandes économies émergentes, en premier lieu la Chine, ont fondé leur rattrapage accéléré sur un modèle exportateur bien trop dépendant du consommateur américain. Les uns après les autres, des pays aux caractéristiques très différentes se révèlent les maillons faibles de l'effet domino : les économies asiatiques de taille moyenne très ouvertes, comme le Japon ou Taïwan ; les pays est-européens, vulnérables à cause de leur dépendance productive et financière à l'égard des grandes économies occidentales et des groupes multinationaux, etc.

Le danger est que les acteurs économiques, traumatisés par la violence de ces 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 la correction des stocks dans les secteurs sensibles de biens de consommation durable et de biens intermédiaires viennent le report ou l'annulation des projets d'investissement. L'emploi obéit à un mouvement conjoint : à la compression des effectifs intérimaires et à la mise en chômage partiel succèdent les plans sociaux. Le secteur immobilier, lourd de déséquilibres spéculatifs accumulés pendant plusieurs années, contribue d'autant plus à prolonger le mouvement récessif que son euphorie s'était auparavant nourrie, en plusieurs pays, d'une dérive de nombreux ménages vers un surendettement aujourd'hui insoutenable. Si la France est moins touchée

que d'autres à cet égard, elle n'est pas indemne : l'ajustement de son secteur immobilier, avec un repli des prix jusqu'à un niveau plus en accord avec le revenu moyen, prendra du temps.

Ces **enchaînements cumulatifs** éloignent la perspective du point bas et de la reprise. Le risque dépressif n'est pas encore enrayé par des signes suffisamment tangibles d'amélioration. Une correction partielle des stocks excessifs et un rétablissement des échanges entre 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 : le mouvement récessif a pris une généralité et une intensité telles 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, en raison de la chute de leurs prix depuis la mi-2008, 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 a plutôt fait 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 concurrentiels où les prix de production s'orientent franchement à la baisse à la fin de 2008. Cette pente déflationniste ne facilite pas le désendettement des ménages et des entreprises et incite les acheteurs potentiels à l'attentisme.

Facteurs de résistance et d'aggravation en France

L'économie française, à la fois, est touchée de plein fouet par ces enchaînements et manifeste des facteurs de résistance tenant à ses caractéristiques. Après avoir résisté tant bien que mal jusqu'au 3^{ème} trimestre 2008, la croissance française s'inverse franchement en fin d'année : le PIB décroît de 1,1% au dernier trimestre, sous l'impact immédiat de la baisse des exportations, plus rapide que celle des importations, et du déstockage consécutif aux décisions d'ajustement drastique de la production dans les branches les plus affectées par les méventes. Les entrées de commandes reçues par l'industrie française ont connu à l'automne 2008 des chutes impressionnantes. La production de l'industrie automobile a baissé de près d'un quart en un seul trimestre et celle de biens intermédiaires de plus de 10%. Début 2009, la correction partielle intervenue sur les stocks n'empêche pas la poursuite de la dégradation des carnets de commande dans l'industrie. Les taux d'utilisation des capacités de production sont descendus à des niveaux exceptionnellement bas, dissuasifs pour les nouveaux projets d'investissement.

Les **facteurs de résistance** concernent notamment les déterminants de la consommation. Si le pic inflationniste de la mi-2008 est la principale cause de la division par deux de la progression de la consommation des ménages (+1,3% en 2008 après 2,5% en 2007 comme en 2006), celle-ci retrouve quelques couleurs à la jointure de 2008 et 2009, lorsque le repli des prix énergétiques et alimentaires soulage, au moins transitoirement, les pressions à l'encontre du pouvoir d'achat : les revenus protégés de la récession (rémunérations du secteur public, retraites) concernent la moitié des français et l'étendue de la protection sociale limite le penchant pour l'épargne de protection (ce qui est d'ailleurs cohérent avec la proportion de français se déclarant directement touchés, ou non, par la crise). L'humeur versatile des consommateurs français porte cependant la marque de l'anxiété : depuis un an, un mois où la consommation est orientée à la hausse est suivi d'un mois à la baisse.

Cette anxiété est prioritairement nourrie par l'engagement de **destructions d'emploi massives**, associées aux réductions d'activité ainsi qu'aux restructurations et fermetures de sites. L'emploi intérimaire et à durée

déterminée est le premier touché : environ 200000 emplois intérimaires en moins depuis le pic de la fin 2007 (un peu supérieur à 700000 emplois). Si l'extension du chômage partiel joue un rôle d'amortisseur, le relais est pris par les licenciements, sous leurs différentes modalités. Les suppressions d'emplois affectent d'abord les branches les plus exposées à la crise mais diffusent progressivement dans l'ensemble de l'économie : les activités tertiaires ne sont plus à l'abri. L'INSEE, dans sa note de conjoncture publiée fin mars, annonce près de 400000 suppressions nettes d'emplois dans les secteurs marchands sur le premier semestre 2009 (après 160000 suppressions au second semestre 2008). La compensation par les créations d'emplois dans le tertiaire non marchand (de l'ordre de 50000 au premier semestre 2009) ne tempère que maigrement le courant destructeur. En conséquence le taux de chômage est sur une pente qui l'amènera à proximité de 9 % en milieu d'année et, si cette tendance devait continuer à prévaloir, de 10% en fin d'année. Sa hausse concerne prioritairement les jeunes de moins de 25 ans, dont le taux de chômage (lorsqu'ils sont actifs) a dépassé de nouveau les 20 %, après être brièvement tombé sous ce seuil en 2007. La détérioration dramatique du marché du travail change la donne salariale : l'évolution nominale de la masse salariale versée par les entreprises du secteur marchand est désormais sur une pente franchement négative, tandis que celle du salaire par tête sera affectée par la dégradation des conditions de la négociation salariale. C'est ainsi la digue de résistance constituée par le pouvoir d'achat des salariés en emploi qui risque d'être à son tour emportée. Au même moment, les dispositifs d'indemnisation et d'accompagnement des nouveaux demandeurs d'emploi ne sont pas à la hauteur du choc : l'indemnisation du chômage conserve un biais pro-cyclique qui la restreint lorsque le contraire est nécessaire.

La **situation financière des entreprises** doit être appréciée, dans ce contexte, avec les nuances adaptées à l'hétérogénéité des situations. Toutes les entreprises n'abandonnent 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. 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 un motif supplémentaire de réduire l'investissement : la modération des dividendes leur fournirait, dans ces circonstances, une marge appréciable d'autofinancement. L'industrie française a abordé la crise avec des faiblesses persistantes de compétitivité, dont témoigne au long des années 2000, jusqu'en 2008 inclus, la dégradation continue du commerce extérieur. Outre qu'elle contribue dans l'immédiat à l'aggravation de la récession, la chute sans frein des investissements serait un handicap pour le positionnement compétitif de l'industrie et de l'économie françaises dans la sortie de crise.

Les facteurs nourrissant la poursuite de la spirale dépressive, dans les prochains mois, sont aujourd'hui les plus puissants. En France comme ailleurs, 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 chiffre prévisionnel associé à la note de conjoncture de l'INSEE de 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, au milieu de l'année 2009, pour entériner cette année-là des récessions d'ampleur inédite depuis longtemps (cf. dernière colonne du tableau 1 pour la France). Le sens technique des « acquis » est en effet le suivant : si le second semestre 2009 était le

point bas de l'activité (ni hausse, ni baisse), « l'acquis » indiquerait 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 donc 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 provisoire, 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...

Tableau 1 : un acquis de croissance très négatif à la mi-2009 pour l'économie française

FRANCE (21 %) ⁽¹⁾	Variations trimestrielles en %										Moyennes annuelles en %		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 accq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,5	0,6	0,7	0,4	0,4	-0,3	0,1	-1,2	-1,5	-0,6	2,1	0,7	-2,9
Consommation des ménages (55%)	0,6	0,9	0,8	0,6	0,0	0,1	0,1	0,5	0,2	0,1	2,5	1,3	0,6
Investissement (21 %)	1,1	0,8	0,7	1,2	0,6	-1,6	-0,2	-1,1	-3,3	-2,2	4,0	0,4	-6,2
Consommation publique (24 %)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,8	0,1	0,9	0,7	1,3	1,6	2,0
Exportations (27 %)	0,6	1,7	0,4	0,4	2,0	-1,9	1,0	-3,7	-5,8	-2,5	3,2	1,1	-10,2
Importations (28 %)	2,1	2,1	1,0	-0,9	1,9	-0,4	1,1	-2,2	-3,3	-1,6	5,9	2,0	-5,6
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,7	0,7	0,7	0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,4	-0,2	2,7	1,2	-0,5
Variations de stocks	0,3	0,0	0,2	-0,6	0,2	0,3	0,0	-0,9	-0,6	-0,2	0,2	-0,2	-1,4
Commerce extérieur	-0,4	-0,2	-0,2	0,4	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,3	-1,0

(1) Part de la France dans le PIB de la zone euro

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

L'intervention publique n'est pas encore à la hauteur du choc récessif

Afin d'agir sur la situation immédiate et de renverser l'orientation négative des anticipations, les pouvoirs publics ont se battre sur deux fronts : **le renforcement du système financier et les mesures budgétaires.**

A l'automne 2008, 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. Les interventions des banques centrales et des Etats ont trouvé des substituts à la paralysie du marché monétaire. A partir de ce moment, les banques centrales ont fourni de la liquidité sans limite prédéfinie, de pair avec la détente prononcée de leurs taux directeurs, jusqu'au voisinage du taux zéro pour la Réserve Fédérale américaine, jusqu'à 1,25% (début avril) pour la BCE. 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). La conséquence est un gonflement impressionnant du bilan des banques centrales depuis l'automne: un doublement dans le cas de la FED, une augmentation de l'ordre du tiers dans celui de la BCE. Mais les banques commerciales thésaurisent, sous forme de réserves au passif des banques centrales, une large part des liquidités qui leur sont prêtées par ces dernières : c'est de la création monétaire en circuit fermé, qui assure plus la survie des banques qu'elle ne contribue directement à la relance du financement de l'économie.

La satisfaction ainsi apportée aux besoins immédiats de liquidité n'en fait que plus ressortir la difficulté à résoudre les **problèmes fondamentaux de solvabilité**. L'opacité des comptes bancaires constitue un facteur informationnel de la crise. Les pertes supputées sur les actifs (prêts et titres) des institutions financières sont évaluées dans une fourchette allant de 2,2 à 3,6 trillions de dollars (1 trillion = 1000 milliards), dont la moitié à la charge des institutions américaines et l'autre à la charge de celles du reste du monde. Les comptes déclarés donnent à penser que le tiers environ de ces pertes a été acté. Faut-il reconnaître les pertes encore à venir sans attendre et pratiquer une chirurgie d'urgence ? Les étaler dans le temps en mobilisant les bénéfices retirés des activités rentables (la banque de détail en premier lieu) pour les couvrir en douceur ? Aux Etats-Unis l'ampleur des pertes menace la solvabilité du système financier dans son ensemble et incite à franchir le Rubicon de la nationalisation. L'administration Obama résiste néanmoins à cette voie : le plan Geithner constitue un montage complexe, pouvant mobiliser jusqu'à 2 trillions de dollars, afin de débarrasser les banques de leurs actifs toxiques par le subventionnement, au sein d'un partenariat public-privé, de « fonds vautours » faisant ce sale travail, de soulager les propriétaires surendettés et de freiner les saisies immobilières, de relancer le crédit à la consommation. Il n'est pas sûr que la nationalisation, déjà rampante dans le cas de la banque Citigroup et de l'assureur AIG, soit évitable si les autorités américaines entendent dépasser cette phase où l'injection sans fin de liquidités et de fonds publics ne lève pas les incertitudes sur l'état du système financier.

En Europe, la gravité du problème financier est variable d'un pays à l'autre. La densité des interdépendances entre institutions financières ne permet pas cependant d'y voir clair aisément. Les banques qui comptent sur une large activité profitable de détail, comme en France, sont mieux à même de faire face. Mais le sauvetage public de l'assureur AIG aux Etats-Unis a révélé la taille consistante des protections qu'il avait fournies à plusieurs banques européennes, comme la Société Générale et BNP-Paribas. Le **plan français de refinancement et de recapitalisation des banques** est considéré comme trop peu conditionnel et différencié : il risque d'entériner des effets d'aubaine pour certaines, sans engager franchement la restructuration des parties compromises du système financier. En l'état, le système bancaire aurait bien du mal, en France comme en d'autres pays, à accompagner une reprise consistante. La remise sur pied d'une intermédiation financière efficace et responsable entre les épargnants et les emprunteurs est nécessairement sur l'agenda de l'intervention publique. Sans cela les plans de relance budgétaire risquent fort de ressembler à une voiture qui patine au démarrage.

Les plans budgétaires, de leur côté, sont à proportionner à la gravité de la situation : il vaut mieux dépenser vite et fort pour hâter la sortie de récession et redresser ensuite les comptes publics, plutôt qu'accumuler longtemps des déficits nourris par la dépression. C'est loin d'être aujourd'hui le cas, spécialement en Europe, si l'on rapporte la taille de ces plans au déficit d'activité cumulé depuis le début de la récession, en utilisant au demeurant les prévisions récentes mais déjà trop optimistes du FMI de janvier 2009 (tableau 2). 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 l'insuffisance de l'effort de relance.

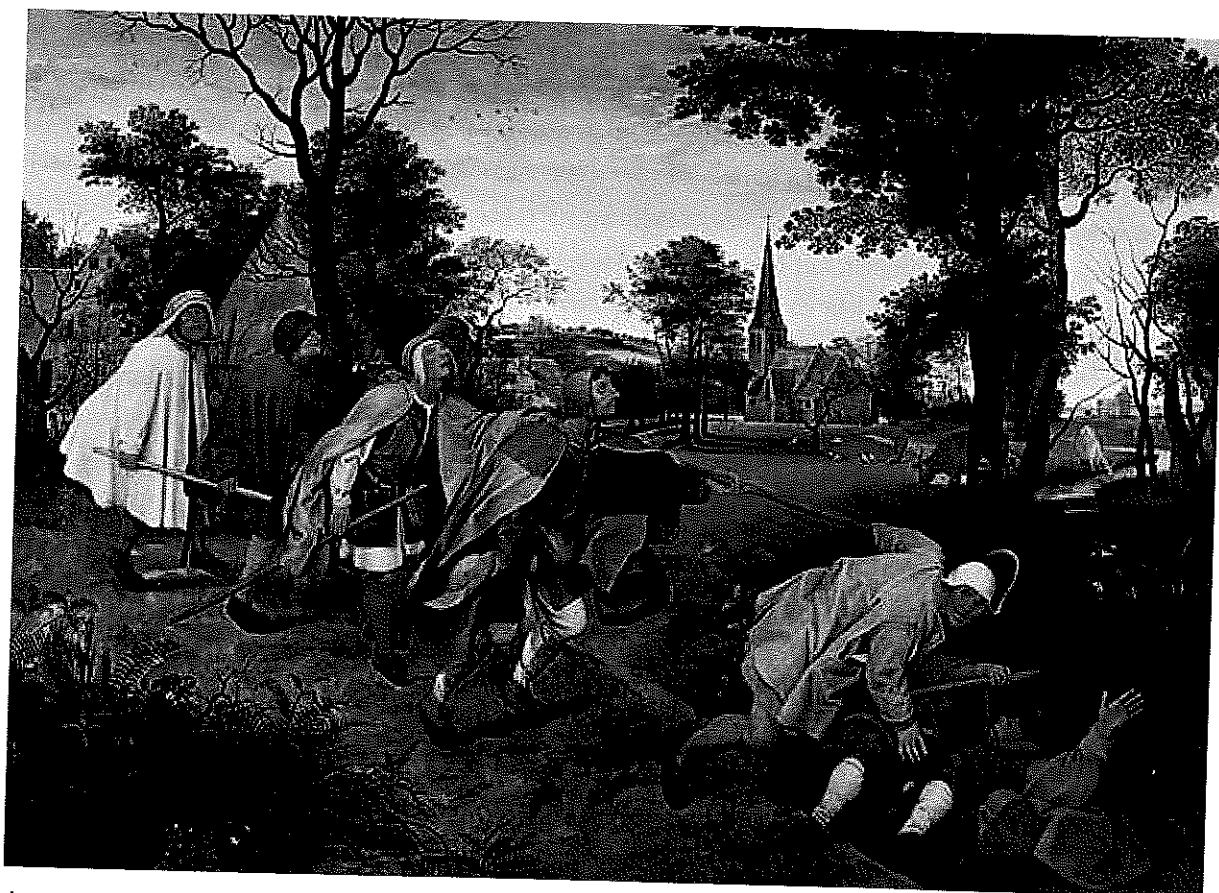
Tableau 2 : Des plans de relance sous-dimensionnés par rapport au déficit d'activité

	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 Centre Etudes & Prospective du groupe Alpha

Les plans doivent comporter **un équilibre adéquat entre les mesures** : l'appui au financement des entreprises ; les projets d'investissement public qui contribuent à définir l'orientation de la croissance à venir ; les **garanties d'emploi et de revenu** pour les salariés vulnérables et les personnes en situation de précarité, notamment les jeunes entrant sur le marché du travail. C'est principalement sur le dernier point que les plans de relance européens et français sont les plus faibles. Ils devraient apporter plus résolument protection aux salariés menacés et aux personnes précaires, afin de garantir et d'améliorer leurs compétences. Les dépenses de consommation qui en découleront ne feront, par surcroît, que du bien. Les ressources d'origine nationale et européenne sont à coordonner pour disposer d'enveloppes suffisantes en vue de financer aussi bien l'adaptation des salariés menacés que l'assurance du revenu salarial durant les périodes de transition et de formation pour les salariés touchés. Le Fonds d'investissement social qui se met en place en France avec des montants limités va en cette direction. La viabilité de tels dispositifs devrait inciter à un rééquilibrage redistributif de la fiscalité.

La **coordination internationale**, et spécialement européenne, des plans de relance est hautement souhaitable, sans uniformisation: selon que ces plans sont mal ou bien coordonnés, leur impact sur la croissance varie du simple au triple. 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 comme aux échelles régionales pertinentes. La contagion mondiale intense qui caractérise cette crise appelle non seulement à la coopération des Etats mais à une véritable **action multilatérale** : esquissée dans les intentions, une réelle et opérationnelle capacité d'action multilatérale n'est aujourd'hui pas acquise, même si le consensus dégagé lors du G20 du 2 avril est un facteur de confiance. Mais, sans cette capacité d'action, le torrent de la dépression risque fort d'emporter les fragiles défenses nationales.



La parabole des aveugles, Pieter II Bruegel, dit d'Enfer, 1630, d'après Pieter Bruegel l'Ancien