HAL
archives-ouvertes.fr

Perspectives de l'économie française à l'horizon 2013

Mathieu Plane, Eric Heyer

To cite this version:

Mathieu Plane, Eric Heyer. Perspectives de l'économie française à l'horizon 2013. 2008. hal-00973019

HAL Id: hal-00973019

https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-00973019

Submitted on 22 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

<u>ANNEXE</u> :

ÉTUDE DE L'OFCE

Observatoire français des conjonctures économiques

Perspectives de l'économie française
à l'horizon 2013

et

Les finances publiques à moyen terme 2008-2013

Novembre 2008

Perspectives de l'économie française à l'horizon 2013[1]

I. Conception générale de l'exercice

Cette projection de l'économie française à l'horizon de six ans - de 2008 à 2013 - a été réalisée par l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE) à l'aide de son modèle de simulation de l'économie française (*e-mod.fr*). Son approche est essentiellement macro-économique.

Le but de cet exercice est d'obtenir des indications quant aux scénarios possibles d'évolution des finances publiques. Si les simulations affichées pour les années 2008 et 2009 reprennent dans les grandes lignes les perspectives de prévision pour l'économie française élaborée par le gouvernement en octobre 2008, les quatre années suivantes représentent davantage une extrapolation dans le cadre de la politique économique définie dans le programme pluriannuel du gouvernement. Il s'agit donc d'une illustration des questions, hypothèses et choix devant lesquels se trouvent aujourd'hui les responsables de la politique économique.

Afin de mettre à la disposition des membres du Sénat une telle « illustration », les évolutions macro-économiques suivent délibérément une vision tendancielle reposant sur des hypothèses généralement admises :

- Le scénario d'environnement international à moyen terme, qui sert de cadre à la projection de l'économie française a été élaboré à partir d'une hypothèse médiane suivant les estimations de croissance potentielle réalisée par l'OCDE ou par le FMI pour les zones hors OCDE pour les années 2010-2013.
- Le taux de change euro-dollar monte jusqu'à mi 2008 (1,60 dollar pour un euro) et se stabilise ensuite à 1,45 dollar pour un euro. De son côté, le cours du pétrole serait stabilisé à 100 dollars le baril à partir du 4e trimestre 2008.
- Les prix des partenaires commerciaux de la France évolueraient de façon à stabiliser la compétitivité française à partir de 2010. La demande extérieure adressée à la France demeurerait dynamique sur l'ensemble de la période.
- Les scénarios reposent sur l'hypothèse d'une contribution nulle des variations de stocks.
- En ce qui concerne la durée du travail, nous l'avons supposé inchangée à l'horizon de notre étude. Nous supposons que la défiscalisation des heures supplémentaires n'entraînera pas d'augmentation de la durée du travail mais une hausse du pouvoir d'achat des salariés qui faisaient déjà des heures supplémentaires. La stabilisation des heures supplémentaires dans un contexte de ralentissement de l'activité est atypique. Il semblerait

1 Cette note a été rédigée par Eric Heyer et Mathieu Plane, département analyse et prévision, OFCE.

que les entreprises aient ajusté leur volume horaire par de fortes destructions d'emplois précaires (intérim, CDD de moins d'1 mois).

- Comme l'OFCE l'a déjà exploré dans des travaux antérieurs, une croissance supérieure à la croissance potentielle suppose deux types de conditions. D'une part, une demande et une offre soutenues sont nécessaires tant du côté des ménages (au travers de leur revenu disponible brut) que des entreprises (au travers de leur investissement qui est une partie de la demande et qui permet d'augmenter les capacités de production afin de pouvoir satisfaire la demande). D'autre part, une évolution structurelle dans la formation de prix et des salaires est nécessaire. Le NAIRU doit se réduire afin de permettre une baisse du chômage observé sans que des tensions inflationnistes ne se déclenchent et compromettent le processus de croissance.

Deux scénarios pour l'économie française ont été envisagés à l'horizon 2013.

Le premier est bâti sur les hypothèses retenues dans la programmation pluriannuelle des finances publiques[1]. Plus précisément, cette programmation s'appuie, pour le court terme (2008-2009), sur les prévisions de croissance présentées en octobre 2008 lors du Projet de loi de Finance, et pour le moyen terme (2010-2013) sur une hypothèse de croissance de 2,5 % et d'un retour à l'équilibre des finances publiques.

Le second illustre un scénario de crise plus profond et durable que celui présenté dans le PPFP. Dans un tel contexte, la politique budgétaire est plus active de façon à éviter un ralentissement encore plus marqué de l'activité, sans toutefois renoncer à l'assainissement des finances publiques.

I.1. Le compte central : scénario gouvernemental

C'est sur la base du premier scénario que nous avons élaboré notre compte central. Après deux années prévues en dessous de son potentiel (1 % pour 2008 et 2009), la croissance de l'économie s'établirait à 2,5 %, supérieure à son potentiel de long terme (qui se situe en moyenne à 1,9 % sur la période). La progression du PIB serait contrainte par une forte impulsion négative de la politique budgétaire (en moyenne -0,6 % du PIB par an). Cette hypothèse se fonde sur les projections gouvernementales de réduction du déficit public (qui passerait dans ce scénario de -2,7 % en 2009 à 0,1 % en 2013) afin de satisfaire aux engagements européens de la France. La politique budgétaire nécessite de ce fait un contrôle strict des dépenses publiques qui progresseraient de 1,1 % en moyenne annuelle au cours de la période 2010-2013 contre plus de 2,5 % observés au cours des 10 dernières années. Cette contraction suppose une baisse de l'emploi public et un blocage des salaires du secteur non marchand. Ce « compte central » repose donc sur une croissance sous-jacente (i.e. hors impulsion) de 3,0-3,1 % qui nécessite une baisse du taux d'épargne des ménages (de 16,0 % en 2008 à 14,2 % en 2013), une hausse du taux d'investissement des entreprises (19,7 % en 2008 à 21,7 % en 2013) et entraîne une baisse du taux de chômage (de 7,3 % en 2008 à 5,3 % en 2013).

1- Evolution de la capacité de financement...

En % du PIB	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
...dans le scénario **« central »**	-2,7	-2,7	-2,7	-2,0	-1,2	-0,5	0,1	-3,7	-2,8	-1,3

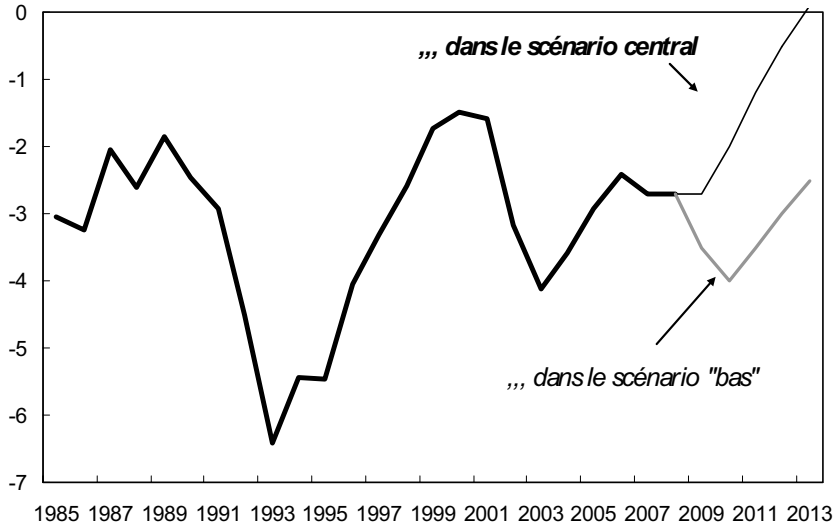
[1] Pour plus de détails, se référer au Rapport économique, social et financier du projet de loi de finances pour 2009 (2008).

…dans le scénario de **« bas »**	-2,7	-2,7	-3,5	-4,0	-3,5	-3,0	-2,5	-3,7	-2,8	-3,3

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

1. Capacité de financement des administrations publiques…

En % du PIB



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

I.2. Un scénario de crise : scénario bas

Dans le second scénario, nous supposons que la crise sera plus prononcée et durable qu'envisagée par le gouvernement. Dans ce contexte, les agents privés se désendetteraient contrairement au scénario central : le taux d'épargne des ménages et le taux d'investissement des entreprises se stabiliseraient à compter de 2010. Le taux d'épargne se stabiliserait à 16,7 % du revenu disponible brut (RdB) alors que le taux d'investissement se maintiendrait à 19,1 % de la valeur ajoutée (VA). La croissance de l'économie française serait de 1,8 % en moyenne sur la période 2010-2013, soit un niveau stabilisant le taux de chômage (8,3 %). La trajectoire d'assainissement des finances publiques serait retardée : le déficit atteindrait un pic en 2010 (-4 % du PIB) pour revenir à -2,5 % du PIB en 2013.

II. Principaux résultats pour les années 2008-2009

Le scénario central prolonge, par convention, à l'horizon du moyen terme les prévisions à court terme (2008-2009) du gouvernement. Ces prévisions sont détaillées dans le Rapport économique, social et financier du projet de loi de finances pour 2009.

Le scénario « bas » en revanche se différencie dès le court terme en intégrant un effet plus prononcé de la crise actuelle. Ce scénario est plus proche de celui que l'OFCE vient de présenter.

II.1. Le scénario international[1]

La crise financière entraîne le monde dans une spirale infernale. Elle a démarré par l'apparition de défauts de paiement sur des emprunts immobiliers à risque, contractés par des ménages américains peu solvables. Evalués à 300 milliards de dollars, les montants en jeu paraissent désormais bien dérisoires au vu de la déstabilisation générale du système financier dont ils sont responsables. Partie des *subprime*, la crise a atteint les banques, d'abord américaines puis européennes. Des banques, elle s'est transmise à toutes les institutions financières. Elle s'est aujourd'hui étendue à l'ensemble des actifs financiers qui subissent de lourdes dépréciations. Demain, c'est l'économie non financière qui sera touchée par les difficultés d'accès au financement, amplifiées par le traumatisme du système bancaire, par les effets richesse ou par la chute de l'activité dans le secteur immobilier.

Stupéfié, le monde développé est passé tout près d'un effondrement de son système bancaire et financier. La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a déclenché une panique destructrice. Des plans proposés en urgence ont évité des faillites en série de grandes institutions financières et de grandes banques. Ces faillites auraient eu des conséquences incommensurables sur les économies développées, paralysant les systèmes de paiement et provoquant la faillite d'une majorité d'entreprises. Le risque systémique, que la fragilité du système financier a fait courir à l'ensemble de l'économie, s'est confirmé à cette occasion. La nécessité d'un contrôle de l'économie mondiale par l'ensemble des parties prenantes s'impose, mais sa faisabilité reste à démontrer. Le capitalisme actuel en sera modifié en profondeur. On peut espérer qu'il le soit en mieux.

Le risque systémique n'est pas écarté pour autant. D'autres sources de dépréciation peuvent atteindre les bilans des institutions financières. Une hausse des défauts sur des prêts moins risqués que les *subprime (Alt-A,* cartes de crédit*)*, la mécanique des valeurs nettes négatives résiduelles des ménages américains[2], la menace de faillites de *Hedge Funds* ou d'opérateurs de *LBO*[3] qui retomberaient sur les banques, l'effondrement de l'échafaudage des *CDS*[4] ou la fragilisation jusqu'à la rupture de petits pays ou de pays émergents sont autant de véhicules possibles de la prochaine grande peur. Le coup de frein à la croissance en renforce la possibilité. Les défauts à venir peuvent détériorer à nouveau le bilan d'institutions financières qui auraient déjoué les règles de la régulation pour prendre des risques interdits. Et à nouveau, la transformation de ces risques en pertes pour les institutions financières impliquera l'ensemble du système. Ayant aujourd'hui des bilans fragilisés par la première vague de la crise, les institutions financières seront encore plus sensibles aux prochaines. Leur capacité à absorber les mauvaises nouvelles est profondément entamée.

La transmission de ces désordres à l'économie non financière est enclenchée et le risque de récession est important. La chute des cours du pétrole et des autres

---

[1] Cette partie reprend la synthèse rédigée sous la direction de Xavier Timbeau (2008), « Les promesses de l'ombre », *Revue de l'OFCE*, n°107, octobre.

[2] Un ménage américain peut remettre les clefs de sa maison à la banque auprès de laquelle il a contracté un crédit immobilier. Il s'affranchit alors de sa dette et perd sa propriété. Lorsque le capital restant dû par le ménage est supérieur à la valeur de son habitation, il peut ainsi reporter la valeur nette négative résiduelle sur la banque.

[3] *Leveraged Buy Out,* voir plus loin pour une description.

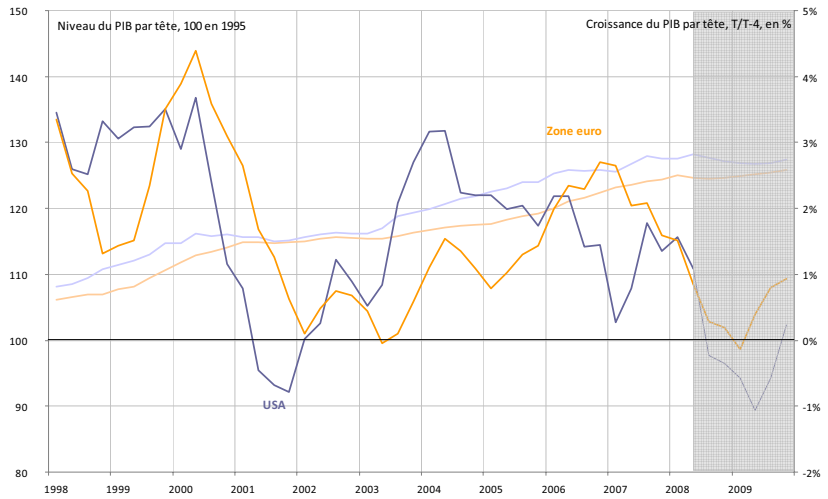
[4] *Credit Defaut Swap*, voir plus loin pour une description.

matières premières soulagera un peu les économies développées, mais le prix des matières premières ne restera bas que tant que la demande sera déprimée.

Le scénario de croissance de court terme (2008-2009) part du ralentissement américain et de sa transmission au reste du monde. Les marchés de l'immobilier se retourneraient dans de nombreux pays, parfois de façon violente comme en Espagne ou au Royaume-Uni. Cela induirait une remontée du taux d'épargne des ménages, une réduction de l'investissement en logement ainsi qu'une remontée du chômage. L'investissement productif ralentirait, anticipant le freinage de la demande. Les entreprises les plus fragiles, celles dont les ratios de bilan sont préoccupants, verraient leurs crédits de trésorerie progressivement supprimés et seraient contraintes au dépôt de bilan ; les ménages les plus exposés au risque de chômage peineraient à accéder au crédit. Le ralentissement de l'économie se nourrirait de ces trajectoires individuelles. Le ralentissement serait plus marqué pour les Etats-Unis que pour la zone Euro. Dans les deux zones, la croissance par tête deviendrait négative au premier trimestre 2009 (voir le tableau 2 et le graphique 2). Aux Etats-Unis, le retournement de l'activité dans le secteur immobilier, la fin des possibilités d'extraction hypothécaire[1] et l'effacement de la stimulation budgétaire du début de l'année se combineront pour prolonger la phase de croissance négative du PIB par tête jusqu'à la fin de l'année 2009.

A moyen terme, les agents privés seraient engagés dans un processus de désendettement. Un taux d'autofinancement plus élevé, des fonds de roulement plus importants, la nécessité d'un apport personnel plus conséquent dans le cas d'un achat immobilier, une plus grande sélection dans les demandes de crédit concrétiseraient les penchants vers une plus grande sécurité par un niveau de dette plus bas des agents privés.

2. Croissance du PIB par tête dans la zone euro et aux Etats-Unis



Sources : Comptes nationaux, prévisions OFCE, octobre 2008.

[1] L'extraction hypothécaire consiste à emprunter en garantissant l'emprunt par un collatéral comme une hypothèque. Un bien déjà gagé par ailleurs peut être mobilisé si la valeur nécessaire pour couvrir le premier emprunt est partiellement libérée par un remboursement partiel du premier emprunt ou un accroissement de la valeur du bien hypothéqué.

2. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume 2007	2008	2009
Allemagne	4,4	2,6	1,7	1,3
Italie	2,8	1,4	0,0	0,4
Espagne	2,1	3,7	1,3	0,1
Pays-Bas	1,0	3,5	2,1	1,0
Belgique	0,6	2,8	1,6	1,2
Autriche	0,5	3,1	2,0	1,1
Finlande	0,6	4,4	2,4	2,4
Portugal	0,4	1,8	0,7	0,8
Grèce	0,3	4,0	3,2	2,4
Irlande	0,3	6,0	-0,7	0,1
Zone euro	**16,4**	**2,6**	**1,1**	**0,8**
Royaume-Uni	3,4	3,0	1,0	0,2
Suède	0,5	2,9	1,7	1,6
Danemark	0,3	1,7	0,9	0,8
Union européenne à 15	**20,5**	**2,7**	**1,2**	**0,8**
12 nouveaux pays membres	2,7	6,1	3,9	2,6
Union européenne à 27	**23,3**	**3,0**	**1,5**	**1,0**
Suisse	0,5	3,3	2,0	1,3
Norvège	0,4	6,3	2,9	2,0
Europe	**24,1**	**3,2**	**1,5**	**1,0**
États-Unis	21,8	2,0	1,4	0,4
Japon	6,7	2,0	1,0	1,0
Canada	2,0	2,7	0,7	0,9
Pays industriels	**56,3**	**2,5**	**1,3**	**0,7**
Pays candidats à l'UE[2]	1,2	4,6	3,1	3,5
Russie	3,2	8,1	6,7	5,5
Autres CEI[3]	1,3	8,8	6,0	5,0
Chine	11,0	11,9	9,9	9,2
Autres pays d'Asie	13,2	7,3	5.4	5.5
Amérique latine	7,9	5,6	4,3	2,6
Afrique	3,4	6,2	6,0	6,2
Moyen-Orient	2,5	5,8	6,2	6,0
Monde	**100**	**4,9**	**3,7**	**3,1**

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2008.

Selon ce scénario, la croissance mondiale ralentirait, passant de près de 5 % en 2007 à 3,1 % en 2009. Au-delà de 2009, l'inclination pour le désendettement pèserait plus sur l'Europe que sur les Etats-Unis, parce que les banques exercent sur le Vieux continent une emprise plus forte qu'ailleurs. Touchant davantage les petites entreprises que les grandes ou les ménages confrontés à l'insécurité économique plutôt que les ménages aisés, ce processus de désendettement aurait des conséquences négatives sur les capacités d'innovation et induirait des distorsions de concurrence.

Le rêve de certains, un cauchemar pour tous

La crise est partie d'un petit segment du crédit immobilier aux Etats-Unis, les *subprime*. N'ayant pu accéder au crédit immobilier qu'en recourant à des montages financiers spéculatifs, qui faisaient reposer la viabilité des dossiers sur le pari d'une poursuite de la hausse des prix des logements, les ménages concernés se sont trouvés pris dans l'étau quand ils n'ont pu faire face à l'augmentation de leurs échéances de remboursement et que la baisse des prix des logements ne permettait plus de refinancer ou d'extraire du nouveau crédit hypothécaire.

Les *subprime* représentent un montant limité, 1 500 milliards de dollars d'encours. On peut y ajouter les *Alt-A* (environ 800 milliards d'encours) pour un total de 2 300 milliards de dollars. C'est environ 20 % du montant de l'encours de crédit immobilier accordé aux ménages américains. C'est une goutte d'eau (3,8 %) face aux 60 000 milliards de dollars d'actifs physiques et financiers détenus par les ménages américains. En supposant un taux de défaut de 30 % sur ces crédits, c'est une perte de moins de 700 milliards que le système financier mondial doit absorber. Or, la dépréciation des actifs financiers côtés est aujourd'hui de l'ordre de 17 000 milliards de dollars[1], soit 25 fois le choc initial !

Croissez et titrisez

La régulation prudentielle des banques aux Etats-Unis aurait dû limiter l'exposition au risque *subprime* à ce que les fonds propres – donc les actionnaires – de ces établissements financiers pouvaient soutenir. Mais ces prêts ont été au cœur d'une série d'innovations financières qui ont décuplé les effets du choc initial. Le principe en est la titrisation. En isolant contractuellement différents risques pris lors d'une opération de prêt immobilier (risque de taux, risque de défaut) de la propriété de la créance, l'émetteur initial du crédit immobilier peut s'assurer contre les risques. Il consent pour cela une rémunération du risque et des commissions aux intermédiaires qui établissent et structurent l'opération. Les risques sont standardisés, agrégés et réunis dans des véhicules juridiques *ad hoc*. A l'actif de ces véhicules, on trouve donc les flux de primes d'assurance payés par les initiateurs du prêt. Le passif de ces véhicules est alors structuré de façon à hiérarchiser les pertes potentielles. Une tranche *senior* est prioritaire quant au versement des primes. Une tranche *mezzanine* est de priorité inférieure et une tranche *equity* absorbe les premières pertes. La rémunération de ces différentes tranches est liée au risque théorique pris. En cas de défaut sur un prêt immobilier, ce sont les fonds de la tranche *equity* qui sont mobilisés. Lorsque celle-ci est épuisée, la tranche *mezzanine* est entamée. Ainsi structurée, la tranche *senior* est supposée à l'abri de tout défaut. Il faut en effet des taux de défauts très supérieurs à l'historique pour ponctionner les fonds de la tranche *senior.* Elle est alors noté AAA par les agences de notations (qui ont également un rôle de conseil dans l'élaboration de ces montages et qui manifestent ici un conflit d'intérêt). Actif sans risque, la tranche *senior* peut être placée facilement d'autant qu'elle offre une rémunération supérieure à des actifs sans risque de référence comme les bons du Trésor. En concentrant le risque sur les tranches *equity* et *mezzanine*, en associant une rémunération qui est déterminée par un marché supposé liquide, la titrisation constitue un outil de gestion des risques qui donne l'illusion de l'efficacité. Les banques peuvent contrôler leur exposition, le risque reçoit une valorisation, reflétant l'ensemble de l'information disponible, et tous les agents peuvent prendre du risque

[1] Différence entre la capitalisation boursière totale (source *Datastream*) au 20 octobre 2008 et la capitalisation boursière totale moyenne de l'année 2007. La perte est de 5 800 milliards de dollars pour les Etats-Unis, 6 000 milliards de dollars pour l'Union européenne et de 9 220 milliards de dollar pour les places financières du reste du monde. Par rapport au point le plus haut (entre octobre et novembre 2007 pour les différentes zones), la perte de capitalisation est de 23 500 milliards de dollars.

dans leur bilan, à la hauteur de ce qu'ils peuvent supporter. En disséminant le risque, les conséquences d'une contingence défavorable sont minimisées et sont supposées correctement rémunérées en moyenne et dans le temps.

Trois failles dans le projet de titrisation

Cette belle mécanique a plusieurs failles. Premièrement, les banques n'ont pas coupé tous les liens avec les véhicules juridiques. Elles détiennent les tranches *equity*, ce qui les met en première ligne en cas de défaut et justifie qu'elles continuent à exercer les *due diligence*[1]. Mais leur engagement va parfois au-delà. Elles accordent en effet des lignes de crédit utilisables en cas de besoin par les véhicules, éventuellement pour des périodes de temps limitées. Ces engagements sont hors bilan et ne sont donc pas inclus dans le calcul des ratios prudentiels. Lors de la multiplication des taux de défaut, ces engagements ont pesé lourdement sur les banques, contraintes d'accorder des crédits à des véhicules en défaut. La réputation des banques émettrices ou intermédiaires est également un motif pour soutenir au-delà du raisonnable des véhicules en difficulté, même lorsqu'il n'y a aucune garantie contractuelle. En ayant assuré à leurs clients que les titres *senior* sont sans risque, elles se sont engagées à absorber plus que leur part des pertes.

Deuxièmement, les banques ont été friandes de ces produits. Permettant de bâtir des produits peu risqués puisqu'assurés, elles ont pu, moyennant quelques commissions, proposer à leurs clients des solutions attractives. Grâce à un rendement supérieur à ce que le risque pris pouvait laisser estimer, il est alors possible de déplacer des encours importants de produits traditionnels vers ces nouveaux produits. Consommateurs et producteurs de ces échafaudages, les banques de détail, les banques d'investissement et les assureurs avaient devant eux des gisements d'activité et de profits qu'ils ont largement exploités. Le résultat de cette frénésie a été une inflation de ces produits. Il s'est ainsi créé un réseau complexe de risques et de couvertures, où une banque européenne vend à ses clients des produits basés sur une assurance d'un crédit accordé à un ménage américain, en passant par des titres émis par une banque d'affaire américaine. La mise en place de ce réseau complexe et son fonctionnement quotidien ont créé artificiellement une liquidité élevée de ces titres.

Cette liquidité est à l'origine de la troisième faille. Liquides, basés sur un scénario favorable de l'évolution des prix de l'immobilier, portés par le transfert de masse d'épargne vers ces produits, les marchés d'échange de ces titres ont abouti rapidement à un prix. Mais ce prix n'était pas celui qui intégrait toutes les contingences envisageables. Il était au contraire formidablement optimiste, minimisant l'exposition au risque contenu dans les titres échangés. La croyance que les marchés financiers sont parfaits lorsqu'ils sont liquides et que le prix résume toute l'information rationnellement disponible a servi, à beaucoup, d'alibi à toute prise de position.

---

[1] C'est-à-dire s'assurer que le bénéficiaire du prêt s'acquitte de ses obligations et exercer la surveillance de l'emprunteur.

La crise peut commencer

De ces trois failles découle l'allumage du premier étage de la crise. Lorsque les défauts sur les *subprime* ont commencé à croître[1] au-delà des maximums atteints dans l'historique qui avait servi de référence à l'évaluation des risques, les dominos se sont effondrés. Les véhicules de titrisation ont alors pesé directement sur le bilan des banques, par le jeu des engagements hors bilan. Les risques qui avaient été externalisés avaient pour contrepartie des assurances faites à d'autres banques. Macro-économiquement, les risques assurés par les banques américaines et européennes se répondaient. Toutes les banques se pensaient couvertes, aucune ne l'était. Guidées par des ratios prudentiels qui ne prenaient pas la mesure d'un risque global et corrélé entre agents, elles ont accordé plus de prêts que ce que leurs fonds propres permettaient et elles ont pris plus de risques que ce qu'elles pouvaient supporter.

Le grand incendie prend

Le deuxième étage de la crise s'est alors enclenché. La menace de faillite de plusieurs établissements prenant corps, le marché interbancaire s'est gelé. Servant à équilibrer quotidiennement les positions des institutions financières, le marché interbancaire voit pour la seule zone euro circuler chaque jour plus de 200 milliards d'euros. Le gel de ce marché interbancaire signifie que les banques qui ont une position négative ne trouvent plus de banques en position positive pour leur prêter à court terme ; le prêteur craint qu'un défaut de sa contrepartie ne le mette lui-même en défaut. Les banques doivent alors se tourner vers la liquidité fournie par la Banque centrale (abondante dès l'été 2007), accroître leur fond de roulement, accepter la hausse du coût de refinancement. Mais, tout changement de stratégie de refinancement est interprété comme un signal de défaut prochain et la rumeur de la faillite accroît encore les difficultés de financement à court comme à long terme. La hausse du coût de refinancement pèse sur les résultats courants et sur les bilans, accentuant la pression initiale.

Lorsque la rumeur de faillite sort du milieu étroit de la profession bancaire, la difficulté de refinancement se double d'un *bank run*, c'est-à-dire d'un épisode de retrait des dépôts bancaires. Ce retrait condamne l'établissement à la faillite, matérialisant la rumeur. C'est ce qui a frappé Northern Rock en janvier 2007 par exemple. Justifiée par des bilans globalement dégradés, la crainte de faillite accroît les difficultés. Les tentatives pour restaurer la liquidité sur les marchés interbancaires n'ont pu que limiter l'extension de la crise ; injecter des liquidités ou baisser les taux ne résolvent pas la question des bilans bancaires. Les propos rassurants ne font qu'accroître les inquiétudes.

---

[1] Les raisons de la hausse des défauts sont multiples. Premièrement, les montages *subprime* ont besoin de la hausse des prix pour être viables (ils sont spéculatifs ou procèdent de la finance à la *Ponzi* pour employer la terminologie de Minsky). Lorsque les prix ralentissent, les premiers défauts apparaissent, provoquant des ventes forcées et alimentant les baisses de prix. Le schéma est instable et doit nécessairement se retourner au bout d'un moment, même si ce moment n'est pas déterminé. Les *subprime* comportaient fréquemment des conditions de *reset*, qui induisaient une hausse des mensualités considérable au bout de deux années ; le défaut est alors provoqué par l'entrée dans le régime à mensualités élevées, sauf si l'on peut se refinancer grâce à des prix de l'immobilier qui ont crû. Ce mécanisme est analogue aux appels de marge dans le cas d'achat à découvert. Deuxièmement, le marché immobilier connaît des cycles de prix parce que l'offre est inélastique dans le court terme. L'élasticité de l'offre aux prix n'est pas nulle au bout de quelques trimestres et des vagues de construction viennent inonder le marché. Troisièmement, le marché immobilier, comme tous les marchés d'actifs, est sensible aux taux d'intérêt. La hausse des taux amorcée en juin 2004 a pu peser sur les prix. Cependant, le pic d'émission des *subprime* a eu lieu au cours de l'année 2006, puisqu'au troisième trimestre 2006, 21,2 % des crédits immobiliers produits l'étaient au titre des *subprime.* Avec les *Alt-A*, c'est un tiers des crédits immobiliers qui présentaient un risque important. Au cours de cette période, le taux directeur de la FED était de 5,25 %.

L'effondrement des bourses

Confrontées à la nécessité de rétablir leurs bilans, les institutions financières, et en particulier les banques, disposent de trois options :

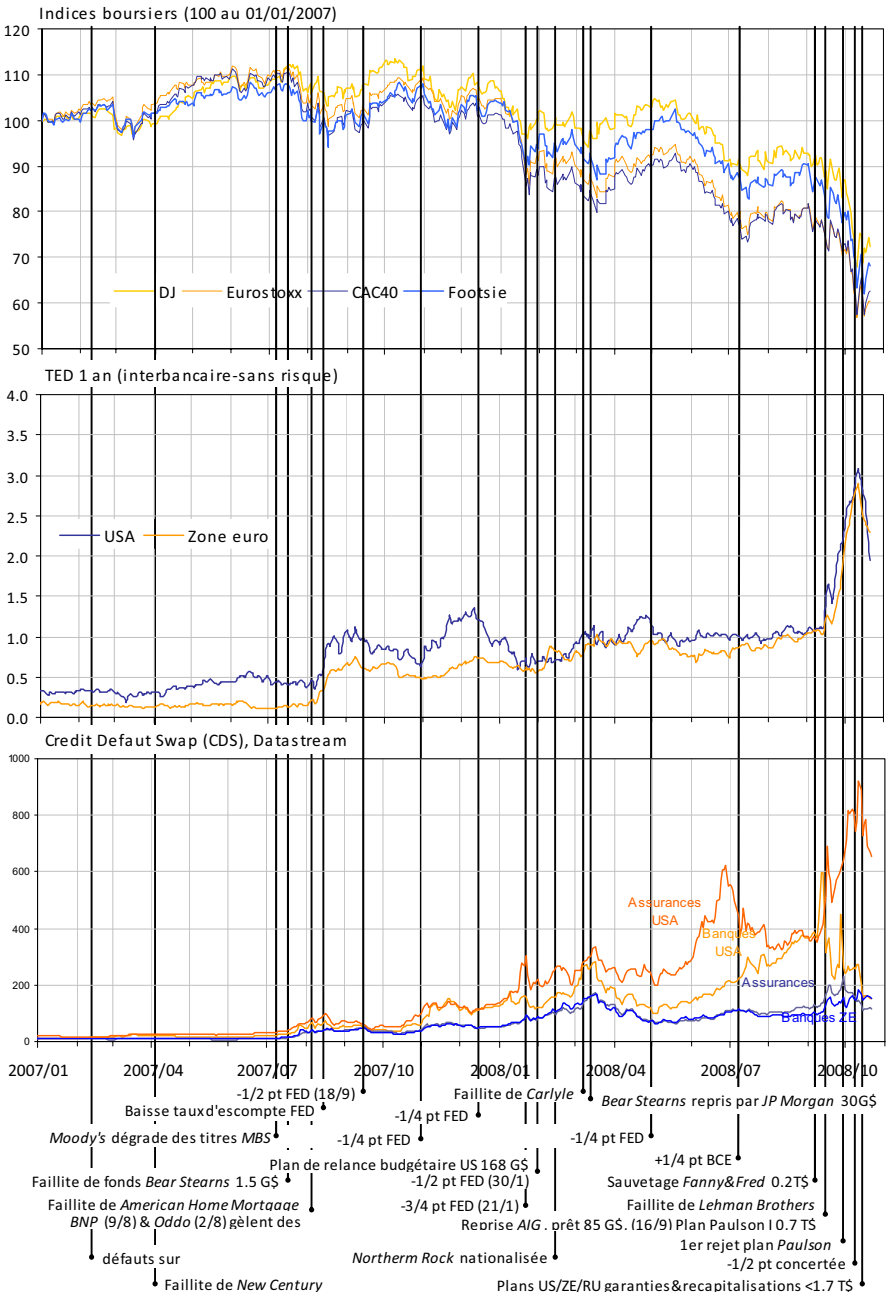
1. Se recapitaliser, fusionner ou être absorbées, comme certaines banques l'ont fait, contraintes par des pertes considérables.
2. Réduire leur encours de crédit, ce qu'elles ont commencé à faire mais qui demande du temps. En réduisant leur encours de crédit, elles réduisent leur exposition au risque associé au crédit, et en particulier le risque macroéconomique d'un ralentissement économique et d'une hausse des défauts consécutifs à une moindre activité. Sans être un *credit crunch*, il s'agit d'un durcissement considérable du crédit.
3. Réduire la taille de leur bilan en liquidant leurs actifs et en réduisant leur passif. En liquidant leurs actifs, les institutions financières réduisent leur exposition au risque de marché, c'est-à-dire l'impact sur leur bilan d'une dépréciation des actifs.

En recourant aux options 2 et 3, les institutions financières déclenchent le risque qu'elles cherchent à fuir[1]. Face aux mêmes conditions initiales après l'allumage des deux premiers étages de la crise, les institutions financières font la même analyse de la situation et prennent les mêmes décisions.

Le troisième étage s'amorce alors par la liquidation des actifs exposés au risque de marché détenus par les institutions financières. L'afflux d'ordres de ventes, illustré par l'accélération des transactions dès le début de l'année 2008, tout au moins pour les marchés américains, induit une dépréciation des actifs boursiers, restés jusque là assez haut. A la fin de l'été 2008, les transactions s'accélèrent, probablement renforcées par des anticipations convergentes et la baisse antérieure de l'indice. Le décrochage s'enclenche, encore appuyé par l'annonce de la faillite de Lehman Brothers.

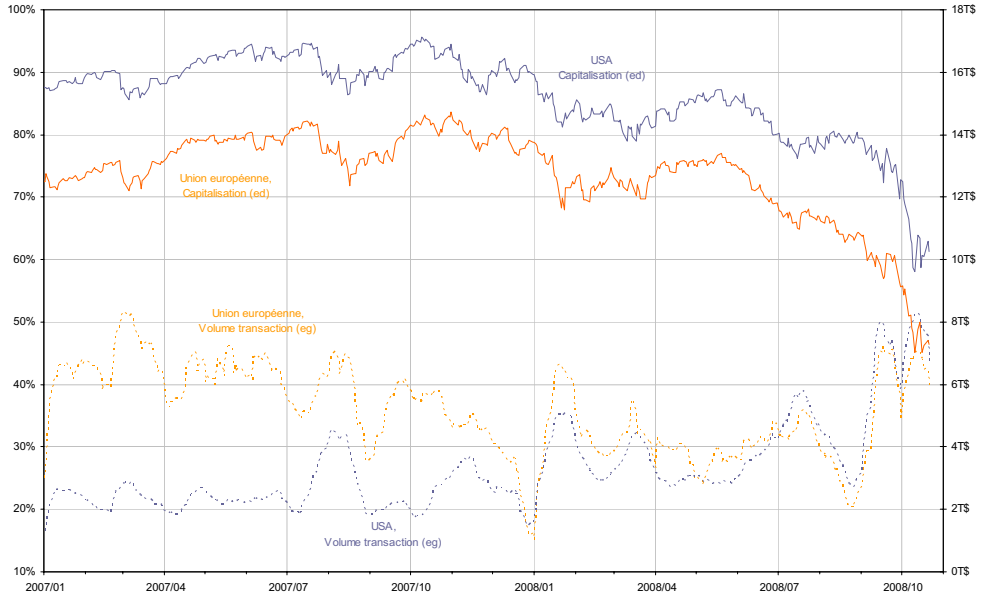
[1] L'option 2 induit une restriction du crédit qui se traduit par un ralentissement économique ; le ralentissement économique accroît les défauts et donc le risque de crédit. L'option 3 induit un mouvement de ventes de titres d'actifs et une fuite vers la sécurité des titres publics, surtout américains. Cette fuite se traduit par une chute des marchés qui dégrade les bilans qui n'auraient pas encore été mis à l'abri de ce risque.

3. Chronologie de la crise et principaux indicateurs financiers



Sources : Datastream, Global Insight, calculs OFCE.

4. Capitalisation boursière et transactions sur les marchés d'actions



Source : *Datastream*. Les transactions sont divisées par la capitalisation boursière des 12 mois précédents.

Les institutions financières réalisent des *stress tests* à des scénarios de risques macroéconomiques et en réfèrent aux autorités de régulation. A la suite des fortes dépréciations d'actifs lors de l'éclatement de la bulle Internet, le scénario d'une baisse rapide des cours boursiers a été étudié par toutes les grandes institutions financières. Même si l'exposition est assez contenue établissement par établissement, elle n'est pas négligeable. Une baisse de 20 ou 30 % des cours boursiers a un impact significatif sur le résultat. Il ne projette pas l'institution dans la zone rouge des ratios prudentiels, mais, appliqué à une situation déjà dégradée, il peut faire basculer dans la zone dangereuse. Fortes de ces analyses, les institutions financières se sont couvertes contre ce risque dès la prise de conscience des pertes liées aux *subprime.*

En se dégageant du risque de marché, les institutions financières ont probablement consenti une moins-value. En vendant avant tout le monde, elles l'ont néanmoins minimisée. La moins-value totale est portée par d'autres acteurs, des épargnants individuels aux fonds de pensions. Les effets richesse s'en feront sentir dans les trimestres qui viennent.

La chute de la maison Lehman Brothers et les CDS

Le 15 septembre 2008, la banque d'affaires Lehman Brothers (LB) s'est placée sous la protection de la loi des faillites américaine, le *chapter 11.* Il s'en est suivi un emballement de la crise. Une des raisons en est probablement que *LB* était un acteur central du marché des *CDS*.

Les *CDS* permettent de s'assurer[1] du défaut sur une dette privée, qu'elle soit bancaire ou obligataire. Le marché des *CDS* a rencontré un succès considérable parce qu'il permet (ou procure l'illusion) de déterminer un prix pour le risque pris en prêtant à une entreprise privée. C'est un marché en pleine expansion, actif et liquide. L'encours notionnel, c'est-à-dire la somme de toutes les dettes sous-jacentes assurées, est supérieur à 50 000 milliards de dollars, selon la Banque des règlements internationaux (*BRI*).

Le risque pris sur les *CDS* n'est pas de même nature que celui pris sur les *subprime*[2]*.* L'historique de défaut est plus fiable et la corrélation des défauts beaucoup moins probable et forte que celle induite par un retournement du marché immobilier. Même en cas de récession grave, les défauts sur les obligations privées devraient rester contenus en moyenne dans les intervalles observés par exemple de 2000 à 2003[3]. Par ailleurs, contrairement aux *subprime,* la valeur d'un titre en défaut peut être non nulle[4]. La liquidation de l'entreprise en défaut peut aboutir à pouvoir rembourser en partie l'obligation défaillante. Le produit en revient alors au détenteur du *CDS*.

Jusqu'à aujourd'hui, les *CDS* étaient principalement échangés de gré à gré (*Over The Counter*, *OTC*), les chambres de compensation étant embryonnaires (CCorp et DTCC sont les principales). Banque d'investissement, LB émettait de la dette pour financer des activités d'investissement de toute nature. Son métier était d'assurer le rendement le plus élevé à l'utilisation des fonds levés. En 2007, le passif de LB était de plus de 650 milliards de dollars, en hausse de 200 milliards de dollars par rapport à 2006. L'utilisation des *CDS* sur la dette de LB présentait l'avantage de pouvoir séparer le risque de défaut du rendement de la dette de LB. Les banques d'investissement sont d'ailleurs des candidats rêvés pour la titrisation des risques. L'acheteur de *CDS* sur la dette d'une banque d'investissement parie sur la capacité de cette banque à réaliser au mieux son activité : entreprendre de nombreux projets risqués en incitant à la rentabilité la plus forte possible. Le jour du défaut de LB, le montant des *CDS* était estimé à près de 400 milliards de dollars. Ceci signifie que la faillite de LB devait se traduire par des transferts de 400 milliards de dollars vers ceux qui avaient souscrit une assurance contre le risque de défaut de LB. Un des arguments avancés pour n'avoir pas soutenu LB était la mauvaise qualité de ses actifs, ce qui laissait supposer que la valeur nette de LB au moment de sa faillite

---

[1] Il ne s'agit pas juridiquement d'une assurance. En effet, on peut détenir un *CDS* sans être pour autant exposé au risque de défaut, c'est-à-dire sans posséder l'obligation sous-jacente. Il s'agit alors d'un pari sur le défaut en échange d'une rémunération pendant la période du pari. En conséquence les *CDS* ne sont pas assujettis au code des assurances.

[2] La raison est que les *subprime* ont donné lieu à une bulle. Lorsque la bulle éclate, et en particulier si elle a crû assez longtemps, des corrections de valeurs très importantes apparaissent. Les valeurs des collatéraux peuvent alors être divisées par deux ou trois pour tous les crédits *subprime* en même temps. La contrepartie de cette valeur évaporée, la dette des ménages endettés, n'est quant à elle pas réduite. Les défauts sont alors inévitables et très nombreux pour un montant du même ordre de grandeur que la dévalorisation totale des collatéraux. Dans le cas de dettes sur des entreprises privées, la corrélation entre les dévalorisations est beaucoup plus faible et le montant total de dévalorisation que l'on peut attendre en cas de ralentissement ou de récession reste largement inférieur à celui que l'on a vu sur les *subprime.*

[3] Il faudrait, pour sortir des valeurs de référence, une récession très profonde qui de plus compromettrait la valeur de liquidation. Dans ce cas, les *CDS* emprunteraient le même chemin que les *subprime*, à une échelle abyssale. Ce qui transformerait une récession très profonde en cataclysme.

[4] Lorsqu'on réalise la valeur du collatéral d'un *subprime*, on fait face à la perte de valeur suite à la baisse des prix immobiliers, les coûts de transaction et de saisie et les éventuelles dégradations ou pillages que le bien a subi. Au total, ces trois facteurs peuvent amener la valeur résiduelle nette près de 0. Dans le cas d'une obligation sur la dette d'une entreprise privée, les coûts de liquidation sont moindres relativement à l'actif liquidé.

était largement négative, privant les créanciers d'une bonne part de leur dû. Les institutions couvrant les *CDS* sur LB aurait eu à les inscrire à une valeur fortement dépréciée (et négative) dans leurs bilans et à en comptabiliser les pertes correspondantes dans leurs résultats. Cette nouvelle dégradation de leurs bilans pouvait les faire basculer dans la zone rouge. Le mouvement de recherche de sécurité a pris un nouveau tour avec la faillite de LB. Nouvelles rumeurs, nouvelles liquidations d'actifs, nouvelles restrictions de crédits, la spirale infernale s'est alors emballée.

Dans la semaine du 13 au 17 octobre 2008, la poussière de l'effondrement de LB est retombée. Le montant qui devait être transféré a été estimé par DTCC à 5,2 milliards de dollars, en tenant compte de la valeur de liquidation de LB et du jeu des couvertures et des contre-couvertures (une institution peut détenir un *CDS* sur LB couvrant son exposition dans un *CDS* qu'elle a vendu à une autre institution). Soit 60 fois moins que l'estimation initiale. Un montant que le système bancaire et financier, même affaibli, peut absorber.

Entre le 16 septembre et le 16 octobre 2008, c'est plus de 8.600 milliards de dollars qui se sont évaporés sur les marchés d'actions. L'effondrement des places boursières pendant ce mois a laissé des traces bien plus profondes que les 5,2 milliards de dollars qui ont changé de mains après le défaut de LB.

Recapitaliser un capitalisme en capilotade ?

La référence à la crise de 1929 s'impose. C'est dans la crise de 1929 que l'on trouve la démonstration de la nécessité d'éviter à tout prix la panique bancaire (le *bank run*). C'est dans l'analyse de la crise de 1929 que l'on a compris l'importance des anticipations récessives quant les actifs se déprécient et que la déflation s'installe. C'est de l'expérience de 1929 que l'on tire la leçon de l'obligation de réponses coordonnées internationalement. C'est depuis la crise de 1929 que l'on sait le soutien nécessaire de la politique monétaire à l'économie. C'est également de l'impuissance des politiques mises en œuvre pour juguler la dépression à l'époque que l'on sait l'importance de la politique budgétaire pour stimuler l'économie face à la trappe à liquidités.

Les leçons de 1929 ont été tirées et inspirent les politiques mises en place. L'interventionnisme public est depuis plus d'un an maximal et prend des formes conventionnelles, comme les instruments habituels de la politique monétaire ou le recours aux politiques budgétaires, et des mesures moins conventionnelles, pour rétablir l'ordre sur les marchés financiers.

Les grandes banques centrales ont amorcé des mouvements de baisse de taux. Le reflux des cours du pétrole et des matières premières, induit par les anticipations de ralentissement de la croissance mondiale, a fait oublier les craintes d'une inflation rampante. La Réserve fédérale a baissé depuis août 2007 ses taux directeurs de 3,75 points. Après une hausse d'un quart de point en juillet 2008, la Banque centrale européenne a initié une baisse de taux, portant son taux directeur à 3,75 points. D'autres mouvements de baisse devraient suivre. La Banque d'Angleterre a également renoncé à ses préoccupations inflationnistes et s'est jointe à la baisse de taux concertée du 8 octobre 2008.

L'*Emergency Economic stabilization Act* de 2008 ou plan Paulson

Pour stopper la nouvelle panique financière qui s'est emparée des marchés depuis le 15 septembre, et contrer la menace d'une rupture du système, un plan de sauvetage a été proposé au Congrès par le Secrétaire du Trésor, Henry Paulson, et le Président Georges W. Bush le 29 septembre. Présenté d'abord sous la forme d'un amendement au projet de loi H.R.3997 et refusé à la Chambre des représentants le 28 septembre, il sera finalement adopté le 1er octobre comme amendement au projet de loi H.R.1424 et sous le nom de '*Emergency Economic Stabilization Act* de 2008'. La Chambre des représentants est restée malgré tout hésitante avant d'adopter ce plan : 262 pour, dont 171 démocrates, et 171 non, dont 108 républicains. Le projet a pris forme de loi le 3 octobre. Le 14 octobre, à la suite des décisions d'interventions européennes, le gouvernement américain a introduit de nouvelles propositions qui modifient ou approfondissent l'orientation d'origine.

La mesure la plus importante de ce plan de sauvetage porte sur l'ampleur des fonds mis à la disposition du Trésor : 700 milliards de dollars (5 point de PIB) pour assainir le système et rétablir la confiance, sachant que les autorités peuvent immédiatement disposer de 250 milliards de dollars, augmentés de 100 milliards sous notification écrite du Président et présentée au Congrès. Les 350 milliards de dollars doivent faire l'objet d'un vote du Congrès. Par ailleurs, l'Etat étend sa garantie sur différents types d'actifs. Dans ce cas, les sommes ne seront déboursées qu'en cas de défaut de paiements. Elles ne sont pas comptabilisées dans les 700 milliards de dollars.

Principal objectif : assainir le système financier. Pour cela, le plan prévoit de recapitaliser les banques et de sortir du bilan des banques les actifs dits toxiques, par un programme de rachat.

Concernant le plan de recapitalisation des banques, le Trésor dispose d'au moins 250 milliards dont 125 sont déjà alloués aux neuf principales grandes banques (25 pour Citigroup, autant pour JPMorgan et 20 pour Bank of America). Les autres banques ont jusqu'au 14 novembre pour se manifester, avant de savoir si elles seront ou non éligibles. La recapitalisation prend la forme d'achats d'actions préférentielles ou privilégiées. Ces titres ne portent pas de droit de vote mais garantissent à l'Etat le versement d'un dividende de 5 %, puis de 9 % au-delà des cinq ans. Visant à rétablir les investissements privés, l'Etat peut les revendre après 3 ans (voire plus tôt s'il trouve un acquéreur pour le même montant). Ces achats ne pourront pas dépasser 25 milliards de dollars, ou 3 % des actifs des institutions concernées. En contrepartie, les dividendes payés aux actionnaires ne peuvent être augmentés, les indemnités des dirigeants sont limitées et les parachutes dorés interdits.

Le reste de l'enveloppement devrait être destiné à l'achat d'actifs toxiques par le Trésor (*Troubled Assets Relief Program-TARP*). Le programme autorise le Trésor à acheter, garantir, détenir et vendre une large variété d'actifs financiers, notamment basés ou liés à des crédits hypothécaires ou commerciaux (*Whole loans and mortgage backed securities*) émis avant le 14 mars 2008. Pour faire face à la complexité des dossiers et superviser les montages, le Trésor a fait appel à PricewaterhouseCoopers LLP and Ernst & Young. Une des questions centrales est le prix d'achat de ces titres à leurs actuels détenteurs, sachant qu'à terme, ils peuvent augmenter ou baisser et donc avoir un impact sur le coût final à supporter par le contribuable.

Le deuxième grand volet du plan porte sur la garantie du Federal Deposit Insurance Corportion (FDIC) offerte aux nouveaux emprunts interbancaires émis d'ici au 30 juin 2009, et ce sur une période de 3 ans. Parallèlement, le plafond de garantie par le FDIC des dépôts bancaires des particuliers est relevé de 100 000 dollars à 250 000 dollars. L'engagement supplémentaire de cette dernière mesure coûterait, selon le Congressional Budget Office (CBO), 700 milliards de dollars.

Troisième grand volet du plan, la Réserve fédérale va mettre en place à partir du 27 octobre un mécanisme de rachat temporaire de billets de trésorerie des entreprises, y compris les non financières (*Commercial Paper*) afin de faciliter les opérations quotidiennes de financement à court terme.

L'*Emergency Economic Stabilisation Act* de 2008, dans sa forme du 3 octobre, prévoit également un certain nombre d'incitations pour la production et la conservation d'énergie. Selon le CBO, le coût serait de 7 milliards de dollars sur la période 2009-2013.

De même, la loi prévoit le renouvellement des mesures fiscales, une extension de l'allègement de *l'Alternative Minimum Tax Relief* pour 2008, et des allègements fiscaux pour les régions dévastées par les catastrophes naturelles du début de l'année. Le coût est estimé par

le CBO à 112,3 milliards de dollars sur la période 2009-2013 qui viendrait s'ajouter aux 700 milliards de dollars du plan de sauvetage des banques.

La politique budgétaire aux Etats-Unis a été également mise à contribution pour soutenir l'économie. L'Etat américain a injecté 168 milliards de dollars, avec une vitesse qui contredit tous les manuels d'économie. Les chèques sont arrivés au printemps 2008, quelques mois après le vote du Congrès américain. Les sommes ont été dépensées et ont participé à la croissance de l'économie américaine du deuxième trimestre 2008. En Europe, la réaction budgétaire est bien moindre. Les circonstances exceptionnelles ont été invoquées lors du sommet du G4, à Paris le 4 octobre 2008. Elles affranchissent les pays de la zone euro des valeurs de référence du Pacte de stabilité et de croissance et autorisent des dépassements temporaires. Il n'y aura pas de politiques budgétaires restrictives en 2009 en zone euro. En revanche, un plan de relance européen peine à émerger alors qu'aux Etats-Unis un plan de relance supplémentaire pourrait prendre le relais de celui de janvier 2008, dès le début 2009, Le renforcement des anticipations de ralentissement, les craintes d'une récession forte en Europe et la nécessité politique de compléter le soutien apporté aux banques par un plan pour l'économie non financière peuvent déclencher une relance budgétaire en zone euro. Elle sera probablement tardive, mais les conséquences de la crise financière sur l'économie mondiale peuvent se prolonger au-delà de l'année 2009.

L'activisme conventionnel a donc été largement initié par les Etats-Unis et finalement suivi par l'Europe. L'activisme non conventionnel s'est imposé devant la crise financière.

Les banques centrales se sont substituées aux banques créditrices pour assurer la liquidité du marché interbancaire. Les opérations d'*open market* ont été renforcées par des prises en garantie élargies à des titres dont la valeur est contestée par les marchés. Les banques centrales ont accru leur exposition à l'économie également par des financements à plus long terme du système bancaire. Mais pour autant, elles n'ont pas réussi à ce stade à restaurer la confiance sur le marché interbancaire. Les banques sont toujours contraintes de prendre un risque de taux (et de réputation) important en se présentant au guichet des banques centrales. L'alternative est de restructurer leur financement, acceptant au passage une sérieuse hausse de leur coût de refinancement et en augmentant la pression sur leurs bilans et leurs ratios prudentiels. Les gouvernements de la plupart des grands pays développés ont proposé de garantir les emprunts sur les marchés interbancaires. Les solutions connaissent des déclinaisons locales mais reposent sur le même principe : donner aux banques la certitude que lorsqu'elles prêtent à 24 heures, à 1 mois ou à 1 an à une autre banque, sans exiger de collatéral, elles récupèrent immédiatement leur créance en cas de défaut (improbable) de la contrepartie. Et cette garantie offerte aux établissements bancaires s'ajoute aux déclarations convergentes des gouvernements sur la protection contre les faillites. La Réserve fédérale américaine a amorcé un programme de financement direct à l'économie, en se portant acheteuse de certificats de dépôt émis par des entreprises non financières.

Le Trésor américain a mis en place une structure de défaisance (*Toxic Assets Relief Program, TARP*) pour racheter à un prix qui reste à définir les actifs à risque (et en lien avec les *subprime)* aux institutions financières opérant sur le territoire américain. Des fonds de recapitalisation publics sont mis en place dans les différents pays pour apporter aux banques des soutiens directs, alors que les sources de capitaux se tarissent. Les conditions exactes de ces recapitalisations sont mal définies et l'équilibre entre les intérêts des actionnaires, des clients des banques ou des contribuables est loin d'être trouvé, mais le schéma de recapitalisation prend la forme d'un prêt non exigible, *via* des titres subordonnés ou « capital hybride » selon la terminologie de Bâle, qui renforce les fonds propres des

banques sans modifier le pouvoir des actionnaires sur la conduite des affaires. Enfin, les banques ou les institutions financières en difficulté sont sous la surveillance des autorités économiques qui tâchent d'organiser les recapitalisations ou les reprises en cas de menace de faillite. Northern Rock a été nationalisée par le gouvernement anglais, Bear Stearns a été absorbée par JP Morgan Chase avec la garantie du Trésor américain pour 30 milliards de dollars, AIG a été nationalisée et a obtenu une ligne de crédit de 85 milliards de dollars garantie par le Trésor américain, Freddy Mac et Fanny Mae ont été mis sous tutelle et leur bilan a été garanti publiquement à hauteur de 200 milliards de dollars. En Europe continentale, UBS, Dexia, Fortis ou Hypo Real Estate ont bénéficié de soutiens publics pour échapper à la faillite.

Plans de sauvetage bancaire en Europe

Faisant suite au Plan Paulson voté aux Etats-Unis et face aux problèmes rencontrés par plusieurs banques européennes fin septembre et début octobre (Fortis, Dexia et Bradford and Bingley), les dirigeants européens ont à leur tour décidé de se concerter début octobre pour calmer les marchés financiers et les épargnants. Le premier accord est intervenu le 6 octobre 2008 entre les ministres des Finances de l'Union européenne sur un relèvement à 50 000 euros, contre 20 000 actuellement, du plafond de garantie des dépôts bancaires au niveau européen. Par la suite, de nombreux Etats membres ont porté ce minimum à 100 000 euros, voire annoncé la garantie illimitée des dépôts (tableau E1). Un accord de principe a été trouvé le 12 octobre 2008 entre les pays de la zone euro afin d'aider les banques à continuer de financer l'économie. La mise en place de ce plan européen, qui s'appuie sur celui présenté quelques jours plus tôt par Gordon Brown pour les banques britanniques, en plus de soutenir des banques européennes qu'on a longtemps crû à l'abri, a influé en retour sur les modalités d'action du plan Paulson.

Le plan européen du 12 octobre fixe six objectifs qui devront être ensuite déclinés au niveau de chaque Etat.

- assurer des liquidités suffisantes aux institutions financières (1),
- faciliter le financement des banques (2),
- apporter aux institutions financières les ressources en capital nécessaires pour qu'elles continuent à financer l'économie (3),
- recapitaliser les banques en difficulté (4),
- assurer plus de flexibilité dans les circonstances actuelles au regard des règles comptables (5),
- renforcer les procédures de coopération entre pays européens (6).

(1) Le premier point concerne les interventions de la Banque centrale européenne : la baisse des taux directeurs, l'amélioration des conditions de refinancement et la hausse des financements à long terme des banques. Ces actions ont été jugées positives par les pays qui encouragent aussi l'introduction de nouvelles règles en matière de collatéral (éligibilité des billets de trésorerie en particulier).

(2) En plus des mesures de refinancement de court terme de la BCE, les pays européens veulent faciliter le financement à moyen terme des banques, via l'achat d'actifs de qualité ou à travers l'échange de titres d'Etat. Les Etats pourront aussi fournir pour une période définie leur garantie ou une assurance sur les nouvelles émissions des banques (avant fin 2009) pour des durées allant jusqu'à 5 ans. Ils pourront aussi acquérir directement ces émissions. Ces critères s'appliquent aux banques opérant sur chacun des territoires.

(3) Les Etats peuvent allouer des fonds propres aux établissements financiers, *via* des actions de préférence ou des obligations émises par ces établissements, sans que leur capital ne se trouve dilué (c'est-à-dire sans diminution du droit de vote pour les actionnaires actuels). Ces mesures visent à renforcer les ratios de solvabilité des banques, *via* l'apport de fonds propres supplémentaires.

(4) Les Etats s'engagent à ne pas laisser d'institution financière faire faillite. Pour cela, des recapitalisations sont possibles.

(5) Concernant les titres pour lesquels le marché ne fonctionne plus et donc pour lesquels il n'y a plus de valorisation possible dans le bilan bancaire, l'utilisation par les banques de leurs modèles tenant compte des risques de défaut pour évaluer leur prix devrait être rendue autorisée à court terme dans les différents pays.

Le tableau E2 résume les garanties accordées par les différents Etats à leurs banques sur les nouvelles créances émises. Le tableau E3 indique les montants maximaux qui devraient être déboursés à court terme par les différents pays soit pour recapitaliser leurs banques, soit pour leur acheter des titres de dette qu'elles émettent, soit pour leur acheter des actifs.

Au final, seules les mesures de recapitalisation et de rachat d'actifs devraient à court terme entraîner une hausse de la dette publique brute des administrations publiques. Cet effet est pour l'instant estimé à 2 points de PIB au maximum en France si tous les fonds mis à disposition sont utilisés, à 4 points de PIB en Allemagne, à 3,4 points au Royaume-Uni comme aux Pays-Bas, à 4,5 points en Espagne et à 1,3 point en Belgique. Sur ces 7 pays, ces mesures coûteront donc 3,3 points de PIB en moyenne. Pour mémoire, aux Etats-Unis, le plan de 700 milliards de dollars correspond à 5 points du PIB américain. Les sommes en jeu sont donc moins élevées en Europe pour le moment. L'impact final pour le contribuable ne sera connu que quand les marchés fonctionneront à nouveau normalement et que les Etats pourront se défaire de leurs actifs, être remboursés de leurs prêts ou sortiront du capital des banques. Quant aux garanties tant des dépôts des ménages que des crédits interbancaires ou des obligations émises par les banques, elles seront indolores sur les finances publiques, sauf si des faillites ont lieu, ce que justement les mesures actuelles visent à éviter.

Le paradoxe du désendettement

La leçon de 1929 a été tirée. La réaction à la crise est rapide et déterminée. Cela ne suffit cependant pas à enrayer les enchaînements dépressifs qui sont en cours. Les solutions héritées de 1929 sont le fruit d'une analyse *a posteriori* qui reste débattue. Le poids du secteur public, que l'on imagine plus facilement à l'abri de la mécanique infernale des bilans, est plus grand qu'il y a 79 ans, mais la financiarisation et la dépendance au système de paiement dématérialisé est plus importante qu'en 1929. Les interdépendances des systèmes financiers sont plus profondes, les pôles de pouvoir sont plus nombreux. Et comme en 1929, les solutions proposées ont toujours un temps de retard sur l'avancée de la crise.

Supposons que les plans de sauvetage des systèmes bancaires et financiers fonctionnent. Le marché interbancaire fonctionnerait à nouveau, permettant aux banques de refinancer leurs activités. Les recapitalisations acceptées par toutes les banques en même temps résoudraient le dilemme de la stigmatisation de l'institution qui signalerait ses difficultés en se présentant au *guichet de la honte*. Les recapitalisations présentes et éventuellement à venir écarteraient le risque de faillite des institutions financières.

Pour autant, l'économie des pays développés ne serait pas relancée. La dette privée fait peur, qu'elle soit due par des agents risqués (les ménages *subprime)* ou moins risqués (toute entreprise qui fait face à des difficultés temporaires). Les banques échaudées seraient plus regardantes. Plus contrôlées et régulées, elles se feraient moins concurrence et chercheraient en même temps à réduire leur exposition au risque. Les agents qui détiennent de l'épargne chercheraient des placements sûrs, qu'ils soient des particuliers ou des fonds de pension. La pression de désendettement est forte, elle contraint les investissements et la consommation. Elle implique un ralentissement macroéconomique.

E1. Interventions de sauvetage du système financier : Garanties sur les dépôts

	FRANCE	ALLEMAGNE	ITALIE	ROYAUME-UNI	ESPAGNE	PAYS-BAS	IRLANDE	BELGIQUE
AVANT	70 000 euros	70 000 euros	103 000 euros par fonds interbancaire	43 000 euros	20 000 euros	20 000 euros	20 000 euros	20 000 euros
APRÈS	70 000 euros	Garantie illimitée Coût potentiel 1600 milliards	Garantie complémentaire de l'Etat pendant 36 mois	62 000 euros	100 000 euros	100 000 euros	Garantie illimitée	100 000 euros

E2. Interventions de sauvetage du système financier : Garanties au fonctionnement du système bancaire

FRANCE	ALLEMAGNE	ITALIE	ROYAUME-UNI	ESPAGNE	PAYS-BAS	PORTUGAL	IRLANDE
320 milliards garantie sur créances émises par les banques	400 milliards garantie sur prêt interbancaires à court terme (20 milliards provisionnés dans budget de l'Etat)	20 milliards de garantie du Trésor sur créances émises avant 2009 par les banques Banque d'Italie fournit 40 milliards pour ligne de financement spécial auprès BCE	312,5 milliards pour nouvelles créances de court-moyen terme émises par les banques + 125 milliards pour permettre échange d'actifs non liquides contre bons du Trésor	100 milliards garantie sur nouvelles créances émises par les banques	200 milliards garantie sur prêt interbancaire	20 milliards garantie sur prêt interbancaire	400 milliards garantie sur dettes des 6 principales banques nationales ainsi que des banques étrangères avec présence « significative » sur territoire

E3. Interventions de sauvetage du système financier : Recapitalisation des banques et rachat d'actifs (milliards d'euros et points de PIB)

FRANCE	Allemagne	ITALIE	ROYAUME-UNI	ESPAGNE	PAYS-BAS	BELGIQUE
40 milliards pour recapitalisation par titres de la dette subordonnée (dont 10,5 milliards pour les 6 principales banques)	100 Fonds d'état dont 20 milliards pour Rachat d'actifs risqués	Possible pour banques en crise avec actions de préférence	62,5 milliards pour améliorer ratios des banques (Tier-One) dont 46 pour sauver 3 banques (RBS, HBOS, Lloyds)	50 milliards pour rachat d'actifs	20 milliards	4,7 milliards
2 points de PIB	4 points de PIB	Pas de chiffrage	3,4 points de PIB	4,5 points de PIB	3,4 points de PIB	1,3 point de PIB

C'est là le paradoxe du désendettement. En cherchant à réduire leurs ratios d'endettement en même temps, les agents pèsent sur l'activité. Et le freinage de l'activité atténue ou annule la réduction recherchée initialement. La recherche de cet objectif, qui s'éloigne au fur et à mesure qu'on essaye de s'en rapprocher, peut installer les économies développées sur une trajectoire de croissance faible pendant plusieurs années. Elle peut se doubler d'une déflation qui renforcera encore le processus dépressif.

Face à la contraction des dettes privées, la seule solution est un plan de relance budgétaire. Macro-économiquement, il s'agit simplement de substituer à la dette privée que personne ne veut détenir une dette publique que tout le monde recherche. Micro-économiquement, ce qui a été fait par le développement de l'Etat-providence dans les années d'après-guerre reste à inventer aujourd'hui.

Le tour de l'économie non financière

Selon notre scénario, l'économie mondiale s'engagerait dans un ralentissement prononcé, entraîné par une récession aux Etats-Unis. S'y ajouteront un tassement de la croissance des pays émergents – touchés à des degrés divers par la crise financière mais surtout impactés par le fort ralentissement de la demande adressée par les pays riches, moteur de leur croissance passée devenu frein de leur croissance future – et le retour de l'atonie de la zone euro, après la rémission de 2006-2007.

Les Etats-Unis profiteront du plan de relance mis en place par l'administration Bush, mais ses effets positifs avérés au premier semestre 2008 n'empêcheront pas la survenue de deux trimestres consécutifs de recul du PIB dans la seconde moitié de l'année. En dégradant l'acquis de croissance, cette récession se traduira par une croissance en moyenne annuelle en 2009 de 0,4 %. Avec une croissance de 1,1 % en 2008 contre 1,4 % pour les Etats-Unis, la zone euro perdra l'avantage de l'écart de croissance positif avec les Etats-Unis apparu en 2007, respectivement 2,6 contre 2 %. La réactivité de la politique économique aux Etats-Unis, dont la zone euro est dépourvue, sera à l'origine de cette meilleure performance en 2008. Mais les tendances dépressives outre-Atlantique, plus accentuées qu'en Europe car conduites par une crise immobilière plus aiguë, retrouveront leur plein effet une fois dissipées les impulsions du plan de relance. L'économie américaine stagnerait quasiment en 2009, quand la zone euro bénéficiera d'une croissance un peu meilleure, 0,8 %.

Le ralentissement des grandes économies industrialisées pèsera sur la croissance des pays émergents, entraîné par les BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine), d'abord par le canal traditionnel du commerce extérieur. Ensuite, même si la crise financière y est moins virulente que dans les pays développés, il est peu probable que ces pays passent complètement au travers de turbulences qui revêtent un caractère mondial. Mais les économies émergentes resteront nettement plus dynamiques que les économies développées, profitant notamment de réformes mises en place pour soutenir la demande intérieure. Au total, la croissance dans les pays émergents passerait de 8 % en 2007 à 6,5 % en 2008 et à 5,9 % en 2009, un rythme d'expansion sensiblement plus élevé que dans les pays développés, 1,3 en 2008 et 0,7 % en 2009.

Les Etats-Unis : le cœur de la crise

Epicentre du tremblement de terre financier mondial, l'économie américaine n'a résisté qu'en apparence au premier semestre 2008, et sera rattrapée par la crise dans les mois à venir.

Les bonnes performances du premier semestre (+0.2 % et +0.8 % aux premier et deuxième trimestres) ont été artificiellement entretenues par le plan de relance appliqué à partir du 28 avril 2008. La distribution de presque 90 milliards de dollars aux ménages américains a ainsi tiré la consommation tout en permettant un léger redressement du taux d'épargne. Mais dans le même temps, la dégradation du marché du travail (le taux de chômage est passé de 4,8 % en février à 6,1 % en août, et les revenus du travail ont baissé de 0,3 % au deuxième trimestre) et la poursuite de la crise immobilière annoncent un net ralentissement pour les 3 prochains trimestres, qui se traduira par une croissance de 1,6 % en 2008 et de 0,8 % en 2009.

Une fois les effets du plan de relance épuisés, les ménages seront handicapés par un revenu disponible réel amoindri, une inflation en forte hausse, et seront contraints de se désendetter par le gel des emprunts hypothécaires. La crise immobilière, qui a conduit à une baisse de 15 % des prix immobiliers en un an, devrait perdurer jusqu'à la fin de l'année, avant un rétablissement progressif courant 2009. La consommation des ménages ne devrait donc progresser que de 0,9 et 0,3 % en 2008 et 2009, après 2,8 % en 2007. Dans ces conditions, les entreprises adapteront leurs capacités productives à la contraction des débouchés, et devront trouver une alternative au crédit bancaire si les tensions sur le marché interbancaire perduraient. Elles seront donc amenées à réduire leur investissement à l'horizon de notre prévision (+1,5 % en 2008 et -6,5 % en 2009). L'amélioration du commerce extérieure due à la forte dépréciation du dollar au cours des dernières années devrait pourtant tenir les Etats-Unis à l'abri de la récession, avec l'appui, à partir de la mi-2009, de la reprise de la demande intérieure et du marché immobilier.

L'Europe n'amortit pas le choc

La plupart des pays de la zone euro n'échapperont pas non plus au ralentissement, la zone ne croissant que de 1,2 % en 2008 et 1 % en 2009.

Parmi les grands pays, l'Allemagne se distingue pourtant. Avec une croissance de 1,7 % en 2008 et de 1,3 % en 2009, elle devrait jouer le rôle de stabilisateur au sein de la zone. Comme tous les pays de la zone euro, l'Allemagne a été affectée par le ralentissement de la consommation des ménages consécutif à la poussée d'inflation enregistrée au premier semestre 2008. Championne européenne du commerce extérieur, elle pâtit également du ralentissement de la demande mondiale, comme le montrent déjà les indicateurs de commandes étrangères. Cependant, elle devrait mieux résister aux turbulences internationales que ses partenaires européens : d'abord grâce à la solidité de la situation de ses entreprises, que le redressement du taux de marge depuis 2000 et la politique de désendettement mettent à l'abri du durcissement des conditions de financement externe. Ensuite, l'inertie du cycle immobilier allemand durant la phase d'exubérance qui a marqué les autres pays européens devrait en contrepartie la protéger du retournement attendu ailleurs. En outre, le redémarrage des salaires, après presque une décennie de contraction, contribuera à assurer à l'Allemagne l'une des meilleures performances de la zone.

Le retournement conjoncturel sera en revanche beaucoup plus brutal dans les autres grands pays de la zone. Outre le ralentissement de la consommation des ménages consécutif à l'accélération de l'inflation, le retournement des anticipations d'évolution de la demande et le durcissement des conditions d'emprunt ont

fortement pesé sur l'investissement productif, qui s'est infléchi au deuxième trimestre 2008 et devrait poursuivre sa dégradation à l'horizon de la prévision. En effet, la baisse du taux d'autofinancement des entreprises européennes – à l'exception de celui des entreprises allemandes – les exposera à une contrainte de désendettement en cas de concurrence accrue sur les sources de financement et de retournement des rentabilités relatives des actifs ayant permis l'effet de levier. Si l'Allemagne voit son taux d'investissement augmenter à l'horizon de la prévision, l'ajustement à la baisse de l'accumulation du capital en France et en Espagne et sa stabilisation en Italie conduiront à une légère contraction dans la zone euro.

Par ailleurs, les pays dont la croissance avait été tirée par le dynamisme immobilier depuis la fin des années 1990, comme la France, l'Italie, ou plus encore l'Espagne et l'Irlande, devraient subir durement les conséquences de la crise financière. Le resserrement de la politique monétaire entamé à la fin de 2005, conjugué aux effets de la crise financière sur la distribution du crédit par les banques, a provoqué un retournement du marché immobilier dans ces pays, qui devrait avoir de lourdes conséquences. D'abord, il pèsera sur l'investissement en logement. Ensuite, il aura des conséquences sur le marché du travail de ces pays, par le biais de destructions d'emplois dans le secteur de la construction, et pèsera donc sur la consommation des ménages, déjà handicapée par l'inflation du premier semestre.

Même constat au Royaume-Uni, dont la croissance ralentirait très fortement à l'horizon de notre prévision (+1 % et +0,2 % en 2008 et 2009). A la hausse mondiale des prix s'est ajoutée en Grande-Bretagne la dépréciation de la livre sterling, poussant l'inflation à 4,7 % au mois d'août 2008, ce qui a pesé sur la consommation, contrainte en outre par le fort endettement des ménages. Le pays a été particulièrement touché par le retournement immobilier (avec une baisse de 12 % sur un an en août 2008 des prix immobiliers), et la contraction de l'investissement en logement devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision. Comme en zone euro, le retournement des perspectives économiques ainsi que le resserrement du crédit mettront un frein à l'investissement productif, mais la réaction des autorités britanniques à la crise bancaire que connaît le pays depuis la nationalisation de Northern Rock va dans le sens d'un retour progressif à la normale dans le secteur financier.

Les pays émergents

Forts de fondamentaux beaucoup plus solides que lors du ralentissement de la fin des années 1990, les pays émergents ont à ce jour bien résisté à la crise financière internationale. Pour autant, la thèse du découplage semble aujourd'hui mise à mal par les signes de ralentissement économique, et par l'extrême volatilité des bourses dans ces pays. *Via* la dégradation de la demande mondiale et le resserrement des conditions de crédits, leurs économies devraient être affaiblies à l'horizon de notre prévision.

Tirant les leçons des crises précédentes, nombre de pays émergents ont largement réduit leur dépendance aux capitaux étrangers au cours des années 1990, et les pays d'Amérique latine, comme ceux de la CEI, conjuguent aujourd'hui excédents courants, investissements directs étrangers massifs et accumulation d'importantes réserves de change.

Les pays détenteurs de ressources naturelles, tels que la Russie ou le Brésil, ont ainsi profité du prix des matières premières pour rétablir leur balance courante et se constituer d'importantes réserves de change. Fortes de systèmes bancaires assainis, ces économies ont eu les moyens pour l'instant de prendre les mesures qui s'imposaient pour parer à la tornade financière et aux rapatriements massifs de capitaux étrangers : la Banque centrale brésilienne a ainsi irrigué le marché

interbancaire et soutenu les banques en difficulté. Tandis que le gouvernement russe a décidé de faciliter l'accès aux crédits des banques et des entreprises russes, fortement endettées à l'étranger. Néanmoins, la dégringolade depuis juillet 2008 des bourses russe, -60 %, et brésilienne, -40 %, et les importantes sorties de capitaux pèseront sur les économies de ces pays émergents. Surtout, le principal risque qui pèse sur ces pays exportateurs réside dans la baisse des prix des matières premières, qui devrait être accentuée par le ralentissement mondial. Les produits primaires représentent ainsi plus de 70 % des exportations du Venezuela, de la Bolivie et de l'Equateur. Dernière source de ralentissement, le dynamisme de la demande intérieure dans ces pays a renforcé la hausse des prix alimentaires et énergétiques, et l'inflation y dépasse partout les 15 %. Si le ralentissement des prix des matières premières devait contribuer à apaiser les tensions sur les prix, la plupart des pays d'Amérique latine devraient cependant être contraints à procéder à des resserrements monétaires.

Les pays d'Europe centrale, en revanche, semblent globalement plus sensibles que les précédents aux aléas des économies occidentales et demeurent très exposés à la fois à un ralentissement de la demande mondiale et aux désordres bancaire et financier internationaux. Les nouveaux pays membres (NPM) de l'Union européenne ne bénéficient pas d'importantes ressources naturelles, et présentent souvent de très forts déficits courants, les exposant aux mouvements de capitaux étrangers et les rendant vulnérables au durcissement des conditions de crédit. Les pays baltes sont ainsi d'ores et déjà entrés en récession, à la suite du retournement immobilier engendré par les difficultés d'accès au crédit. Si les principaux NPM bénéficient aujourd'hui de fondamentaux solides, la Roumanie, la Bulgarie ou encore la Hongrie présentent encore des déséquilibres externes importants, financés par de l'endettement externe. Si nous ne retenons pas le scénario de fuites massives de capitaux et d'attaques sur le marché des changes, ces pays restent cependant vulnérables à l'évolution de la crise financière et devraient ralentir nettement, à 3,9 et 2,6 % en 2008 et 2009 (contre 6,1 % en 2007).

Riches en main-d'œuvre plus qu'en matières premières, les pays asiatiques, au premier rang desquels la Chine, ont eux aussi fondé leur croissance sur des excédents commerciaux massifs. Comme les pays exportateurs de matières premières, ils ont souffert au premier semestre de l'accélération de l'inflation, renforcée par une demande intérieure extrêmement dynamique. En revanche, ces pays semblent moins exposés à la crise financière mondiale, leur secteur bancaire étant encore très peu développé. C'est donc essentiellement le ralentissement de la demande mondiale et l'appréciation de leurs monnaies à la suite du ralentissement américain qui pèseront sur les économies asiatiques. Elles conserveront néanmoins les taux de croissance les plus élevés du monde à l'horizon de notre prévision (en 2008 et 2009,+9,9 et +9,2 % pour la Chine, +7,6 % et +7,3 % pour l'ensemble de la zone).

II.2. En France

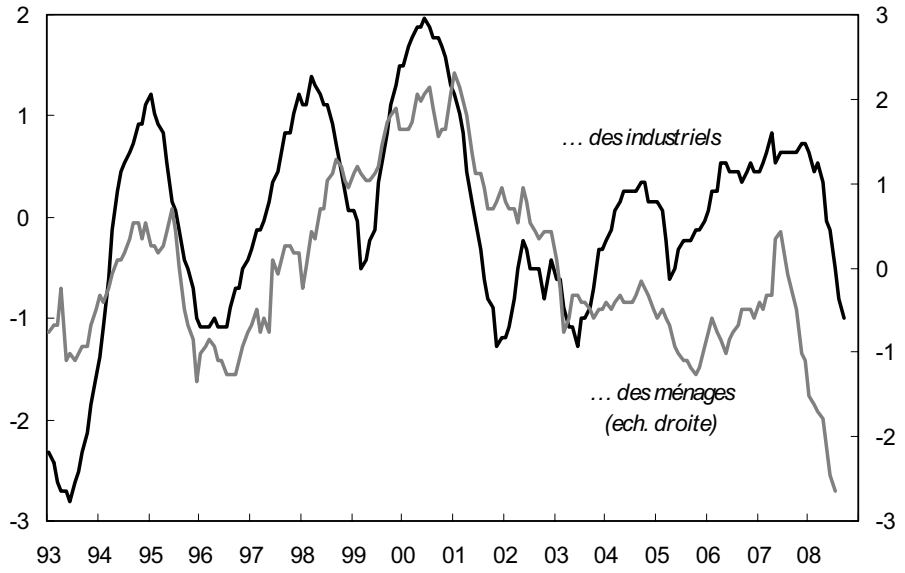
La conjonction de chocs économiques violents qui se sont succédé depuis l'été 2007 (crise financière internationale initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, envolée du prix des matières premières, nouveau recul du dollar par rapport à l'euro) a cassé l'élan de croissance amorcé en 2006 en zone euro et hypothèque tout espoir de reprise en France en 2008 et 2009.

Après un recul du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre, les enquêtes de conjoncture confirment pour le second semestre la poursuite du repli de l'activité. Si contrairement à celui des ménages, le niveau de confiance des industriels a longtemps résisté aux événements de 2007, laissant espérer une sortie rapide de

ce ralentissement, celui-ci a lâché prise depuis six mois. La crise financière et ses répercussions sur l'environnement économique international affectent désormais de façon très concrète les entreprises industrielles et les ménages français (graphique 5).

5. Evolution de la confiance…

Solde d'opinion, Centré réduit



Source : INSEE.

Quelles sont les raisons de ce ralentissement ?

Les raisons de ce ralentissement sont connues et ne sont pas propres à la France. Elles sont au nombre de quatre :

- L'envolée du prix des matières premières, avec notamment un pétrole qui a renchéri de moitié au premier semestre 2008, se traduisant par un regain d'inflation qui vient rogner le pouvoir d'achat des ménages et par là leurs dépenses ;
- La crise financière internationale initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis ;
- Une nouvelle appréciation de l'euro, qui en prenant plus de 10 % face au dollar au cours du premier semestre 2008, a mis à bas une compétitivité des entreprises européennes déjà mal en point ;
- La baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis mais aussi en Espagne, au Royaume-Uni et dans une moindre mesure en France. Cette contraction de l'immobilier se répercute sur l'ensemble de l'économie à travers celle de l'activité dans le bâtiment, le ralentissement de l'investissement en logement et de la consommation des ménages par le canal de l'effet de richesse ;

3. Les causes du ralentissement en 2008 et 2009

En point de %

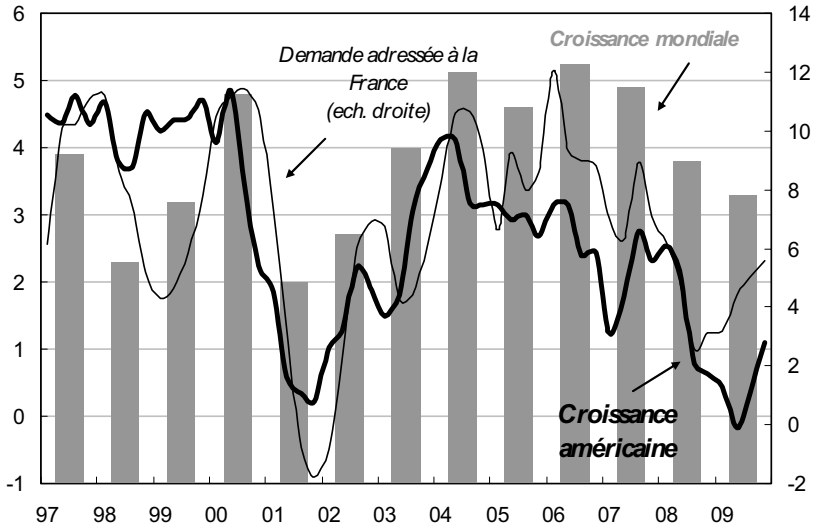
	2008	2009
Impact sur le PIB dû…		
… à l'envolée des prix des matières premières	**-1.1**	**-0.3**
Effet direct sur l'économie française	*-0.6*	*-0.1*
Effet via la demande adressée	*-0.5*	*-0.1*
… à l'appréciation de l'euro	**-0.3**	**-0.2**
Effet direct sur l'économie française	*-0.1*	*-0.1*
Effet via la demande adressée	*-0.1*	*-0.1*
… à la baisse des prix de l'immobilier	**-0.2**	**-0.9**
Effet direct sur l'économie française	*-0.1*	*-0.4*
Effet via la demande adressée	*-0.1*	*-0.5*
… à la répercussion de la crise financière	**-0.6**	**-1.2**
Effet direct sur l'économie française	*-0.2*	*-0.5*
Effet via la demande adressée	*-0.4*	*-0.7*
Impact total sur la croissance	**-2.2**	**-2.6**

Note : Ces calculs d'impacts doivent se lire en référence à la production potentielle
Sources : INSEE ; calculs OFCE e-mod.fr.

Ces différents chocs ont tous un double impact sur l'économie française : le premier est direct, touchant le pouvoir d'achat, le recours au crédit des agents privés français ou leur compétitivité. Le second passe par le canal du commerce extérieur : ces chocs étant communs à l'ensemble de l'économie mondiale, son ralentissement provoque un tassement de la demande étrangère adressée à la France (graphique 6).

6. Environnement international

En %, glissement annuel

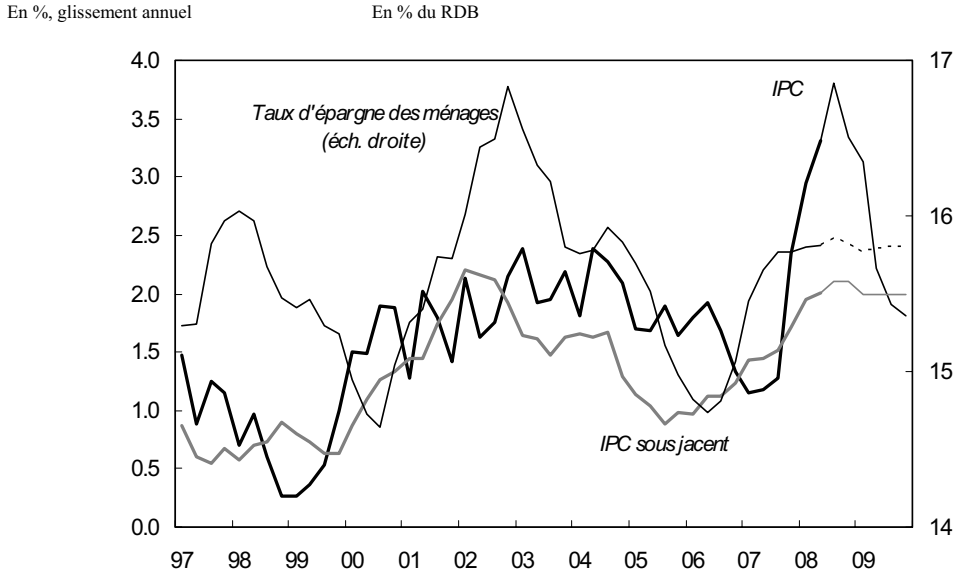


Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

D'un choc sur le pouvoir d'achat en 2008…

L'économie française souffrirait principalement en 2008 de l'envolée du prix des matières premières (tableau 3). Celle-ci est la principale responsable du regain d'inflation qu'ont connu les économies occidentales. En France comme en Europe, l'indice des prix à la consommation a connu son point haut en juillet, s'établissant à 3,6 %, rythme jamais atteint depuis les années 1980 alors que dans le même temps l'inflation sous-jacente se maintenait en deçà de la barre des 2 % (graphique 7).

7 Forte augmentation des prix et taux d'épargne en France



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Absorbé principalement par les ménages, ce choc inflationniste contractera leur pouvoir d'achat. Son impact sera maximal au troisième trimestre 2008, conduisant à un recul d'environ 1,6 point de la croissance du RDB réel en glissement annuel.

En limitant la dépense des ménages, ce regain d'inflation amputera de plus d'un demi-point la croissance dans l'hexagone. Ce mécanisme est également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux et notamment européens, provoquant de la même manière un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. Au total, le choc inflationniste coûtera plus d'un point de croissance à l'économie française en 2008, soit plus de la moitié du ralentissement de l'activité (tableau 3). À titre de comparaison, les retombées économiques de la crise financière pour la France en 2008 seraient deux fois moindres que celles liées à l'accélération des prix, et finalement d'une ampleur comparable à celles résultant de l'appréciation de l'euro ou de l'amorce de la contraction des prix de l'immobilier (tableau 3).

En 2008, ce choc inflationniste sera couplé à une détérioration sur le front de l'emploi avec notamment de très fortes suppressions d'emplois aidés dans le secteur non marchand.

… à un choc de désendettement en 2009

Si l'année 2009 devait souffrir des mêmes maux, leur hiérarchie pourrait changer, modifiant alors la perspective d'analyse et les remèdes.

C'est ainsi que l'envolée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires, qui a donné à l'inflation un profil spectaculaire, était en grande partie due à des mouvements de rattrapage ou spéculatifs et serait donc la résultante d'effets ponctuels. Sous l'hypothèse que le prix du pétrole se stabilise autour de 100 dollars le baril, soit 69 euros, et que les produits alimentaires rejoignent progressivement un rythme de hausse plus conforme à leur évolution de long terme, l'inflation devrait avoir atteint un pic en juillet 2008 pour ensuite entamer une décrue toute aussi spectaculaire que la hausse précédente, aidée en cela par l'apparition d'une base de calcul des évolutions annuelles plus favorable à partir du quatrième trimestre 2008 (graphique 7). Cette inversion de tendance ne compensera certes pas les pertes passées du pouvoir d'achat mais limitera son effet asphyxiant pour les ménages français et européens.

Par ailleurs, l'appréciation récente du dollar face à l'euro ne devrait pas se démentir et le taux de change devrait se stabiliser à 1,45 dollar pour un euro. Compte tenu du délai de transmission du taux de change à l'économie réelle, les bénéfices de cette baisse de l'euro se matérialiseront au cours de l'année 2009, desserrant également la contrainte de change sur l'activité au cours de l'année prochaine.

En revanche, les répercussions des crises financière et immobilière sur l'économie française devraient s'amplifier en 2009.

Le retournement de l'immobilier aux États-Unis, qui a débuté il y a 18 mois, n'est toujours pas achevé actuellement et devrait perdurer au cours de l'année 2009. Pire, alors que les économies européennes étaient jusqu'alors épargnées par le retournement, l'immobilier européen donne à son tour des signes inquiétants. C'est le cas bien sûr en Espagne et au Royaume-Uni mais aussi, dans une moindre mesure, en France.

Le prix de l'immobilier dans l'hexagone devrait connaître une correction significative d'ici à la fin 2009 (-15 %, graphique 8), permettant aux rendements locatifs de combler l'écart enregistré depuis 2006 avec les rendements obligataires[1].

[1] *Pour plus de détails, se référer à la partie « immobilier »*

8. Evolution des prix de l'immobilier en France

En glissement annuel

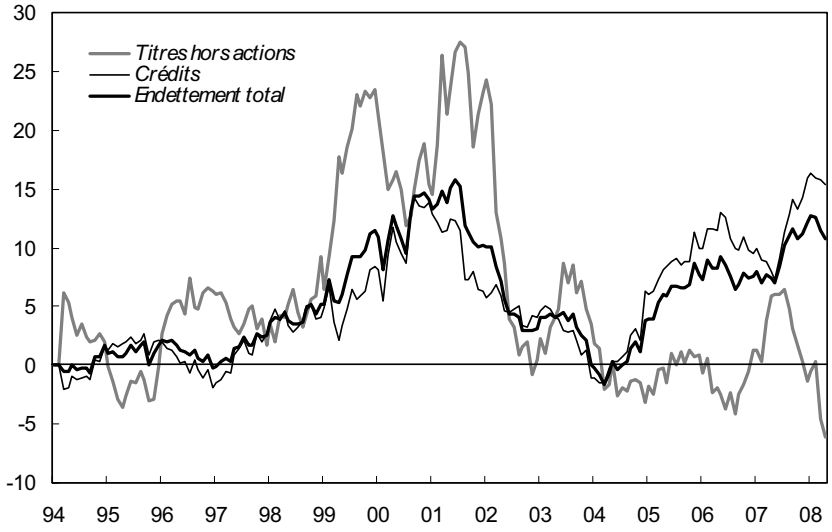
Sources : Notaires, INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Enfin, si dans notre scénario central la crise financière ne dégénère pas en crise systémique ni même en « *crédit crunch* », son impact sur l'activité française sera important en 2009, comparable à celui du choc inflationniste pour 2008 (plus d'1 point de PIB, tableau 3).

Ainsi, si la restriction des crédits bancaires accordés aux agents économiques, affichée dans les enquêtes effectuées auprès des banques, ne se matérialise pas encore dans les données d'endettement bancaire – l'encours de crédit total accordé aux entreprises a progressé en glissement annuel de près de 15 % en avril dernier (graphique 9) –, certains éléments laissent entrevoir un ralentissement dans les mois à venir, déjà perceptible pour les ménages (graphique 10).

9 Financement des SNF en France

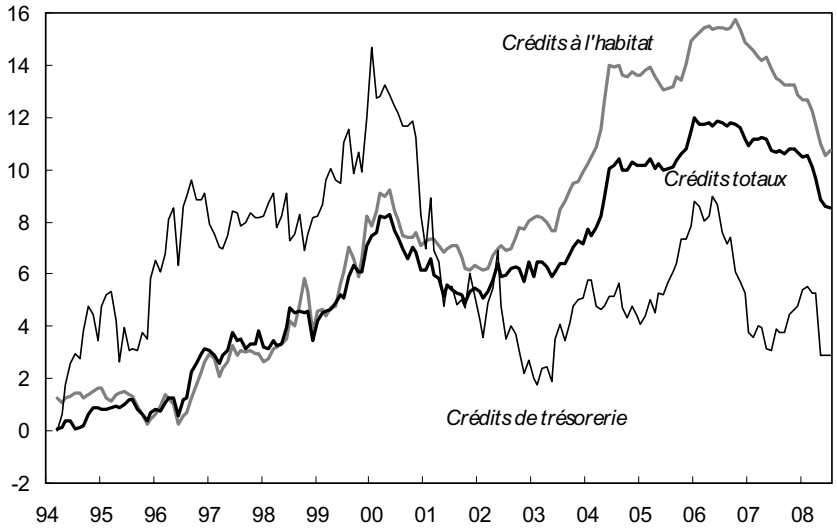
En %, glissement annuel



Sources : BdF, calculs OFCE.

10 Crédit aux ménages français

En %, glissement annuel

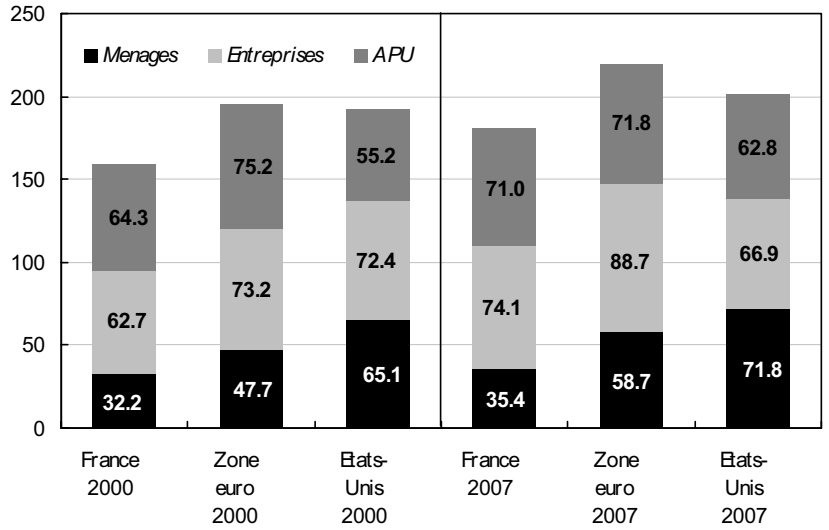


Sources : BdF, calculs OFCE.

Parmi ceux-ci, la grande lenteur de la normalisation du marché interbancaire rend plus difficile le financement des banques qui devraient durcir à nouveau les conditions d'accès au crédit. Ce nouveau durcissement, dans un contexte de dégradation des profits et d'un fort endettement des entreprises (graphique 11), devrait inciter ces dernières à freiner leurs investissements (effet d'accélérateur financier et de demande).

11 Comparaison et évolution des taux d'endettements bruts

En point de PIB



Note : La dette des APU est une dette brute qui tient compte de l'ensemble du passif des APU contrairement à la définition plus restreinte retenue pas les critères de Maastricht. Cela permet de comparer les pays européens aux États-Unis.

Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

En ne parvenant pas à croître au-delà de son potentiel, l'activité ne permettra pas la poursuite de la décrue du chômage engagée à la mi-2005. La progression modérée de la population active limitera toutefois la hausse du taux de chômage qui devrait s'établir à 7,9 % de la population active en 2009. De son côté, le déficit public devrait dépasser la barre des 3 % du PIB en s'établissant à 3,5 % en 2009.

III. Présentation des résultats macro-économiques à moyen terme (2010-2013)

III.1. Le scénario central

L'évolution du PIB et de ses principales composantes est décrite dans le tableau 4 ci-dessous :

4 - Evolution du PIB et de ses principales composantes 2007-2013

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
PIB en volume	2,1	1,0	1,0	2,5	2,5	2,5	2,5	1,7	1,8	2,5
Importations	6,2	2,2	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	4,5	5,1	2,3
Consommation des ménages	3,1	1,5	1,7	2,7	2,7	2,7	2,6	1,4	2,6	2,7
FBCF des SNF-EI	7,2	2,3	2,3	5,8	5,3	4,9	4,9	1,6	3,3	5,2
Exportations	3,1	2,0	2,2	2,6	2,5	2,3	2,4	5,8	3,5	2,5
Contributions										
Demande intérieure hors stocks	3,2	1,3	1,2	2,5	2,5	2,5	2,5	1,6	2,5	2,5
Solde extérieur	-1,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A moyen terme (2010-2013) et compte tenu des contraintes portant sur les finances publiques, il est supposé que la croissance se stabilise à un niveau supérieur à son potentiel, passant de 1,8 % à 2 % avec l'accélération supposée de la productivité du travail induite de l'augmentation du taux d'investissement.

Le tableau 4 reprend pour référence les moyennes constatées sur les cycles précédents : 1989-99 et 1999-2009. On constate que, en l'absence d'impulsion positive de la politique économique et à croissance de l'activité identique, ce scénario implique un comportement des agents privés nettement plus dynamique que dans l'histoire récente.

Dans ce scénario, la FBCF des sociétés non financières (SNF) devrait fortement s'accélérer (5,2 % en moyenne annuelle contre 1,6 % dans les années 90 et 3,3 % au cours des dix dernières années). Dans le même temps la consommation des ménages devrait retrouver un rythme soutenu, deux fois supérieur à celui enregistré au cours de la décennie 90 (2,7 % en moyenne contre 1,4 % dans les années 90).

Le tableau 5 décrit l'évolution des contributions à la croissance du PIB en projection :

5 – Contribution à la croissance 2007-2013										
En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
PIB en volume	2,1	1,0	1,0	2,5	2,5	2,5	2,5	1,7	1,8	2,5
Importations	-2,0	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-1,6	-0,8
Dépenses des ménages	2,0	0,7	0,8	1,7	1,7	1,7	1,6	0,8	1,7	1,7
Dépenses des administrations	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3
Investissement des entreprises	0,8	0,3	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6	0,2	0,4	0,7
Exportations	0,9	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	1,3	1,1	0,8
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Demande intérieure	3,2	1,1	1,2	2,5	2,5	2,5	2,5	1,4	2,4	2,5
Solde extérieur	-1,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

III.2. Le scénario « bas »

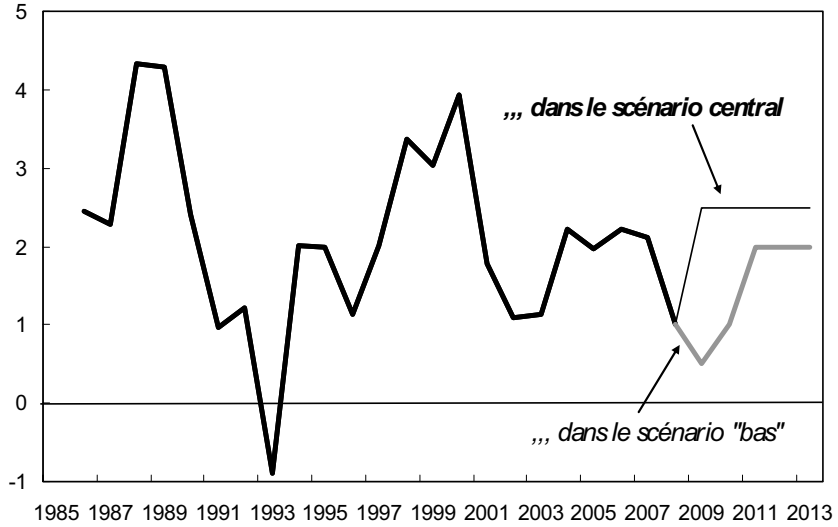
Dans ce scénario, la croissance est plus faible. Le PIB croît de 1,8 % en volume par an au cours de la période 2010-2013, rythme comparable à celui enregistré au cours des dix dernières années. Nous supposons ici que les partenaires de la France connaissent également le même supplément de croissance, impliquant une contribution toujours neutre du commerce l'extérieur.

4bis - Evolution du PIB et de ses principales composantes 2007-2013										
En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
PIB en volume	2,1	1,0	0,5	1,0	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	1,8
Importations	6,2	2,2	1,5	1,5	1,9	1,9	1,8	4,5	5,0	1,8
Consommation des ménages	3,1	1,5	1,3	1,2	2,3	2,3	2,2	1,4	2,5	2,0
FBCF des SNF-EI	7,2	2,3	-2,2	-0,1	2,5	2,0	1,7	1,6	2,9	1,5
Exportations	3,1	2,0	1,7	1,7	2,1	2,0	2,0	5,8	3,5	2,0
Contributions										
Demande intérieure hors stocks	3,2	1,3	0,5	1,0	2,0	2,0	2,0	1,6	2,4	1,8
Solde extérieur	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

12. Taux de croissance du PIB …

En %, moyenne annuelle



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Le tableau 5bis décrit l'évolution des contributions à la croissance du PIB en projection. La plus faible contribution à la croissance des dépenses des agents privés (0,2 point de l'investissement des entreprises contre 0,7 dans le compte central et 1,2 % de la consommation des ménages contre 1,7 % dans le compte central), explique l'écart de croissance avec le compte central.

5bis – Contribution à la croissance 2007-2013

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
PIB en volume	2,1	1,0	0,5	1,0	2,0	2,0	2,0	1,7	1,8	1,8
Importations	-2,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-1,1	-1,6	-0,6
Dépenses des ménages	2,0	0,7	0,4	0,6	1,4	1,4	1,4	0,8	1,6	1,2
Dépenses des administrations	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4
Investissement des entreprises	0,8	0,3	-0,3	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2
Exportations	0,9	0,6	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	1,3	1,1	0,6
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Demande intérieure	3,2	1,1	0,5	1,0	2,0	2,0	2,0	1,4	2,3	1,8
Solde extérieur	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0

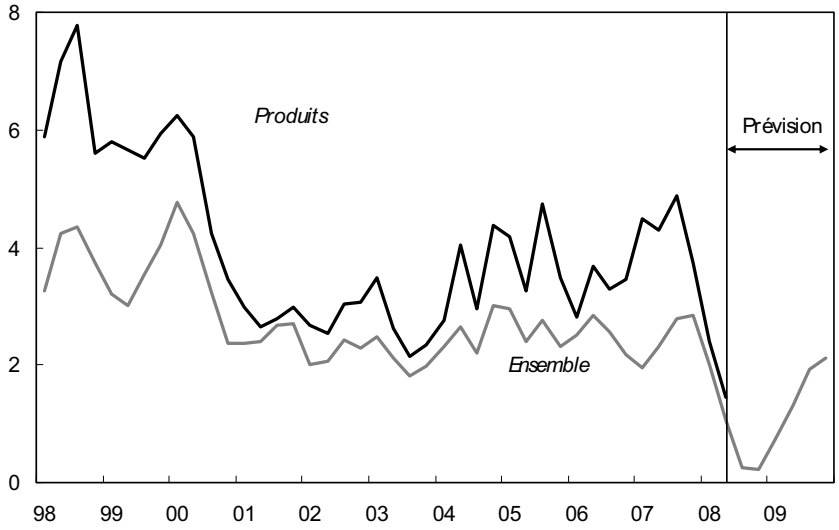
Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A. Les ménages

Face aux soubresauts des prix de l'énergie et de l'alimentation, les ménages ont réduit leur consommation au premier semestre 2008, d'abord en amputant leur consommation de carburants, puis en reportant sur d'autres postes le surcoût de la consommation énergétique incompressible. De près de 5 % d'une année sur l'autre au troisième trimestre 2007, la progression de la consommation de produits manufacturés est tombé à 1,5 % au deuxième trimestre 2008, son rythme le plus faible de ces dix dernières années. Sur un champ exhaustif, c'est-à-dire incluant tous les postes de consommation des ménages et non plus les seuls produits manufacturés, les comptes nationaux décrivent un recul de la consommation dans la première moitié de 2008, -0,1 % chaque trimestre.

13. Consommation des ménages

En %, t/t-4



Source : INSEE, prévisions OFCE.

La croissance française a ainsi perdu un de ses moteurs les plus actifs durant la décennie 2000. S'il n'était que ponctuel, car lié au pic d'inflation, ce ralentissement ne nourrirait pas d'inquiétude au-delà du troisième trimestre 2008. Mais même si elles se redressent en 2009, les dépenses pourraient être durablement affectées par les chocs immobilier et financier, et ne retrouveraient pas leur dynamisme antérieur. Le taux d'épargne, sur la baisse duquel s'est appuyée la solidité de la consommation depuis 2002, devrait interrompre sa décrue, sous l'influence notamment de l'inversion du cycle immobilier et de la montée de l'incertitude.

A.1. Scénario central

Le RDB porte, dans ce scénario, la marque de la faiblesse des prestations sociales inscrite dans la programmation pluriannuelle des finances publiques.

Dans ce scénario, la plus forte croissance de la productivité du travail se transmet aux salaires ce qui soutient le revenu des ménages. Cette progression du revenu permet à la consommation des ménages de croître à un rythme supérieur à celui anticipé dans le scénario central. L'effort demandé aux ménages est toutefois fort : le taux d'épargne baisse de près de 2 points entre 2009 et 2013.

6 - Principales caractéristiques de l'évolution du compte des ménages

En volume, en %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Revenu disponible brut	4,0	1,8	1,5	2,0	2,5	2,3	2,0	1,8	2,6	2,2
Salaire réel	3,1	1,4	0,8	2,2	2,6	2,4	2,3	2,1	2,3	2,4
Prestations sociales	2,3	1,7	2,9	2,5	1,9	2,1	1,6	2,6	2,4	2,0
Consommation des ménages	3,1	1,5	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7	1,4	2,6	2,7
Taux d'épargne des ménages	15,8	16,0	15,8	15,3	15,1	14,7	14,2	14,8	15,7	15,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

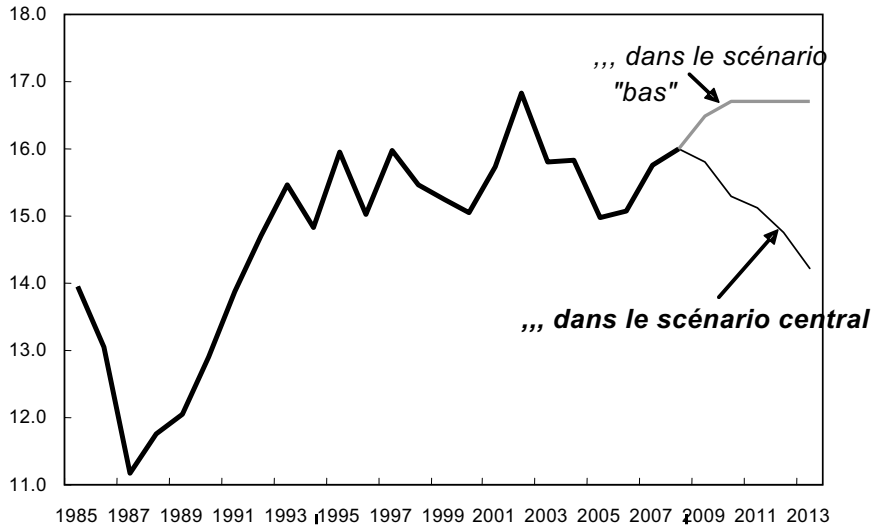
A.2. Scénario « bas »

Dans un contexte d'incertitude et de hausse du chômage, la forte baisse du taux d'épargne des ménages inscrite dans le compte central apparaît peu probable.

C'est pourquoi nous l'avons stabilisé dans le second scénario : à l'horizon de notre analyse, l'écart est de 2,5 point de RDB par rapport au scénario précédent.

14. Taux d'épargne des ménages…

En % du RdB



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Cela se traduit par une consommation des ménages certes moins dynamique que dans le scénario central (2,0 % en moyenne annuelle dans le scénario « bas » contre 2,7 % dans le scénario central) mais qui permet toutefois à la consommation de rester le principal moteur de la croissance française.

6bis - Principales caractéristiques de l'évolution du compte des ménages

En volume, en %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Revenu disponible brut	4,0	1,8	2,0	1,4	2,4	2,2	2,2	1,8	2,7	2,1
Salaire réel	3,1	1,4	1,0	1,0	2,2	2,3	2,2	2,1	2,3	1,9
Prestations sociales	2,3	1,7	3,1	3,6	1,9	1,5	1,4	2,6	2,4	2,1
Consommation des ménages	3,1	1,5	1,3	1,2	2,3	2,3	2,2	1,4	2,5	2,0
Taux d'épargne des ménages	15,8	16,0	16,5	16,7	16,7	16,7	16,7	14,8	15,7	16,7

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

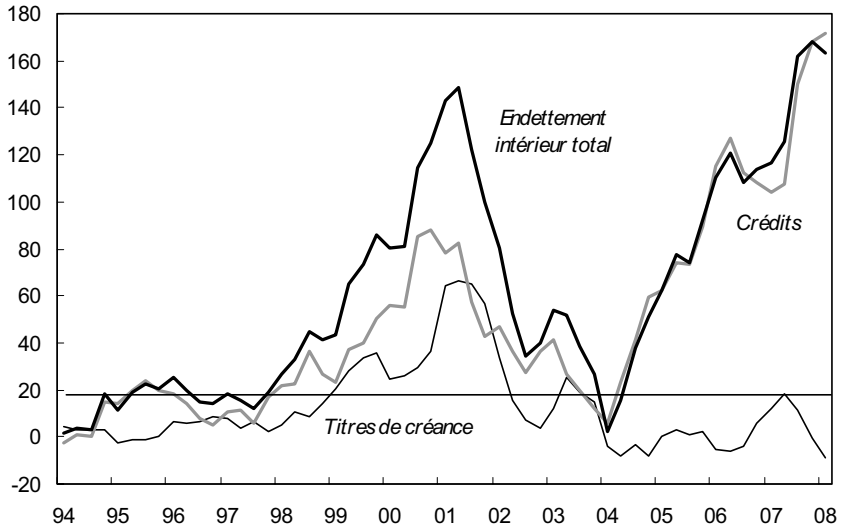
B. Les entreprises, l'emploi et le chômage

Après quatre années de croissance dynamique (5 % en moyenne en volume de 2004 à 2007 dont 7,3 % pour la seule année 2007), l'investissement des sociétés non financières (SNF) a atteint son point haut au premier trimestre 2008. Cette progression de l'investissement est allée de pair avec une hausse de l'endettement des entreprises. Cette dernière est entièrement imputable à l'expansion du crédit

bancaire qui s'est accru de 25 points de VA alors même que les encours des titres de créance ont diminué de 6 points de VA. La part des titres de créance (obligations, billets de trésorerie…) qui représentait au début de l'année 2004, 36 % de la dette brute intérieure des SNF, n'était plus que de 22 % en avril 2008. La faiblesse des taux d'intérêts pratiqués par les banques entre 2004 et 2008 a conduit les entreprises à recourir massivement au crédit bancaire au détriment des autres types de financement, accentuant la part du crédit bancaire dans leur passif. Le retour à une intermédiation plus forte du système de financement des entreprises a donc créé une plus grande dépendance des entreprises vis-à-vis du comportement d'offre de crédit des banques. Paradoxalement, avec la naissance des turbulences financières, cette intermédiation du financement des SNF s'est même accentuée depuis l'été 2007. Contrairement aux résultats des enquêtes menées auprès des banques qui indiquaient un net resserrement des conditions de crédit, la crise financière n'a pas eu pour conséquence immédiate un ralentissement du recours au crédit mais, au contraire, une accélération de celui-ci en France (graphique 15).

15. Flux de financement de l'endettement des SNF

En milliards d'euros, cumulé sur quatre trimestres



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

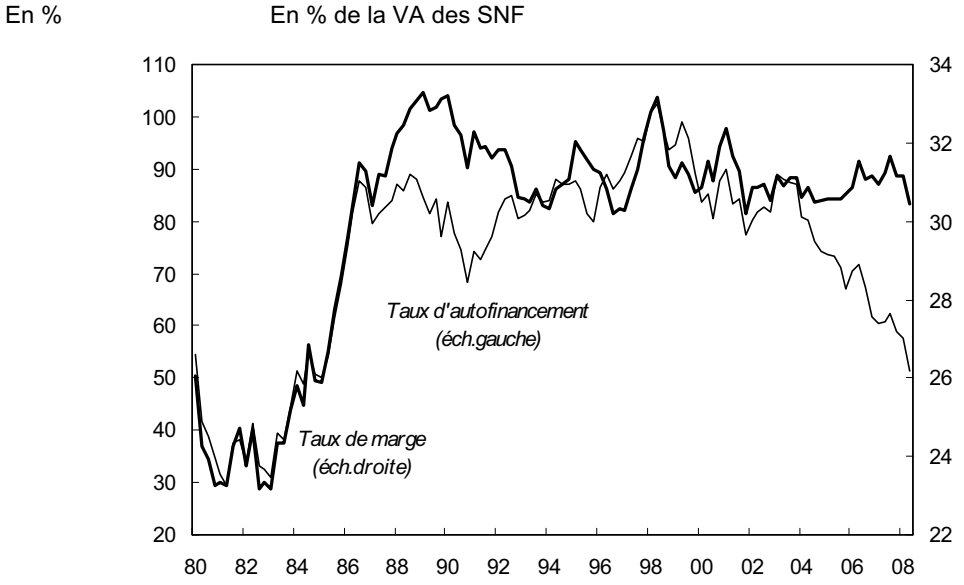
Un argument avancé pour justifier cette dynamique du crédit serait que les banques ont ouvert des lignes de crédit aux entreprises avant la crise et que ces dernières y ont eu largement recours, anticipant un durcissement futur des conditions de financement. Selon une étude de la Banque de France[1], deux phénomènes contribueraient également à accentuer ponctuellement la croissance du crédit depuis le début de la crise. Premièrement, les durées moyennes des emprunts bancaires des SNF ont diminué depuis l'été 2007. En effet, si les crédits à long terme sont la principale source du financement par endettement des SNF, l'accélération des crédits est en grande partie due aux crédits à court et moyen terme. Deuxièmement, le regain de dynamisme des crédits de moins de cinq ans peut s'expliquer en grande partie par le fait qu'ils se sont substitués aux émissions d'obligations (graphique 15). Selon la Banque de France, « la remontée du coût des émissions des titres de créance et les contraintes de financement rencontrées par

[1] *A. Duquerroy, J. Demuynck et P. Rousseaux (2008) : «Les crédits aux sociétés non financières en France : évolutions récentes »,* Bulletin de la Banque de France*, n°174, juillet-août.*

les émetteurs sur des marchés toujours peu liquides et marqués par une forte volatilité des *spreads*[1] ont contribué à soutenir temporairement le dynamisme du crédit ». L'écart entre le rendement des obligations privées notées BBB et le taux moyen des crédits nouveaux au SNF est en effet passé de moins de 0,5 point en août 2007 à plus de 1,5 point en avril 2008.

Depuis avril 2008, un début de ralentissement du marché du crédit semble s'amorcer. Le flux net de nouveaux crédits aux SNF (cumulé sur trois mois corrigé des variations saisonnières) qui représentait 24 milliards d'euros en mars 2008 a progressivement diminué les mois suivants pour atteindre moins de 15 milliards d'euros en juin 2008. Le ralentissement du crédit devrait s'accentuer dans les mois à venir pour deux raisons : avec le durcissement de la crise financière, les tensions sur le marché interbancaire vont amplifier la raréfaction des ressources pour les banques, ce qui va se traduire par une plus grande sélectivité dans l'offre de crédit. Couplée à un environnement macroéconomique très dégradé et à une hausse du coût du financement pour les entreprises, la demande de crédits des SNF devrait diminuer au second semestre 2008 et en 2009. Cette pression au désendettement des entreprises aura pour contrepartie une contraction de l'investissement et une remontée des taux d'autofinancement, ces derniers s'étant très nettement dégradés depuis 2003 (graphique 16). Le taux d'autofinancement a en effet chuté de 32 points depuis le premier trimestre 2003, pour s'établir à 57,6 au premier trimestre 2008, soit un niveau que l'on n'avait pas atteint depuis 1985.

16. Taux de marge et d'autofinancement des SNF



Sources : INSEE, comptes nationaux annuels.

[1] *Ecarts entre les taux des dettes des entreprises et des meilleurs titres de la dette publique.*

Pourquoi le taux d'autofinancement a-t-il tant baissé depuis 2003 ?

Le taux d'autofinancement, calculé comme la part de l'investissement financée par les ressources internes de l'entreprise, a atteint un point haut en 1998. Depuis, ce dernier a baissé de façon tendancielle et cette baisse s'est accélérée à partir de 2003 en raison à la fois de la hausse du taux d'investissement et de la baisse simultanée du taux d'épargne des SNF. Tout d'abord, la baisse du taux d'épargne de 3,2 points de VA entre 2003 et 2007 ne s'explique pas par une baisse du taux de marge (graphique 16 et tableau 7). En effet durant cette période, celui-ci s'est même légèrement amélioré (0,2 point de VA). Les trois quarts de la baisse du taux d'épargne entre 2003 et 2007 s'expliquent par la hausse des revenus distribués, principalement les dividendes versées aux actionnaires, et par la hausse de l'impôt sur les bénéfices payé par les entreprises (tableau 7). La faiblesse du coût du capital durant cette période, en levant la contrainte d'une épargne élevée pour financer l'investissement, a permis aux entreprises de jouer sur le levier de l'endettement pour accroître la profitabilité de leur capital et pratiquer une politique généreuse de distribution de dividendes (hausse de 1,2 point de VA entre 2003 et 2007), ce qui a également permis d'accroître considérablement la valorisation boursière des entreprises. Deuxièmement, en raison de la hausse des profits, l'assiette fiscale des SNF a fortement accéléré, venant augmenter de 1,2 point de VA entre 2003 et 2007 la charge fiscale pesant sur les entreprises. En revanche, malgré une dette financière nette qui s'est accrue de 13 points de VA entre 2003 et 2007, les intérêts nets versés n'ont augmenté que de 0,5 point de VA grâce à des taux très bas sur toute la période.

La hausse de la FBCF de 2,7 points de VA entre 2003 et 2007 a également contribué à hauteur de 46 % à la chute du taux d'autofinancement.

En 2008 et 2009, le taux d'autofinancement devrait augmenter. Le resserrement du crédit va en effet freiner l'investissement et obliger les entreprises à accroître leurs ressources internes et donc à augmenter leur taux d'épargne. Pour accroître leur épargne sans modifier le taux de marge, les SNF peuvent compter sur deux composantes de leur revenu : premièrement, les dividendes versés en 2008 et 2009 devraient diminuer avec la baisse des profits des entreprises. De même, la réduction de l'assiette fiscale entraînerait un allègement de la charge fiscale pour les SNF.

7. Décomposition du taux d'autofinancement

En % de la VA des SNF	1998	2003	2007	Variation 2007-2003
Excédent brut d'exploitation	32,4	31,0	31,2	0,2
Intérêts nets versés (-)	3,4	2,6	3,1	0,5
Revenus nets distribués (-)	6,0	6,8	8,0	1,2
Impôt sur le revenu (-)	3,4	3,2	4,5	1,2
Autres (-)	2,1	2,5	3,0	0,5
Epargne brute	17,4	15,9	12,7	-3,2
Formation brute de capital fixe (FBCF)	17,7	18,2	20,9	2,7
Taux d'autofinancement (épargne / fbcf) (%)	98,6	87,4	60,7	-26,4

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Les entreprises sont-elles surendettées ?

Depuis 2003, les SNF ont recouru massivement au crédit, augmentant ainsi leur taux d'endettement brut (au sens de la comptabilité nationale) de 28 points entre 2003 et 2007, le portant ainsi à 198 % de la VA en 2006 (graphique 17). La dette financière nette (une fois déduit du passif les crédits et titres hors actions à l'actif du bilan), qui sert d'assiette de calcul aux intérêts nets versés par les entreprises, n'a augmenté que de 13 points de VA dans le même temps, atteignant 106 % de la VA des SNF en 2007. La faiblesse des taux d'intérêt a donc permis aux entreprises d'utiliser le levier de l'endettement pour servir des dividendes mais aussi pour accumuler des actifs, notamment financiers.

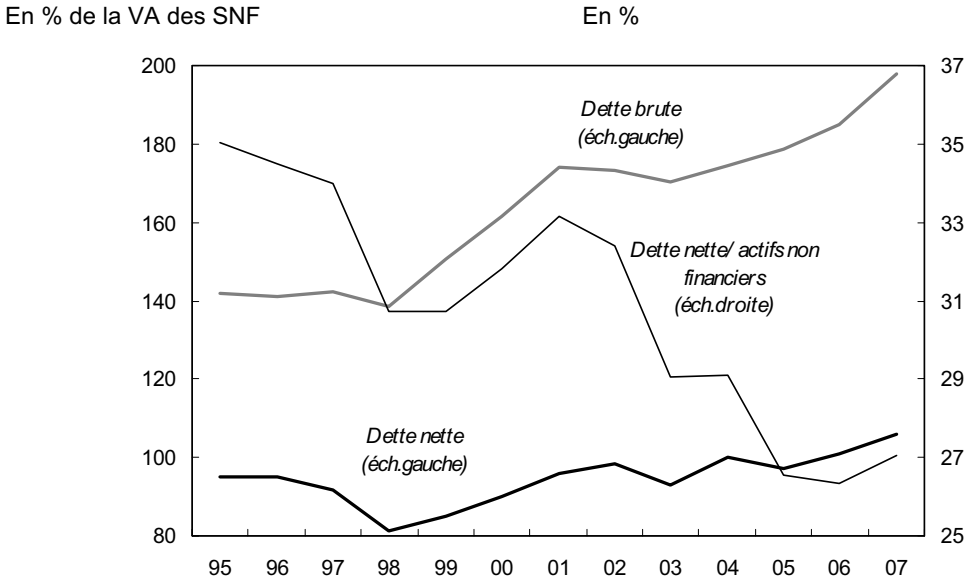
La situation patrimoniale des entreprises nous apporte un éclairage différent quant à la capacité des entreprises à traverser la crise. En effet, entre 2003 et 2007, en raison des fortes réévaluations des terrains (plus de 60 %) ainsi que des logements et bâtiments (plus de 20 %), les actifs fixes ont augmenté plus vite que la dette financière nette. La dette financière nette rapportée aux actifs non financiers est en effet passée de 29 % en 2003 à 27 % en 2007, soit un niveau bas au regard de ces 13 dernières années[1] (la moyenne étant à 31 %) (graphique 17). Cependant, la baisse de ce ratio durant cette période est en grande partie liée au fait que certains actifs non financiers ont connu une forte valorisation : l'augmentation de près de 50 % de la valeur des actifs non financiers entre 2003 et 2007 est imputable à plus de 70 % à la hausse des prix des terrains et de l'immobilier. En supposant que la seule valeur des terrains, logements et bâtiments avait augmenté entre 2003 et 2007 comme l'inflation, la dette financière nette rapportée aux actifs non financiers serait en 2007 de plus de 33 %, soit un niveau équivalent à celui de 2001 et supérieur à la moyenne de ces treize dernières années.

Jusqu'à présent, la bonne situation des entreprises reposait en grande partie sur la forte valorisation ces dernières années de certains actifs non financiers (terrains,

[1] *Nous ne disposons des comptes financiers des SNF que depuis 1995.*

bâtiments). Si le recours à l'endettement est d'autant plus facile lorsque les collatéraux s'apprécient rapidement, la chute de ces mêmes actifs peut révéler des situations d'endettement inquiétantes. Dans ces conditions, la seule façon d'assainir les bilans consiste à pratiquer une politique de désendettement visant à alléger le passif. Sans aucun doute, la première victime à court terme de ce rééquilibrage financier sera l'investissement.

17. Ratios d'endettement



Sources : INSEE, calcul OFCE.

Le marché du travail

Du côté du marché du travail, au premier semestre 2008, la situation s'est dégradée, après une très bonne année 2007. L'emploi a d'une part été touché par les restrictions budgétaires sur les contrats aidés non marchands, qui se sont traduites par la destruction de 45 500 emplois en l'espace d'un semestre. Et d'autre part, l'emploi marchand s'est infléchi au cours du semestre, en raison du retournement de la conjoncture : après le ralentissement des créations d'emplois au premier trimestre, le marché du travail s'est retourné extrêmement rapidement, avec la destruction de 34 700 emplois au deuxième trimestre. Sur l'ensemble de l'économie, l'ampleur des destructions d'emploi atteint 18 000 emplois sur le semestre (contre 127 400 créations au second semestre 2007), avec un profil trimestriel très marqué (+31 900 au T1 et -50 000 au T2).

En conséquence, le taux de chômage en métropole, en baisse en début d'année, s'est stabilisé au deuxième trimestre à 7,2 %, contre 7,5 % fin 2007.

Le profil des créations d'emplois et du chômage met en évidence deux phénomènes :

1- L'économie française est aujourd'hui plus flexible que par le passé. En effet, alors que les modélisations usuelles indiquent un ajustement progressif de l'emploi à la conjoncture, les destructions d'emploi marchand ont eu lieu cette fois-ci quasi-instantanément.

2- Au premier semestre, l'emploi et le chômage ont baissé simultanément, ce qui impliquerait une baisse de la population active. Comment expliquer cette baisse de la population active observée alors que les projections de population active de l'INSEE prévoient une hausse de la population active en 2008 ?

Un ajustement plus rapide de l'emploi marchand

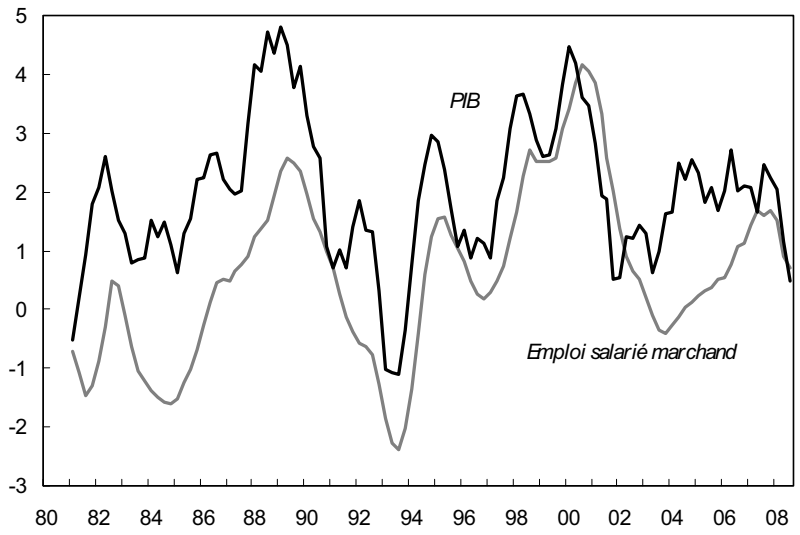
À la différence des phases de ralentissement précédentes, l'ajustement de l'emploi au retournement conjoncturel du deuxième trimestre a été important et quasi-instantané. À très court terme, les entreprises préfèrent en effet attendre la confirmation du ralentissement de l'activité avant de procéder à des réductions d'effectifs, et elles choisissent généralement d'ajuster les volumes horaires à l'évolution de la demande, via les heures supplémentaires notamment. L'ajustement du cycle de productivité à un choc de valeur ajoutée nécessite donc un délai de deux trimestres[1], comme l'illustre le graphique 18.

Dans le cas présent, l'ajustement opéré habituellement via les heures supplémentaires n'a pas eu lieu. Les chiffres de recours aux heures supplémentaires fournis par l'ACOSS montrent en effet que le volume d'heures supplémentaires s'est maintenu, et que l'ajustement des entreprises a été directement effectué sur l'emploi.

[1] Pour l'évaluation du délai moyen d'ajustement de l'emploi à un choc de valeur ajoutée, voir Cueva, Heyer et Taddéï (1998) : « Fondements microéconomiques de la durée du travail et politiques de réduction », *Revue de l'OFCE,* n°64.

18- Croissances de l'emploi salarié marchand et du PIB

En %, t/t-4



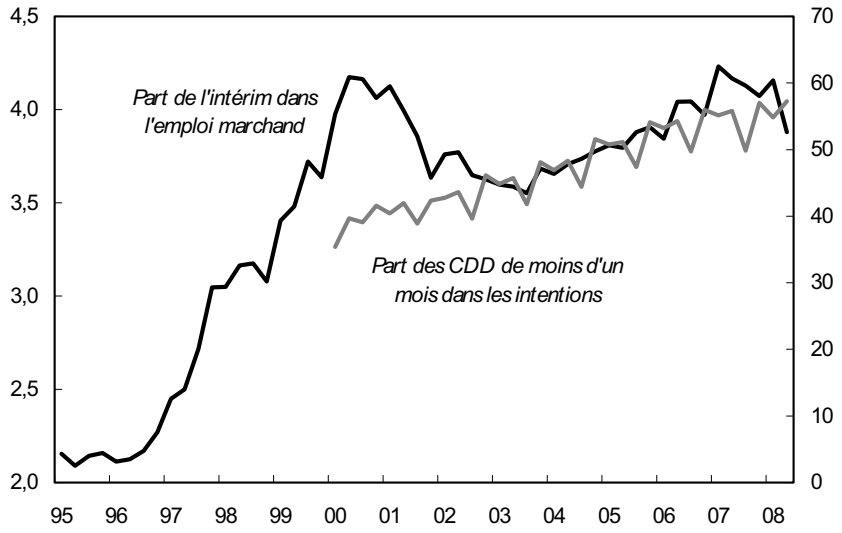
Source : Ministère du Travail, Comptes nationaux trimestriels.

Deux phénomènes permettent d'expliquer cette réactivité : la flexibilisation du marché du travail liée à l'expansion des contrats d'intérim et aux contrats de très courte durée d'une part, et d'autre part une bonne anticipation du retournement conjoncturel de la part des entreprises.

Première explication : la flexibilisation du marché du travail. Depuis la fin des années 1990, la part des emplois de courte durée a énormément augmenté. Le nombre d'intérimaires a plus que doublé en l'espace de 5 ans, et ils représentent aujourd'hui plus de 4 % de l'emploi total du secteur principalement marchand (contre 2 % en 1995, cf. graphique 19). De même, l'évolution des intentions d'embauches publiées par l'ACOSS montre que la part des CDD de moins d'un mois dans le total des intentions d'embauche est passée de 35 à 57 % entre 2000 et 2008, tandis que celle des CDI chutait de moitié. Cette flexibilisation du marché du travail a donc sans doute augmenté la réactivité de l'emploi à la conjoncture, en témoignent les chiffres détaillés de l'emploi : au T2, la baisse de l'emploi marchand est principalement due à de fortes destructions d'emplois intérimaires (-48 500, contre +12 100 au T1), alors que les autres emplois marchands ont continué leur progression (+ 29 400 emplois au T2, contre +49 000 au T1).

19 - Part de l'intérim dans l'emploi marchand et part des CDD de moins d'un mois dans le total des intentions d'embauche

En %



Source : Ministère du Travail, ACOSS.

Seconde explication : les employeurs ont vraisemblablement mieux anticipé le retournement conjoncturel qu'ils ne l'avaient fait par le passé, et ont ajusté l'emploi en conséquence, plus rapidement qu'ils ne le font habituellement. Le graphique 26 montre bien la forte coïncidence de la croissance du PIB et des perspectives d'emploi prévu par les employeurs lors des enquêtes de conjoncture dans l'industrie en 2008, contrairement à ce qu'on observait lors des cycles précédents.

L'anticipation du retournement conjoncturel conjuguée à un marché du travail plus flexible a donc conduit à un ajustement de l'emploi plus rapide qu'à l'accoutumée, ce qui permet d'affirmer qu'une part importante des destructions d'emploi liées à la chute du PIB au T2 ont déjà eu lieu. La reprise de la productivité marchande devrait donc être plus mesurée fin 2008 que ce que nous indiquerait une équation reproduisant les cycles de productivité antérieurs.

E.1. Scénario central

Les principales caractéristiques du compte des entreprises et de l'évolution de l'investissement sont reprises dans le tableau ci-dessous :

8 - Principales caractéristiques du compte des entreprises

En volume, en %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Taux d'investissement	19,4	19,7	19,9	20,4	20,9	21,3	21,7	17,4	18,5	20,9
Investissement	7,2	2,3	2,3	5,8	5,3	4,9	4,9	1,6	3,3	5,2
Taux d'autofinancement	60,6	58,5	66,3	66,0	65,5	65,4	64,8	85,9	74,1	65,6
Taux de marge	38,1	37,7	38,1	38,1	38,4	38,7	39,0	38,9	37,9	38,5

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans le scénario central, une croissance de l'activité de 2,5 % annuelle nécessite également un soutien de la part des entreprises. La croissance de l'investissement devrait être soutenue notamment au cours des deux premières années (2010-2011). Cela se traduit par une hausse sensible du taux d'investissement (0,5 point chaque année), qui atteindrait 21,7 % de la valeur ajoutée en 2013, niveau encore jamais atteint.

9 – Emploi et Chômage

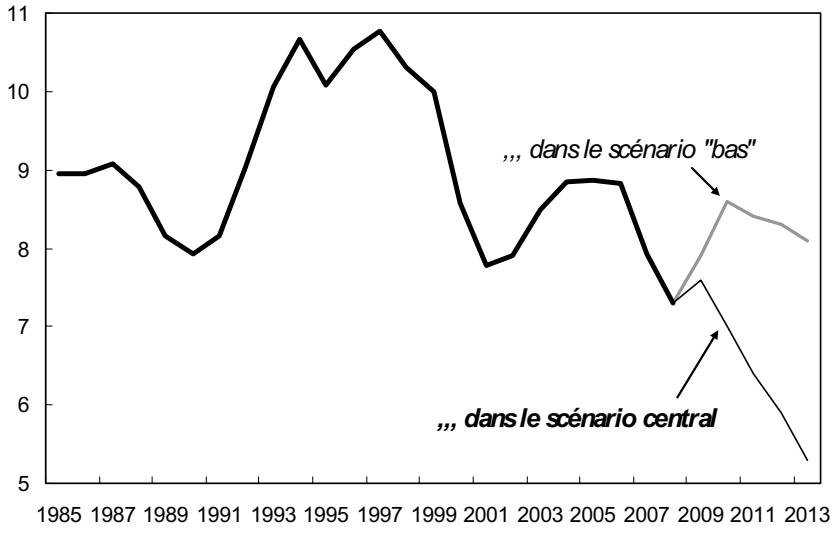
Variations	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Emploi total (milliers)	342	141	8	194	183	182	164	101	215	181
Emploi salarié (en %)	1,6	0,8	0,0	1,3	1,1	0,9	0,7	0,6	1,1	1,0
Population active (en %)	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1
Taux de chômage (BIT)	7,9	7,3	7,6	7,0	6,4	5,9	5,3	9,6	8,4	6,4

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Retenant 1,8 % comme hypothèse de progression annuelle de la productivité du travail et une progression de la population active de 0,1% par an, la croissance permettrait de créer suffisamment d'emplois (181 000 en moyenne annuelle) pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail et donc faire baisser le taux de chômage. Ce dernier s'établirait à 5,3 % en 2013.

20. Taux de chômage au sens du BIT …

En % de la population active



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

B.2. Scénario « bas »

Contrairement au comportement sous jacent dans le scénario central, il nous semble que la faiblesse des perspectives de croissance, conjuguée à l'assèchement progressif des sources de financement, notamment celle du crédit bancaire, conduirait les entreprises à poursuivre la réduction de leurs capacités de production au second semestre 2008 et en 2009. En lien avec la fin du cycle de l'endettement qui a largement alimenté l'investissement et « boosté » la rentabilité du capital des entreprises ces dernières années, la FBCF des sociétés non financière (SNF)

devrait donc connaître un coup d'arrêt pour les trimestres à venir. Grâce à un acquis de croissance de 3,2 % au premier trimestre 2008, le taux de croissance de la FBCF resterait positif en 2008 (2,3 %). En 2009, l'investissement des entreprises devrait décroître de 2,2 %. Sous les effets négatifs de la déprime de la demande et des tensions sur le financement des entreprises, l'ajustement sur l'investissement serait donc brutal. Contraintes sur leur possibilité de recours au crédit bancaire ainsi que sur les débouchés de leur production, les entreprises devraient se désendetter, mettant ainsi fin à une ère de prospérité, la forte profitabilité des capitaux ayant été, par le passé, largement tirée par le levier de l'endettement. La baisse des profits pourrait permettre au price earning ratio (PER) (10,5 en moyenne en septembre 2008) de converger vers sa valeur d'équilibre (environ 15) sans pour autant accroître la valorisation des cours boursiers. Avec pour contrepartie au désendettement une réduction de l'investissement, le taux d'autofinancement des entreprises se redresserait de 13 points par rapport à 2008 pour atteindre près de 72 % en 2013, soit un niveau proche de celui de la mi-2005.

A l'instar des ménages, nous avons supposé une stabilisation du taux d'investissement à un niveau légèrement supérieur à 19 % de la VA, soit 2,6 points inférieur à celui retenu dans le compte central.

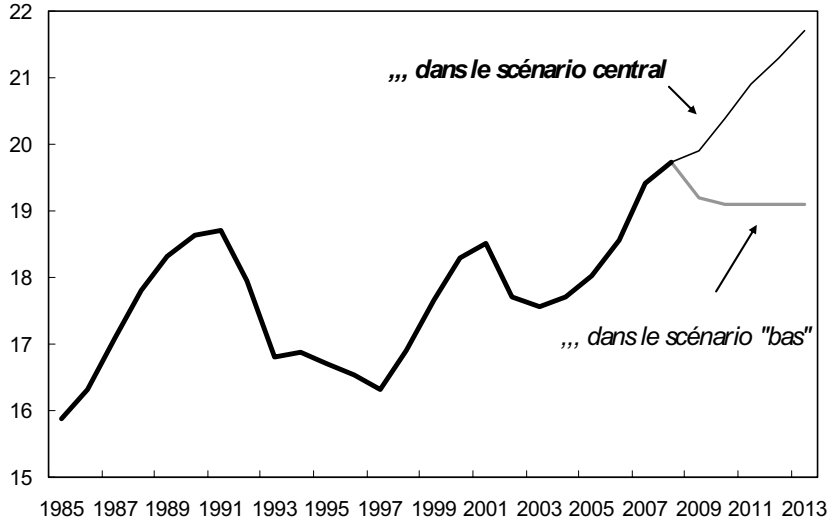
8bis - Principales caractéristiques du compte des entreprises

En volume, en %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Taux d'investissement	19,4	19,7	19,2	19,1	19,1	19,1	19,1	17,4	18,4	19,1
Investissement	7,2	2,3	-2,2	-0,1	2,5	2,0	1,7	1,6	2,9	1,5
Taux d'autofinancement	60,6	58,5	64,2	68,3	69,4	70,6	71,8	85,9	73,9	68,9
Taux de marge	38,1	37,7	37,7	37,8	37,9	38,0	38,0	38,9	37,9	37,9

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

21. Taux d'investissement des entreprises …

En % de la VA

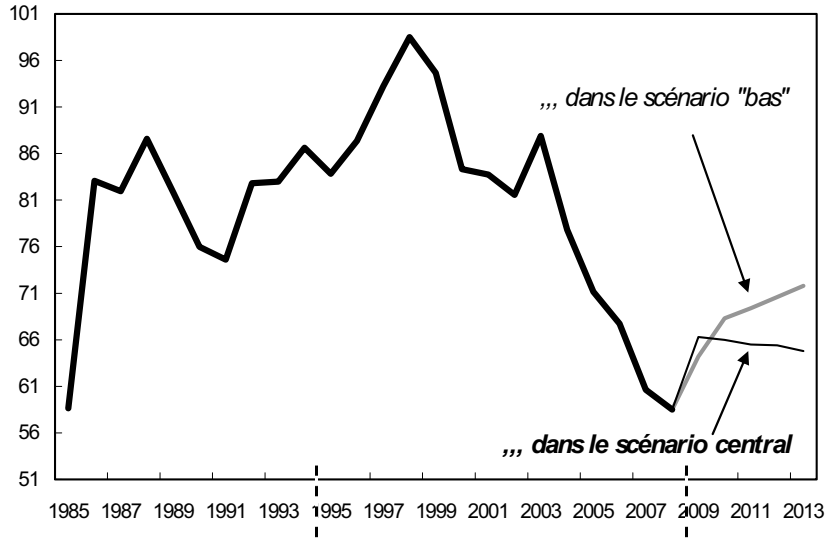


Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Cela permettrait aux entreprises de rétablir quelque peu leur taux d'autofinancement qui s'est fortement dégradé depuis 2000.

22. Taux d'autofinancement des entreprises …

En % de la FBCF



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

L'écart de croissance n'étant pas identique à celui de la productivité – qui se stabilise à 1,7 %, les créations d'emplois seraient bien inférieures que dans le compte central. Le taux de chômage finirait également à 8,1 % en 2013.

9bis – Emploi et Chômage

Variations	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Emploi total (milliers)	342	141	-87	-169	84	68	68	101	206	13
Emploi salarié marchand (en %)	1,6	0,8	-0,8	-1,0	0,5	0,1	0,1	0,6	1,0	-0,1
Population active (en %)	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1
Taux de chômage (BIT)	7,9	7,3	7,9	8,6	8,4	8,3	8,1	9,6	8,4	8,3

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

C. Les prix

L'inflation a effectué un retour remarqué depuis un an, passant de 1,2 % en août 2007 à 3,6 % en juillet 2008, niveau inégalé depuis le début des années 1990. Au-delà d'un effet technique lié au mode de calcul des évolutions d'une année sur l'autre qui amplifie le phénomène[1], la résurgence de l'inflation tient à la flambée du prix des matières premières énergétiques et alimentaires (graphique 23).

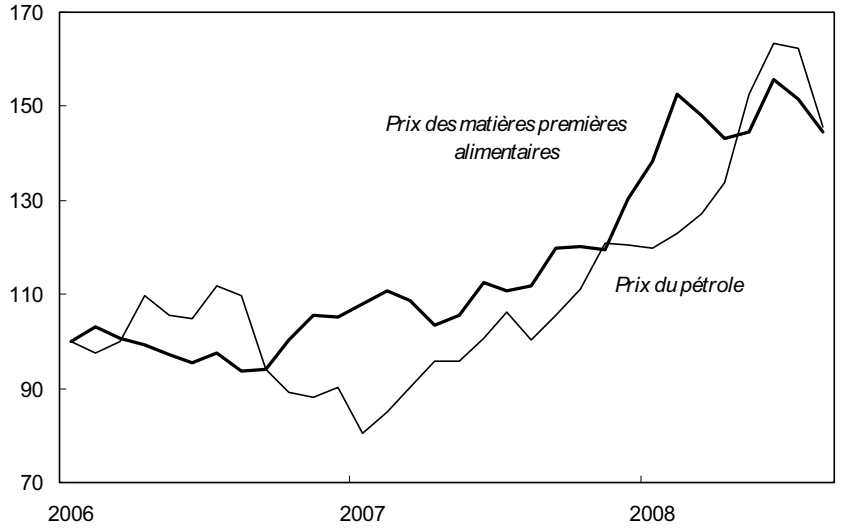
À la reprise du prix du pétrole en janvier 2007, s'est en effet ajouté un choc sur les produits alimentaires. À l'été 2008, la hausse du pétrole sur un an culminait à plus de 60 %, celle des matières premières alimentaires à près de 40 %. L'effet direct de cette poussée des prix sur les marchés internationaux a été un renchérissement des prix de vente au détail en France.

[1] Voir sur ce point « Une base de comparaison des évolutions annuelles défavorable », Perspectives 2008-2009 pour l'économie française, Revue de l'OFCE, n° 105, pp. 130-131. Selon nos calculs, l'effet de base induit par le calcul des évolutions de prix en glissement annuel est à l'origine d'un supplément d'inflation d'environ 0,5 point dans la première moitié de 2008. Il répercute en accélération le ralentissement des prix un an plus tôt sous l'effet de la baisse – temporaire – du prix du pétrole initiée dans la seconde moitié de 2006.

L'indice des prix énergétiques à la consommation s'est ainsi élevé de plus de 18 % sur un an à l'été 2007, celui des prix alimentaires de plus de 6 % sur la même période. Compte tenu du poids de ces deux composantes dans l'indice d'ensemble, 7,9 % pour l'énergie et 16,4 % pour les produits alimentaires, leur contribution à l'inflation atteinte à la mi-2008 – 3,6 % en juillet – s'élève respectivement à 1,5 et 1 point, soit au total 2,5 points.

23. Prix du pétrole et des matières premières alimentaires en euros

Janvier 2006 = 100



Source : Thomson Financial.

Les autres composantes de l'indice des prix ont, sur la même période, enregistré des évolutions qui dénotent l'absence de tensions inflationnistes majeures au sein de l'économie française. Elles n'ont réagi qu'aux effets dits de « premier tour », c'est-à-dire la répercussion de la hausse des coûts intermédiaires en énergie dans les prix de vente. Les produits manufacturés du secteur privé n'ont pas accéléré, maintenant une évolution à peine positive. Au sein des services, seul l'indice du prix des transports a nettement accéléré, sous l'effet de la hausse du prix du pétrole. Cette accélération a toutefois été compensée par un ralentissement de la hausse des loyers et du prix des services de santé. Ces mouvements contraires n'ont donc pas infirmé la régularité de la trajectoire de l'indice du prix des services, au rythme moyen de 2,5 % l'an, qui s'est instauré depuis 5 ans.

Le choc inflationniste lié aux matières premières n'a pas dégénéré en inflation de « second tour » où la poussée initiale des prix favorise des revendications salariales qui en retour alimentent l'inflation. En accélérant de moins de 0,5 point en deux ans, l'indice des prix hors énergie et alimentation est resté sage, ne répercutant même qu'une partie de la hausse des coûts intermédiaires jusqu'à l'utilisateur final. Les branches productives les plus proches de la consommation finale ont en effet concédé des réductions de leurs marges dans un contexte de renchérissement des coûts de production (graphique 13). Les marges dans les branches industrielles situées en aval du système productif ont retrouvé des niveaux voisins de ceux enregistrés après le deuxième choc pétrolier, et même nettement inférieurs dans l'automobile. Bien que dans une moindre mesure, l'érosion des marges dans les services aux particuliers témoigne aussi de la difficulté qu'éprouvent les entreprises

de ces secteurs à répercuter les hausses de coûts sur les prix à la production[1]. Greffée sur une tendance générale négative depuis le début de la décennie 2000 qui trouve son origine dans l'internationalisation accrue de la concurrence, la baisse des marges s'est accélérée ces deux dernières années avec les chocs de matières premières auxquels les entreprises ont dû faire face.

Ce constat modèle les perspectives d'inflation à l'horizon de la prévision dans les services et les produits manufacturés : après les pertes subies, on tablera sur la nécessité pour les entreprises de redresser leurs marges par une accélération de leurs prix de production qui se transmettra aux prix à la consommation. On se gardera de voir dans un tel processus l'enclenchement d'un mécanisme type « effets de second tour » des chocs de matières premières, la marge de manœuvre des entreprises restant limitée par la concurrence des pays émergents et celle des salariés par la précarisation du marché du travail et l'arrêt de la baisse du chômage. Les tensions issues du conflit de répartition resteront modérées et vraisemblablement bien moins virulentes que lors des chocs pétroliers de 1974 ou 1979 où la maîtrise des marges par celle des coûts salariaux était mission quasi impossible.

L'assagissement des prix des matières premières, au premier rang desquelles le pétrole, facilitera la restauration des marges des entreprises sans emballement des prix. Elle aura aussi un effet direct sur l'indice des prix à la consommation. Sous l'hypothèse que les prix des matières premières alimentaires retrouvent un rythme de progression plus conforme à leur trajectoire de long terme, après leur accélération de ces derniers trimestres, et que le prix du pétrole se stabilise au alentours de 100 dollars le baril, le pic d'inflation aura été atteint au deuxième et au troisième trimestres 2008 au-dessus de 3,0 %. Le retournement devrait se produire à partir du quatrième trimestre 2008, avec un recul de l'inflation à 2,4 %, puis une décrue jusque vers 2 % à l'horizon 2009, aidée en cela par un effet de base de calcul des évolutions annuelles plus favorable à partir de la fin 2008.

C.1. Scénario central et scénario « bas »

Les progressions du salaire horaire réel et de la productivité par tête se suivraient, atteignant progressivement leur croissance de moyen terme de 1,8 % par an dans le compte central et 1,7 dans le scénario « bas ».

10 – Prix et salaire

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Prix à la consommation	1,4	2,6	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,7	1,8
Salaire horaire réel	1,7	0,9	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	1,5	2,0	1,8
Productivité par tête	0,8	0,5	0,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,4	0,9	1,8

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

[1] Ce constat sectoriel tranche avec la meilleure tenue du taux de marge à l'échelon agrégé, ce qui montre que les branches de production situées en amont parviennent à mieux répercuter les hausses de coûts intermédiaires que les secteurs situés en aval.

11 – Prix et salaire

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Prix à la consommation	1,4	2,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7
Salaire horaire réel	1,7	0,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	2,0	1,7
Productivité par tête	0,8	0,5	0,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,4	0,9	1,7

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans le scénario central, l'inflation resterait au-dessous de la cible de la BCE alors que le taux de chômage termine à 5,3 % de la population active. Ce résultat, dans notre analyse modélisée, suppose une baisse du taux de chômage d'équilibre. Ce concept, issu de la théorie du « chômage naturel » de Milton Friedman (1968), a connu des appellations diverses : NAIRU, NAWRU, chômage de long terme ou chômage structurel. Elle repose sur l'idée selon laquelle au-dessous de ce niveau « naturel », toute baisse du chômage observé a, dans un premier temps, pour contrepartie une accélération de l'inflation ; puis dans un deuxième temps, du fait de la spirale prix-salaires qui découle de cette inflation, le taux de chômage revient à son niveau structurel initial. Au total, la baisse du chômage, n'aura donc été que transitoire, tandis que ses conséquences inflationnistes seraient définitives. Selon cette théorie, les politiques actives de la demande d'inspiration keynésienne sont inadéquates pour combattre le chômage d'équilibre ; seules des réformes structurelles permettraient de diminuer ce niveau « naturel ».

Cette analyse a fait l'objet d'abondantes controverses quant à ses soubassements théoriques mais également sur sa validité empirique. Par ailleurs, certains éléments théoriques permettent d'entrevoir une baisse de ce chômage non inflationniste. Les théories de l'hystérèse montrent comment ce chômage a augmenté avec le taux de chômage observé, du fait de son impact sur le capital humain. A l'inverse, une baisse du taux de chômage devrait amener une baisse du taux de chômage d'équilibre. Avec l'expérience d'une longue période d'absence d'inflation et le renforcement de la crédibilité de la banque centrale européenne, les anticipations sur les prix se modifient, permettant une baisse du chômage d'équilibre. Les baisses de taux d'intérêt passées permettent une augmentation progressive du taux d'investissement, ce qui limite les tensions potentielles sur l'appareil productif. Le NAIRU peut baisser graduellement en réaction aux politiques structurelles sur le marché du travail (réforme de l'indemnisation du chômage en 1993, abaissement de charges patronales, prime à l'emploi, PARE,...). Les politiques structurelles sur le marché des biens (politique de concurrence, dérégulation) et sur les marchés financiers (dérégulation) peuvent aussi diminuer le NAIRU.

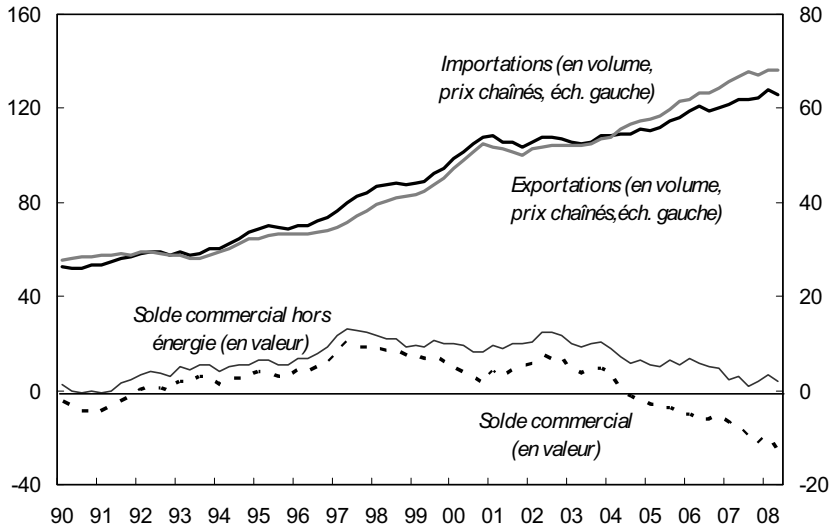
En l'absence de baisse du taux de chômage d'équilibre et dans l'hypothèse où il n'y a pas de réponse de la banque centrale qui viserait à ralentir fortement l'évolution des prix, l'inflation augmenterait, entraînant une perte de compétitivité et amputerait alors la croissance. A terme, le taux de chômage reviendrait alors à son niveau d'équilibre, proche du scénario central.

D. Les échanges extérieurs

Les résultats du commerce extérieur français pour le deuxième trimestre se sont à nouveau avérés décevants avec un déficit record, pour les échanges en valeur, de 13,5 milliards d'euros (graphique 33), soit 2,8 % du PIB, chiffre qui n'avait pas été observé depuis le quatrième trimestre 1982. Sur les six premiers mois de l'année, le déficit cumulé pour l'ensemble des biens et services s'élève à 23 milliards, en augmentation par rapport au dernier semestre de l'année 2007 (21,5 milliards). Hors énergie, l'excédent se réduit à 1,8 milliard d'euros au deuxième trimestre, contre 3,4 milliards au premier trimestre. La dégradation du solde global ne résulte donc pas seulement de l'augmentation des prix de l'énergie mais illustre également l'insuffisance de la croissance des exportations en volume par rapport à celle des importations. Les exportations ont bien enregistré un rebond au premier trimestre 2008, avec une croissance en volume de 2,6 %, mais il a été en partie effacé dès le trimestre suivant avec un recul de 1,7 %. Du côté des importations, le deuxième trimestre est également marqué par une baisse (-0,3 % de croissance trimestrielle), reflétant notamment le recul de la demande intérieure. L'évolution du commerce a de fait nettement contribué (-0,4 point) à la mauvaise performance de l'économie française au deuxième trimestre.

24- Commerce extérieur français

En milliards d'euros



Source : INSEE, Comptes trimestriels

Le recul conjoint de l'euro et du pétrole, observé depuis l'été 2008, pourrait enfin annoncer la fin de la dégradation de l'environnement extérieur. De fait, nous anticipons une légère dépréciation de l'euro qui se stabiliserait ensuite à 1,45 dollar jusqu'en 2013. Pour le pétrole, l'effet conjoint de la baisse de l'euro et de celle du pétrole permettrait de stabiliser les prix. Ces éléments s'ajouteraient à la fin progressive des conséquences de la politique désinflationniste allemande et amélioraient légèrement la compétitivité des entreprises françaises à l'exportation. Dans ce contexte, la France continuerait à perdre des parts de marché à l'exportation, mais à un degré moindre que celui observé les dernières années. La contribution du commerce à la croissance serait néanmoins toujours négative en 2009 : de -0,2 point contre -0,8 point en 2007.

D.1. Scénario central

En l'absence de décalage conjoncturel et en supposant une stabilisation de la compétitivité-prix française, la contribution du commerce extérieur serait nulle dans nos deux scénarios sur l'horizon de l'analyse.

12 - Principales caractéristiques de l'évolution des échanges extérieurs

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Importations (volume)	6,2	2,2	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2	4,5	5,1	2,3
Exportations (volume)	3,1	2,0	2,2	2,6	2,5	2,3	2,4	5,8	3,5	2,5
Demande étrangère	6,5	6,0	4,9	6,0	6,1	6,1	6,1	6,0	6,3	6,1
Contribution extérieure	-1,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

12bis - Principales caractéristiques de l'évolution des échanges extérieurs

En %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	89-99	99-09	09-13
Importations (volume)	6,2	2,2	1,5	1,5	1,9	1,9	1,8	4,5	5,0	1,8
Exportations (volume)	3,1	2,0	1,7	1,7	2,1	2,0	2,0	5,8	3,5	2,0
Demande étrangère	6,5	6,0	4,9	6,0	6,1	6,1	6,1	6,0	6,3	6,1
Contribution extérieure	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	0,0

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

IV. Tendances des finances publiques

Conformément à la programmation pluriannuelle des finances publiques 2010-2012 fournie par le gouvernement au moment de la présentation du PLF 2009, le rythme de croissance des dépenses publiques connaîtrait un infléchissement durable de 2009 à 2013. Ces dernières augmenteraient en moyenne de 1,2 % en volume sur la période 2009-2013 engendrant une diminution de 2,6 points de la part des dépenses publiques dans le PIB en l'espace de 5 ans (tableau 13). A titre de comparaison, le rythme moyen de la dépense publique en volume était de 2,4 % sur les vingt dernières années, de 2,0 % sur les dix dernières et de 1,9 % sur les cinq dernières. Avec des taux de prélèvements obligatoires (PO) constants (43,2 % du PIB), l'évolution des dépenses publiques permet une amélioration du solde structurel d'un demi-point de PIB par an de 2009 à 2013. Avec une croissance de l'activité soutenue à partir de 2010 (2,5 % en moyenne), le déficit public baisserait régulièrement à moyen terme pour atteindre l'équilibre en 2013. Après avoir atteint un pic en 2009 (66 % du PIB), la dette publique baisserait de 7 points de PIB en 4 ans pour atteindre 59,1 % du PIB en 2013.

Dans le scénario bas, la croissance du PIB est moins favorable (1,5 % en moyenne de 2009 à 2013 contre 2,2 % dans le scénario du gouvernement) et l'impulsion budgétaire est pratiquement neutre[1] en 2009 et 2010 en raison d'une croissance des dépenses publiques plus dynamique. Dans ce scénario, la part des dépenses publiques dans le PIB ne diminue que de 0,8 point sur la période 2009-2013 et l'impulsion budgétaire moyenne n'est que de -0,35 point de PIB par an. Dans ce scénario, le déficit public atteindrait un point haut en 2010 à 4 % du PIB et diminuerait progressivement à 2,5 % en 2013. La dette publique dépasserait 70 % du PIB dès 2011 et atteindrait 70,7 % du PIB en 2013.

---

[1] *Selon nos estimations, la croissance potentielle moyenne serait de 1,8 % sur la période 2008-2013. Or, le gouvernement retient une croissance potentielle de 2,2 % pour ses calculs d'impulsion budgétaire. Dans un souci de comparaison, nous retiendrons l'hypothèse du gouvernement pour nos calculs d'impulsion budgétaire.*

13. Principaux agrégats des finances publiques 2010-2013

	En points de PIB	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Scénario central	Capacité de financement des APU	-2,7	-2.7	-2,0	-1,2	-0,5	0,1
	Taux de prélèvement obligatoire	43.2	43.2	43,2	43,2	43,2	43,2
	Dépenses publiques (DP)	52,5	52,7	52,0	51,3	50,6	49,9
	Taux de croissance DP* (en %, en volume)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1
	Dette publique	65,3	66,0	65,3	63,9	61,8	59,1
Scénario bas	Capacité de financement des APU	-2,7	-3.5	-4.0	-3.5	-3.0	-2.5
	Taux de prélèvement obligatoire	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
	Dépenses publiques (DP)	52,5	53,2	53,7	53,3	52,9	52,5
	Taux de croissance DP* (en %, en volume)	1,3	1,8	1,8	1,2	1,2	1,2
	Dette publique	65,3	67,2	69,4	70,4	70,8	70,7

** déflatées par le prix du PIB*

Source : Rapport économique, social et financier 2009,

V.I. Les prélèvements obligatoires de 2008 à 2013

Après avoir diminué de 0,1 point de PIB entre 2007 et 2008, les prélèvements obligatoires devraient se stabiliser de 2009 à 2013 (tableau 14). Les différentes mesures votées représentent un allègement de prélèvements d'environ 6,5 milliards d'euros en 2008 qui profitera essentiellement aux ménages (4 milliards). Avec une élasticité des recettes fiscales des APU au PIB supérieure à l'unité, le taux de PO devrait baisser de seulement 0,1 point de PIB en 2008. Les mesures liées au paquet fiscal représentent une diminution des PO de 6 milliards d'euros en 2008, dont 3 milliards liés aux allègements de charges et la défiscalisation des heures supplémentaires. Les autres grandes mesures sont celles concernant la réforme des droits de successions et donations (1,6 milliard) et celles relatives à l'ISF et au bouclier fiscal (1,2 milliard). Enfin, les mesures décidées dans la PLFSS 2008 visant à trouver de nouvelles sources de financement pour la Sécurité sociale vont représenter une hausse des prélèvements obligatoires de 3 milliards d'euros, les principales mesures concernant la mise en place d'un prélèvement à la source sur les contributions sociales et fiscales sur les dividendes pour 1,9 milliard d'euros et la création d'une taxe et d'une cotisation employeur de 2,5 % sur les stocks options pour 400 millions d'euros. Enfin, le dégrèvement de la taxe professionnelle représente pour les entreprises une baisse des PO de 2 milliards.

En 2009, les mesures fiscales devraient conduire à une relative stabilité des prélèvements (hausse de 0,2 milliard d'euros). Les ménages verraient leur fiscalité diminuer de 2 milliards d'euros en raison de la montée en charge du paquet fiscal (1,8 milliard d'euros) et du contrecoup des mesures de prélèvements fiscaux et sociaux sur les dividendes décidées en 2008 (2,1 milliards). En revanche, la création d'une taxe sur les revenus du patrimoine pour financer le RSA et la réduction des avantages fiscaux sur les biocarburants augmentent les PO des ménages de 1,9 milliard. Enfin, il est prévu que la hausse des cotisations retraite soit compensée par une baisse des cotisations chômage, ce qui n'aurait pas d'impact sur les PO. Cependant, avec le retournement du marché du travail, la dégradation probable des comptes de l'Unedic pourrait remettre en cause la diminution des cotisations chômage. Pour les entreprises, les mesures fiscales entraîneraient une hausse de PO de près de 1,3 milliard d'euros, en raison notamment des mesures prises dans le cadre du PLFSS 2009 pour redresser les comptes de l'assurance maladie : augmentation de la contribution des complémentaires santé pour 1 milliard d'euros et instauration d'une cotisation patronale de 2 % sur l'épargne salariale (400 millions). Afin de financer la suppression de la publicité sur les chaînes de télévision du service public, le gouvernement prévoit également de créer une taxe sur le chiffre d'affaires des opérateurs de téléphonie mobile et fournisseurs d'accès Internet qui rapporterait 460 millions. En revanche, les mesures prises dans le cadre de la loi de finances 2008 vont réduire les PO des entreprises de 900 millions d'euros en 2009, dont 600 millions en raison de la modification du crédit impôt recherche et 340 millions avec la suppression progressive de l'impôt forfaitaire annuel.

La programmation pluriannuelle des finances publiques repose sur l'hypothèse prudente d'une stabilité des PO de 2010 à 2012. Dans nos 2 scénarios, nous avons donc retenu une stabilisation des taux de PO à 43,2 % sur la période 2010-2013. Cependant, les mesures déjà décidées représentent un allègement net de la fiscalité de 4,3 milliards d'euros de 2010 à 2012 (2,4 milliards en 2010, 0,9 en 2011 et 1 en 2012). Les mesures de baisse de PO (5,8 milliards) sont liées à la montée en charge de la loi TEPA (2,4 milliards), au crédit d'impôt en faveur de l'intéressement (1,2 milliard), à la hausse du crédit d'impôt recherche (1 milliard) et à la suppression de l'imposition forfaitaire annuelle (0,9 milliard). En revanche, certaines mesures déjà décidées augmenteront les PO de 1,5 milliard d'euros dont plus de la moitié sont liés à la fiscalité environnementale (0,8 milliard).

14. Scénario central et bas : Evolution des recettes des administrations publiques

% de croissance annuelle en volume	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
TVA	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,5	7,3	7,2
Autres impôts sur les produits	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,4	4,2	3,9
Impôts sur la production	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	3,8	4,2	4,2
Impôt sur le revenu des ménages (dont CSG)	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	5,1	7,9	7,4
Impôt sur les sociétés	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,0	2,6	2,9
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Cotisations employeurs	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,5	11,1	11,0
Cotisations salariées et non salariées	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	7,0	5,1	5,1
Impôts en capital	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5
Prélèvements obligatoires	43,3	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	42,7	43,7	43,2

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2009, prévisions OFCE,

V.II. Les dépenses publiques de 2008 à 2013

L'hypothèse d'une croissance des dépenses publiques de 1,2 % par an en moyenne en volume de 2008 à 2013 suppose un ajustement fort, compte tenu de l'évolution rapide des dépenses liées au vieillissement de la population (retraites et santé principalement). Le ralentissement des dépenses publiques serait tiré par l'ensemble des sous-secteurs de l'administration publique (tableau 15).

En 2008 et 2009, afin d'éviter une dérive des déficits publics, le gouvernement prévoit que le ralentissement conjoncturel sera compensé par l'effort structurel du côté de la dépense publique. Dans le PLF 2009, le gouvernement table sur une hausse de la dépense publique en euros constants de 1,3 % en 2008 et de 1,2 % en 2009, contribuant ainsi à réduire le déficit structurel de 1 point de PIB en 2 ans. Pour atteindre cet objectif en 2008, le gouvernement prévoit une stabilisation en euros constants des dépenses de l'Etat malgré l'augmentation de 4 milliards d'euros des intérêts versés sur les obligations assimilables au Trésor indexées sur l'inflation. Cependant, avec un PLF 2008 construit sur un objectif d'inflation de 1,6 %, soit 1,3 point de moins que l'inflation réalisée en 2008, les dépenses votées hors charge de la dette diminueraient en euros constants. La croissance des prestations sociales, qui représentent 44 % de la dépense publique, ralentirait en 2008 (3,7 % en valeur) (tableau 16) malgré la croissance toujours soutenue des prestations « vieillesse » (supérieure à 5 % de 2007 à 2009). La principale raison à ce ralentissement serait le moindre dynamisme de l'ONDAM en 2008 (3,3 % en valeur après 4,2 % en 2007) grâce notamment à l'instauration des franchises médicales sur les médicaments, les actes paramédicaux et les transports sanitaires. De plus, les prestations familiales ne progresseraient que de 2,1 % en 2008 contre 2,9 % en 2007 avec l'arrivée à maturité de la prestation d'accueil du jeune enfant (PAJE). En 2009, pour contrôler la croissance de la dépense publique, le gouvernement prévoit une légère diminution en euros constants des dépenses de l'Etat (-0,3 %) malgré une croissance encore dynamique de la charge de la dette. Cela nécessite donc un ajustement très fort sur les dépenses de fonctionnement, d'intervention et d'investissement. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement compte sur la mise en œuvre des préconisations issues de la révision générale des politiques publiques (RGPP), notamment la montée en charge du non remplacement d'un certain nombre de fonctionnaires partant en retraite (33 600 en 2009 contre 22 900 en 2008). Les dépenses sociales accélèreraient en 2009 en raison des règles d'indexation de certaines prestations et de l'effet du contrecoup de la hausse non anticipée de l'inflation en 2008. Les mécanismes de revalorisation en vigueur qui permettent de compenser le surcroît d'inflation non anticipé en 2008 (2,9 % en 2008 contre 1,6 % prévu) devrait entraîner une revalorisation des allocations familiales de 3,5 % et des pensions de retraite de 2,6 % en moyenne annuelle en 2009. Au final, les prestations « vieillesse » augmenteraient de 5,5 % en 2009 et les prestations « familiales » de 3,7 %. Cependant, selon le PLFSS 2009, les dépenses de l'ONDAM continueraient à croître de seulement 3,3 % en valeur en 2009, ce qui suppose une maîtrise forte des dépenses de soins de ville et d'hôpital.

Le programme pluriannuel des finances publiques prévoit une maitrise importante des dépenses publiques. D'après le scénario du gouvernement et nos projections, elles augmenteraient en moyenne de 1,1 % en volume entre 2010 et 2013. Cela passe par une stabilisation en euros constants des dépenses de l'Etat, ce qui se traduit par une baisse significative des dépenses de fonctionnement dont la part en point de PIB diminue de 1,4 point de PIB en 4 ans. A partir de 2010, la baisse de la dette publique permet d'avoir une diminution en point de PIB des charges d'intérêts. Enfin, malgré le vieillissement de la population, la maîtrise des dépenses sociales serait maintenue entre 2010 et 2013 avec une croissance moyenne de 1,75 % en volume sur la période. Cela passe notamment par une

progression des dépenses de l'ONDAM limitée à 3,3 % en valeur et une décrue significative du chômage à partir de 2010 permettant une baisse des prestations chômage (tableau 16).

Dans le scénario bas, la croissance est en moyenne plus faible et les dépenses publiques plus dynamiques (1,4 % en volume contre 1,1 % dans le scénario central), notamment en 2009 et 2010 (tableau 15 bis). En raison d'un profil d'évolution du chômage moins favorable dans ce scénario, les prestations chômage seraient plus dynamiques sur la période 2009-2013 (écart en moyenne de plus de 3 points par rapport au scénario central) (tableau 16 bis) et contribueraient à avoir des dépenses de protection sociale plus fortes en prévision (1,9 % en volume). Dans ce scénario moins favorable, le gonflement de la dette publique entraînerait une augmentation des intérêts versés, la charge de le dette représentant en moyenne 3 points de PIB de 2008 à 2013 contre seulement 2,8 points de PIB dans le scénario central.

15. Compte scénario central: Evolution des dépenses des administrations publiques

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
en points de PIB										
Ensemble des dépenses	**52,4**	**52,5**	**52,6**	**51,9**	**51,3**	**50,6**	**49,9**	**52,3**	**52,6**	**51,5**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	18,4	18,3	18,2	17,8	17,4	17,1	16,8	19,0	18,9	17,6
Intérêts versés	2,6	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	3,0	2,9	2,8
Prestations et autres transferts versés	27,9	28,0	28,2	28,1	27,8	27,6	27,4	26,8	27,6	27,9
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,5	3,2	3,2
*Taux de croissance en volume**										
Ensemble des dépenses	**1,6**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**2,9**	**2,0**	**1,2**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	1,2	0,7	0,2	0,5	0,4	0,7	0,6	2,6	1,6	0,5
Intérêts versés	9,8	5,2	2,2	0,6	0,3	-0,9	-2,0	5,8	0,0	0,9
Prestations et autres transferts versés	0,9	1,5	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	3,0	2,3	1,7
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,7	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	4,2	0,4

** déflatés par le prix du PIB*
Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

15 bis. Compte scénario bas : Evolution des dépenses des administrations publiques

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
en points de PIB										
Ensemble des dépenses	**52,4**	**52,5**	**53,2**	**53,7**	**53,3**	**52,9**	**52,5**	**52,3**	**52,6**	**53,0**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	18,4	18,3	18,4	18,4	18,1	17,8	17,5	19,0	18,9	18,1
Intérêts versés	2,6	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	3,0
Prestations et autres transferts versés	27,9	28,0	28,5	28,9	28,7	28,7	28,6	26,8	27,6	28,6
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,5	3,2	3,3
*Taux de croissance en volume**										
Ensemble des dépenses	**1,6**	**1,3**	**1,8**	**1,8**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**2,9**	**2,0**	**1,4**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	1,2	0,7	1,0	1,0	0,4	0,4	0,4	2,6	1,6	0,6
Intérêts versés	9,8	5,2	4,4	3,8	2,4	2,5	1,8	5,8	0,0	3,4
Prestations et autres transferts versés	0,9	1,5	2,2	2,2	1,9	1,9	1,9	3,0	2,3	1,9
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,7	0,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	1,4	4,2	0,6

** déflatés par le prix du PIB*
Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

16. Compte scénario central : Evolution des prestations sociales en valeur

	2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	91—98	99—07	08—12
Vieillesse-Survie	45	5,5	5,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	4,7	4,6	5,3
Santé	36	4,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	4,2	4,6	3,3
Emploi	6	-6,3	-1,6	1,9	-4,1	-3,8	-4,0	-3,7	2,7	1,5	-2,6
Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion	13	2,5	1,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	4,8	2,7	2,6
Total des prestations	**100**	**3,9**	**3,7**	**4,1**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**4,4**	**4,1**	**3,8**

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

16bis. Compte scénario bas : Evolution des prestations sociales en valeur

	2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	91—98	99—07	08—12
Vieillesse-Survie	45	5,5	5,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	4,7	4,6	5,3
Santé	36	4,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	4,2	4,6	3,3
Emploi	6	-6,3	-1,6	4,2	5,0	-1,4	-1,2	-1,3	2,7	1,5	0,6
Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion	13	2,5	1,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	4,8	2,7	2,6
Total des prestations	**100**	**3,9**	**3,5**	**4,3**	**4,3**	**3,9**	**3,9**	**3,9**	**4,4**	**4,1**	**4,0**

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

V.III. Evolutions du déficit et de la dette publics de 2009 à 2013

Le ralentissement significatif de la dépense publique permet de ramener le solde public à l'équilibre en 2013 dans le cas du scénario central alors que celui-ci est de 2,5 % du PIB à l'horizon de la prévision dans le scénario bas (tableau 17). Cet écart s'explique par un différentiel de croissance du PIB entre les deux scénarios en moyenne de 0,7 % sur la période 2009-2013 et une impulsion budgétaire en moyenne de 0,15 point de PIB plus restrictive dans le scénario central que dans le scénario bas. Cela se traduit par un écart sur la dette publique de près de 12 points en 2013 entre les deux scénarios et une différence sur la charge d'intérêt de 0,5 point de PIB (à taux d'intérêt apparent identique).

17. Evolution de la capacité de financement et de la dette des administrations publiques

En % du PIB	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
Scénario central										
Solde public	-2,4	-2,7	-2,7	-2,0	-1,2	-0,5	0,1	-3,9	-2,6	-1,5
Solde public stabilisant la dette publique	-3,0	-2,3	-2,0	-2,8	-2,7	-2,6	-2,5			
*Impulsion budgétaire**	*0,3*	*-0,4*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,6*	*-0,5*	*-0,6*			
Dette publique	63,9	65,3	66,0	65,3	63,9	61,8	59,1	44,6	61,3	63,6
Scénario bas										
Solde public	-2,4	-2,7	-3,5	-4,0	-3,5	-3,0	-2,5	-3,9	-2,6	-3.2
Solde public stabilisant la dette publique	-3,0	-2,3	-1,7	-1,9	-2,7	-2,7	-2,7			
*Impulsion budgétaire***	*0,3*	*-0,4*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,5*			
Dette publique	63,9	65,3	67,2	69,4	70,4	70,8	70,7	44,6	61,3	63,6

** calculée à partir de la variation du solde structurel (y compris charges d'intérêts) avec une hypothèse de croissance du PIB potentiel de 2,2 % par an sur l'ensemble de la période.*

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

*

* *

*

I. Les finances publiques de 2008 à 2013

Conformément à la programmation pluriannuelle des finances publiques 2010-2012 fourni par le gouvernement au moment de la présentation du PLF 2009, le rythme de croissance des dépenses publiques connaîtrait un infléchissement durable de 2009 à 2013. Ces dernières augmenteraient en moyenne de 1,2 % en volume sur la période 2009-2013 engendrant une diminution de 2,6 points de la part des dépenses publiques dans le PIB en l'espace de 5 ans (tableau 1). A titre de comparaison, le rythme moyen de la dépense publique en volume était de 2,4 % sur les vingt dernières années, de 2,0 % sur les dix dernières et de 1,9 % sur les cinq dernières. Avec des taux de prélèvements obligatoires (PO) constants (43,2 % du PIB), l'évolution des dépenses publiques permet une amélioration du solde structurel d'un demi-point de PIB par an de 2009 à 2013. Avec une croissance de l'activité soutenue à partir de 2010 (2,5 % en moyenne), le déficit public baisserait régulièrement à moyen terme pour atteindre l'équilibre en 2013. Après avoir atteint un pic en 2009 (66 % du PIB), la dette publique baisserait de 7 points de PIB en 4 ans pour atteindre 59,1 % du PIB en 2013.

Dans le scénario bas, la croissance du PIB est moins favorable (1,5 % en moyenne de 2009 à 2013 contre 2,2 % dans le scénario du gouvernement) et l'impulsion budgétaire est pratiquement neutre[1] en 2009 et 2010 en raison d'une croissance des dépenses publiques plus dynamique. Dans ce scénario, la part des dépenses publiques dans le PIB ne diminue que de 0,8 point sur la période 2009-2013 et l'impulsion budgétaire moyenne n'est que de -0,35 point de PIB par an. Dans ce scénario, le déficit public atteindrait un point haut en 2010 à 4 % du PIB et diminuerait progressivement à 2,5 % en 2013. La dette publique dépasserait 70 % du PIB dès 2011 et atteindrait 70,7 % du PIB en 2013.

---

[1] *Selon nos estimations, la croissance potentielle moyenne serait de 1,8 % sur la période 2008-2013. Or, le gouvernement retient une croissance potentielle de 2,2 % pour ses calculs d'impulsion budgétaire. Dans un souci de comparaison, nous retiendrons l'hypothèse du gouvernement pour nos calculs d'impulsion budgétaire.*

1. Principaux agrégats des finances publiques 2010-2013							
	En points de PIB	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Scénario gouvernement	Capacité de financement des APU	-2,7	-2.7	-2,0	-1,2	-0,5	0,1
	Taux de prélèvement obligatoire	43.2	43.2	43,2	43,2	43,2	43,2
	Dépenses publiques (DP)	52,5	52,7	52,0	51,3	50,6	49,9
	Taux de croissance DP* (en %, en volume)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1
	Dette publique	65,3	66,0	65,3	63,9	61,8	59,1
Scénario bas	Capacité de financement des APU	-2,7	-3.5	-4.0	-3.5	-3.0	-2.5
	Taux de prélèvement obligatoire	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
	Dépenses publiques (DP)	52,5	53,2	53,7	53,3	52,9	52,5
	Taux de croissance DP* (en %, en volume)	1,3	1,8	1,8	1,2	1,2	1,2
	Dette publique	65,3	67,2	69,4	70,4	70,8	70,7

** déflatées par le prix du PIB*

Source : Rapport économique, social et financier 2009,

I.I. Les prélèvements obligatoires de 2008 à 2013

Après avoir diminué de 0,1 point de PIB entre 2007 et 2008, les prélèvements obligatoires devraient se stabiliser de 2009 à 2013 (tableau 2). Les différentes mesures votées représentent un allègement de prélèvements d'environ 6,5 milliards d'euros en 2008 qui profiteront essentiellement aux ménages (4 milliards). Avec une élasticité des recettes fiscales des APU au PIB supérieur à l'unité, le taux de PO devrait baisser de seulement 0,1 point de PIB en 2008. Les mesures liées au paquet fiscal représentent une diminution des PO de 6 milliards d'euros en 2008, dont 3 milliards liés aux allègements de charges et la défiscalisation des heures supplémentaires. Les autres grandes mesures sont celles concernant la réforme des droits de successions et donations (1,6 milliard) et celles relatives à l'ISF et au bouclier fiscal (1,2 milliard). Enfin, les mesures décidées dans la PLFSS 2008 visant à trouver de nouvelles sources de financement pour la Sécurité sociale vont représenter une hausse des prélèvements obligatoires de 3 milliards d'euros, les principales mesures concernant la mise en place d'un prélèvement à la source sur les contributions sociales et fiscales sur les dividendes pour 1,9 milliard d'euros et la création d'une taxe et d'une cotisation employeur de 2,5 % sur les stocks options pour 400 millions d'euros. Enfin, le dégrèvement de la taxe

professionnelle représente pour les entreprises une baisse des PO de 2 milliards.

En 2009, les mesures fiscales devraient conduire à une relative stabilité des prélèvements (hausse de 0,2 milliard d'euros). Les ménages verraient leur fiscalité diminuer de 2 milliards d'euros en raison de la montée en charge du paquet fiscal (1,8 milliard d'euros) et du contrecoup des mesures de prélèvements fiscaux et sociaux sur les dividendes décidées en 2008 (2,1 milliards). En revanche, la création d'une taxe sur les revenus du patrimoine pour financer le RSA et la réduction des avantages fiscaux sur les biocarburants augmentent les PO des ménages de 1,9 milliard. Enfin, il est prévu que la hausse des cotisations retraite soit compensée par une baisse des cotisations chômage, ce qui n'aurait pas d'impact sur les PO. Cependant, avec le retournement du marché du travail, la dégradation probable des comptes de l'Unedic pourrait remettre en cause la diminution des cotisations chômage. Pour les entreprises, les mesures fiscales entraîneraient une hausse de PO de près de 1,3 milliard d'euros, en raison notamment des mesures prises dans le cadre du PLFSS 2009 pour redresser les comptes de l'assurance maladie : augmentation de la contribution des complémentaires santé pour 1 milliard d'euros et instauration d'une cotisation patronale de 2 % sur l'épargne salariale (400 millions). Afin de financer la suppression de la publicité sur les chaînes de télévision du service public, le gouvernement prévoit également de créer une taxe sur le chiffre d'affaires des opérateurs de téléphonie mobile et fournisseurs d'accès Internet qui rapporterait 460 millions. En revanche, les mesures prises dans le cadre de la loi de finances 2008 vont réduire les PO des entreprises de 900 millions d'euros en 2009, dont 600 millions en raison de la modification du crédit impôt recherche et 340 millions avec la suppression progressive de l'impôt forfaitaire annuel.

La programmation pluriannuelle des finances publiques repose sur l'hypothèse prudente d'une stabilité des PO de 2010 à 2012. Dans nos 2 scénarios, nous avons donc retenu une stabilisation des taux de PO à 43,2 % sur la période 2010-2013. Cependant, les mesures déjà décidées représentent un allègement net de la fiscalité de 4,3 milliards d'euros de 2010 à 2012 (2,4 milliards en 2010, 0,9 en 2011 et 1 en 2012). Les mesures de baisse de PO (5,8 milliards) sont liées à la montée en charge de la loi TEPA (2,4 milliards), au crédit d'impôt en faveur de l'intéressement (1,2 milliard) et à la hausse du crédit d'impôt recherche (1 milliard) et à la suppression de l'imposition forfaitaire annuelle (0,9 milliard). En revanche, certaines mesures déjà décidées augmenteront les PO de 1,5 milliard d'euros dont plus de la moitié sont liés à la fiscalité environnementale (0,8 milliard).

2. Scénario central et bas : Evolution des recettes des administrations publiques

% de croissance annuelle en volume	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
TVA	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,5	7,3	7,2
Autres impôts sur les produits	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,4	4,2	3,9
Impôts sur la production	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	3,8	4,2	4,2
Impôt sur le revenu des ménages (dont CSG)	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	5,1	7,9	7,4
Impôt sur les sociétés	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,0	2,6	2,9
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0
Cotisations employeurs	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,5	11,1	11,0
Cotisations salariées et non salariées	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	7,0	5,1	5,1
Impôts en capital	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5
Prélèvements obligatoires	43,3	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	42,7	43,7	43,2

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2009, prévisions OFCE,

I.II. Les dépenses publiques de 2008 à 2013

L'hypothèse d'une croissance des dépenses publiques de 1,2 % par an en moyenne en volume de 2008 à 2013 suppose un ajustement fort, compte tenu de l'évolution rapide des dépenses liées au vieillissement de la population (retraites et santé principalement). Le ralentissement des dépenses publiques serait tiré par l'ensemble des sous-secteurs de l'administration publique (tableau 3).

En 2008 et 2009, afin d'éviter une dérive des déficits publics, le gouvernement prévoit que le ralentissement conjoncturel sera compensé par l'effort structurel du côté de la dépense publique. Dans le PLF 2009, le gouvernement table sur une hausse de la dépense publique en euros constants de 1,3 % en 2008 et de 1,2 % en 2009, contribuant ainsi à réduire le déficit structurel de 1 point de PIB en 2 ans. Pour atteindre cet objectif en 2008, le gouvernement prévoit une stabilisation en euros constants des dépenses de l'Etat malgré l'augmentation de 4 milliards d'euros des intérêts versés sur les obligations assimilables au Trésor indexées sur l'inflation. Cependant, avec un PLF 2008 construit sur un objectif d'inflation de 1,6 %, soit 1,3 point de moins que l'inflation réalisée en 2008, les dépenses votées hors charge de la dette diminueraient en euros constants. La croissance des prestations sociales, qui représentent 44 % de la dépense publique, ralentirait en 2008 (3,7 % en valeur) (tableau 4) malgré la croissance toujours soutenue des prestations « vieillesse » (supérieure à 5 % de 2007 à 2009). La principale raison à ce ralentissement serait le moindre dynamisme de l'ONDAM en 2008 (3,3 % en valeur après 4,2 % en 2007) grâce notamment à l'instauration des franchises médicales sur les médicaments, les actes paramédicaux et les transports sanitaires. De plus, les prestations familiales ne progresseraient que de 2,1 % en 2008 contre 2,9 % en 2007 avec l'arrivée à maturité de la prestation d'accueil du jeune enfant (PAJE). En 2009, pour contrôler la croissance de la dépense publique, le gouvernement prévoit une légère diminution euros constants des dépenses de l'Etat (-0,3 %) malgré une croissance encore dynamique de la charge de la dette. Cela nécessite donc un ajustement très fort sur les dépenses de fonctionnement, d'intervention et d'investissement. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement compte sur la mise en œuvre des préconisations issues de la révision générale des politiques publiques (RGPP), notamment la montée en charge du non remplacement d'un certain nombre de fonctionnaires partant en retraite (33 600 en 2009 contre 22 900 en 2008). Les dépenses sociales accéléreraient en 2009 en raison des règles d'indexation de certaines prestations et de l'effet du contrecoup de la hausse non anticipée de l'inflation en 2008. Les mécanismes de revalorisation en vigueur qui permettent de compenser le surcroît d'inflation non anticipé en 2008 (2,9 % en 2008 contre 1,6 % prévu) devrait entraîner une revalorisation des allocations familiales de 3,5 % et des pensions de retraite de 2,6 % en moyenne annuelle en 2009. Au final, les prestations « vieillesse » augmenteraient de 5,5 % en 2009 et les prestations « familiales » de 3,7 %. Cependant, selon le PLFSS 2009, les dépenses de l'ONDAM continueraient à croître de seulement 3,3 % en valeur en 2009, ce qui suppose une maîtrise forte des dépenses de soins de ville et d'hôpital.

Le programme pluriannuel des finances publiques prévoit une maitrise important des dépenses publiques. D'après le scénario du gouvernement et nos projections, elles augmenteraient en moyenne de 1,1 % en volume entre 2010 et 2013. Cela passe par une stabilisation en euros constants des dépenses de l'Etat, ce qui se traduit par une baisse significative des dépenses de fonctionnement dont la part en point de PIB diminue de 1,4 point de PIB en 4 ans. A partir de 2010, la baisse de la dette publique permet d'avoir une diminution en point de PIB des charges d'intérêts. Enfin, malgré le vieillissement de la population, la maîtrise des dépenses

sociales serait maintenue entre 2010 et 2013 avec une croissance moyenne de 1,75 % en volume sur la période. Cela passe notamment par une progression des dépenses de l'ONDAM limitée à 3,3 % en valeur et une décrue significative du chômage à partir de 2010 permettant une baisse des prestations chômage (tableau 4).

Dans le scénario bas, la croissance est en moyenne plus faible et les dépenses publiques plus dynamiques (1,4 % en volume contre 1,1 % dans le scénario central), notamment en 2009 et 2010 (tableau 3 bis). En raison d'un profil d'évolution du chômage moins favorable dans ce scénario, les prestations chômage seraient plus dynamiques sur la période 2009-2013 (écart en moyenne de plus de 3 points par rapport au scénario central) (tableau 4 bis) et contribueraient à avoir des dépenses de protection sociales plus fortes en prévision (1,9 % en volume). Dans ce scénario moins favorable, le gonflement de la dette publique entraînerait une augmentation des intérêts versés, la charge de représentant en moyenne 3 points de PIB de 2008 à 2013 contre seulement 2,8 points de PIB dans le scénario central.

3. Compte scénario central: Evolution des dépenses des administrations publiques

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
en points de PIB										
Ensemble des dépenses	**52,4**	**52,5**	**52,6**	**51,9**	**51,3**	**50,6**	**49,9**	**52,3**	**52,6**	**51,5**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	18,4	18,3	18,2	17,8	17,4	17,1	16,8	19,0	18,9	17,6
Intérêts versés	2,6	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	3,0	2,9	2,8
Prestations et autres transferts versés	27,9	28,0	28,2	28,1	27,8	27,6	27,4	26,8	27,6	27,9
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,1	3,5	3,2	3,2
*Taux de croissance en volume**										
Ensemble des dépenses	**1,6**	**1,3**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,2**	**1,1**	**2,9**	**2,0**	**1,2**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	1,2	0,7	0,2	0,5	0,4	0,7	0,6	2,6	1,6	0,5
Intérêts versés	9,8	5,2	2,2	0,6	0,3	-0,9	-2,0	5,8	0,0	0,9
Prestations et autres transferts versés	0,9	1,5	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	3,0	2,3	1,7
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,7	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	4,2	0,4

** déflatés par le prix du PIB*

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

3 bis. Compte scénario bas : Evolution des dépenses des administrations publiques

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
en points de PIB										
Ensemble des dépenses	**52,4**	**52,5**	**53,2**	**53,7**	**53,3**	**52,9**	**52,5**	**52,3**	**52,6**	**53,0**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	18,4	18,3	18,4	18,4	18,1	17,8	17,5	19,0	18,9	18,1
Intérêts versés	2,6	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9	3,0
Prestations et autres transferts versés	27,9	28,0	28,5	28,9	28,7	28,7	28,6	26,8	27,6	28,6
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,3	3,2	3,5	3,2	3,3
*Taux de croissance en volume**										
Ensemble des dépenses	**1,6**	**1,3**	**1,8**	**1,8**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	**2,9**	**2,0**	**1,4**
Dont :										
Dépenses de fonctionnement	1,2	0,7	1,0	1,0	0,4	0,4	0,4	2,6	1,6	0,6
Intérêts versés	9,8	5,2	4,4	3,8	2,4	2,5	1,8	5,8	0,0	3,4
Prestations et autres transferts versés	0,9	1,5	2,2	2,2	1,9	1,9	1,9	3,0	2,3	1,9
Acquisition nette d'actifs non financiers	3,7	0,0	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	1,4	4,2	0,6

** déflatés par le prix du PIB*

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

4. Compte scénario central : Evolution des prestations sociales en valeur

	2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	91—98	99—07	08—12
	Répartition										
Vieillesse-Survie	45	5,5	5,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	4,7	4,6	5,3
Santé	36	4,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	4,2	4,6	3,3
Emploi	6	-6,3	-1,6	1,9	-4,1	-3,8	-4,0	-3,7	2,7	1,5	-2,6
Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion	13	2,5	1,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	4,8	2,7	2,6
Total des prestations	**100**	**3,9**	**3,7**	**4,1**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**4,4**	**4,1**	**3,8**

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

4bis. Compte scénario bas : Evolution des prestations sociales en valeur

	2007	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	91—98	99—07	08—12
	Répartition										
Vieillesse-Survie	45	5,5	5,2	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	4,7	4,6	5,3
Santé	36	4,2	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	4,2	4,6	3,3
Emploi	6	-6,3	-1,6	4,2	5,0	-1,4	-1,2	-1,3	2,7	1,5	0,6
Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion	13	2,5	1,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	4,8	2,7	2,6
Total des prestations	**100**	**3,9**	**3,5**	**4,3**	**4,3**	**3,9**	**3,9**	**3,9**	**4,4**	**4,1**	**4,0**

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,

I.III. Évolutions du déficit et de la dette publics de 2009 à 2013

Le ralentissement significatif de la dépense publique permet de ramener le solde public à l'équilibre en 2013 dans le cas du scénario central alors que celui-ci est -2,5 % du PIB à l'horizon de la prévision dans le scénario bas (tableau 5). Cet écart s'explique par un différentiel de croissance du PIB entre les deux scénarios en moyenne de 0,7 % sur la période 2009-2013 et une impulsion budgétaire en moyenne de 0,15 point de PIB plus restrictive dans le scénario central que dans le scénario bas. Cela se traduit par un écart sur la dette publique de près de 12 points en 2013 entre les deux scénarios et une différence sur la charge d'intérêt de 0,5 point de PIB (à taux d'intérêt apparent identique).

5. Evolution de la capacité de financement et de la dette des administrations publiques

En % du PIB	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	88—97	98—07	08—13
Scénario central										
Solde public	-2,4	-2,7	-2,7	-2,0	-1,2	-0,5	0,1	-3,9	-2,6	-1,5
Solde public stabilisant la dette publique	-3,0	-2,3	-2,0	-2,8	-2,7	-2,6	-2,5			
*Impulsion budgétaire**	*0,3*	*-0,4*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,6*	*-0,5*	*-0,6*			
Dette publique	63,9	65,3	66,0	65,3	63,9	61,8	59,1	44,6	61,3	63,6
Scénario bas										
Solde public	-2,4	-2,7	-3,5	-4,0	-3,5	-3,0	-2,5	-3,9	-2,6	-3.2
Solde public stabilisant la dette publique	-3,0	-2,3	-1,7	-1,9	-2,7	-2,7	-2,7			
*Impulsion budgétaire***	*0,3*	*-0,4*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,5*			
Dette publique	63,9	65,3	67,2	69,4	70,4	70,8	70,7	44,6	61,3	63,6

** calculée à partir de la variation du solde structurel (y compris charges d'intérêts) avec une hypothèse de croissance du PIB potentiel de 2,2 % par an sur l'ensemble de la période.*

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE,