

À la recherche de la croissance perdue

Perspectives 2009-2010 pour l'économie mondiale *

Après le choc récessif survenu au tournant de 2008 et de 2009, les économies du monde paraissent enfin avoir stoppé l'effondrement de leur activité. La croissance pourrait être consolidée au cours de la seconde partie de l'année 2009, notamment grâce à la normalisation de la situation sur les marchés financiers. Les politiques publiques seront parvenues à enrayer la spirale baissière. Les stocks et l'investissement, qui avaient largement contribué au déclin de l'activité, joueraient un rôle symétrique dans le retour de la croissance, corrigeant ainsi le sur-ajustement précédent. Enfin, le rebond des pays émergents permettrait la réactivation du commerce mondial. Pour autant, il serait hâtif de parler de reprise.

D'une part, les pertes de PIB par tête, d'une ampleur exceptionnelle, ne seront pas effacées à court terme.

D'autre part, la situation macroéconomique demeure fragile. Les banques subiront de nouvelles pertes, liées cette fois-ci à la dégradation de l'activité. Les surcapacités de production freineront l'investissement des entreprises. La baisse de la richesse et la persistance du chômage pèseront sur la consommation des ménages.

Enfin, le soutien massif apporté par les gouvernements s'épuisera progressivement tandis que la tentation de réduire la dette pourrait venir amputer la demande. Dans ces conditions, les pressions déflationnistes seraient toujours à l'œuvre.

Après le choc récessif survenu au tournant de 2008 et de 2009, les économies du monde paraissent enfin avoir stoppé l'effondrement de leur activité. Les comptes nationaux au deuxième trimestre en rendent compte à des degrés divers, soit en faisant état d'un moindre repli de l'activité, comme aux États-Unis ou dans la zone euro, soit, comme au Japon, en témoignant d'un rebond, qui interrompt le recul du PIB. Partout, les signaux positifs se multiplient, confortant l'espoir d'un retour de la croissance pour la fin de l'année.

Les politiques publiques, massivement mobilisées depuis un an, ont paré au plus urgent, enrayer la crise bancaire et la dangereuse spirale baissière qui s'est enclenchée après la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008. Mais le retour de la croissance ne signifie pas que tous les ajustements ont été réalisés et ne signifie pas non plus que tout peut recommencer comme avant. Le secteur productif fait face à d'importantes surcapacités de production qui retarderont la reprise de l'investissement. L'ajustement de l'emploi n'est pas entièrement réalisé et le chômage va encore augmenter dans les trimestres qui viennent. La hausse des défaillances d'entreprises ou de particuliers va peser sur le bilan des institutions financières et justifiera leur prudence. L'effet stimulant des relances budgétaires va s'estomper alors que le problème induit des déficits, relégué au second plan face à l'urgence, va faire un retour en force dans les débats de politique économique. Ces ajustements démontrent que les rythmes de croissance antérieurs n'étaient pas soutenables et que le sentier de croissance que l'on peut espérer pour l'économie mondiale sera très en dessous de celui que nous avons brutalement quitté au cours de l'année 2008.

De la récession synchrone au rebond synchrone

Les déboires du secteur bancaire, apparus en août 2007 et amplifiés en septembre 2008 après la faillite de la banque Lehman Brothers, ont fait peser une lourde menace sur le système financier. Tétanisées par le risque, les banques ont cessé de se prêter entre elles et ont rapidement durci leurs conditions de crédits, conduisant inévitablement la crise dans sa phase réelle. Les ménages et les entreprises ont été contraints de revoir à la baisse leurs plans de dépenses et d'investissement. Le coup d'arrêt fut particulièrement brutal dans les secteurs de l'automobile et de la construction, dont l'activité est étroitement liée aux financements obtenus par la clientèle. Il en a résulté une hausse du taux d'autofinancement des entreprises et une montée forcée de l'épargne des ménages. Les pertes de richesse liées à la chute des bourses et de l'immobilier ont en outre amputé la valeur des collatéraux apportés en garantie des crédits, entamant la capacité des débiteurs à lever des fonds auprès des prêteurs : banques, marchés obligataires et boursiers. L'effet récessif de ces désordres financiers s'est ensuite transmis à tous les pays par le commerce extérieur. La demande mondiale s'est effondrée pénalisant tous les exportateurs simultanément.

Centre de recherche en économie de Sciences Po

69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15
www.ofce.sciences-po.fr

Édité par les Presses de Sciences Po

117, boulevard Saint-Germain - 75006 Paris
Tel/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles à la mi-octobre 2009.

Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions

	Trimestres												Années		
	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ ¹	96,8	122	114,7	54,8	44,3	58,8	68,0	75,0	80,0	80,0	80,0	80,0	97,0	61,5	80,0
Matières premières industrielles en \$ ²	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	10,5	17,1	5,4	1,0	2,0	0,5	0,5	5,4	-26,2	17,8
<i>Taux de change¹</i>															
1 euro = ... \$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,36	1,43	1,40	1,37	1,33	1,30	1,30	1,47	1,37	1,32
1 \$ = ... yen	105	105	108	96	94	97	94	95	100	100	100	100	103	95	100
1 £ = ... euro	1,32	1,26	1,26	1,19	1,10	1,14	1,15	1,12	1,14	1,15	1,16	1,18	1,26	1,13	1,16
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹</i>															
États-Unis	3,2	2,1	2,0	1,1	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	2,1	0,25	0,25
Japon	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Zone euro	4,0	4,0	4,2	3,4	2,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,9	1,3	1,0
Royaume-Uni	5,4	5,0	5,0	3,3	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	4,7	0,7	0,6
<i>Taux d'intérêt longs¹</i>															
États-Unis	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	3,3	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,6	3,2	3,2
Japon	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Zone euro	4,1	4,5	4,6	4,2	4,2	4,2	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	4,4	4,0	3,6
Royaume-Uni	4,5	4,8	4,7	4,0	3,4	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,5	3,6	3,9
<i>Prix à la consommation³</i>															
États-Unis	4,2	4,3	5,2	1,5	-0,2	-0,9	-1,6	1,1	2,1	2,1	1,7	1,5	3,8	-0,4	1,1
Japon	1,0	1,4	2,4	1,0	-0,1	-1,0	-2,1	-1,3	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2	1,4	-1,1	-0,4
Zone euro	3,4	3,6	3,8	2,3	1,0	0,2	-0,3	0,5	1,0	1,1	1,3	1,2	3,3	0,3	1,2
Royaume-Uni	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	2,1	1,2	0,8	1,1	1,3	1,4	1,9	3,6	1,8	1,4
<i>PIB en volume, cvs²</i>															
États-Unis	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	-2,5	1,9
Japon	0,9	-0,7	-1,3	-3,4	-3,3	0,6	0,8	0,8	0,3	0,5	0,5	0,4	-0,7	-5,9	2,2
Zone euro	0,8	-0,3	-0,3	-1,8	-2,5	-0,1	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6	-3,8	0,8
Allemagne	1,6	-0,6	-0,3	-2,4	-3,5	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	-4,9	1,1
France	0,5	-0,4	-0,3	-1,4	-1,4	0,3	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	-2,1	0,8
Italie	0,5	-0,6	-0,8	-2,1	-2,7	-0,5	0,4	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	-1,0	-4,8	0,6
Royaume-Uni	0,6	-0,1	-0,7	-1,8	-2,5	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6	-4,4	1,0
<i>Importations de marchandises en volume, cvs²</i>															
Monde	1,6	-0,3	0,9	-6,8	-11,1	-1,1	3,0	2,6	1,5	1,4	1,4	1,5	2,9	-14,3	7,0
Pays industrialisés	1,0	-0,6	-0,7	-5,8	-10,1	-3,4	3,2	2,4	1,3	1,1	1,2	1,2	0,0	-14,9	5,6
PED	2,6	0,3	3,7	-8,5	-12,9	3,1	2,6	3,0	1,9	1,9	1,9	1,9	8,2	-13,3	9,3
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs¹</i>															
États-Unis	-5,0	-5,2	-5,1	-4,3	-2,9	-2,8	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-4,9	-2,6	-2,3
Japon	4,0	3,9	3,2	1,7	1,5	3,2	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,2	2,8	3,6
Zone euro													-1,1	-1,5	-0,9

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

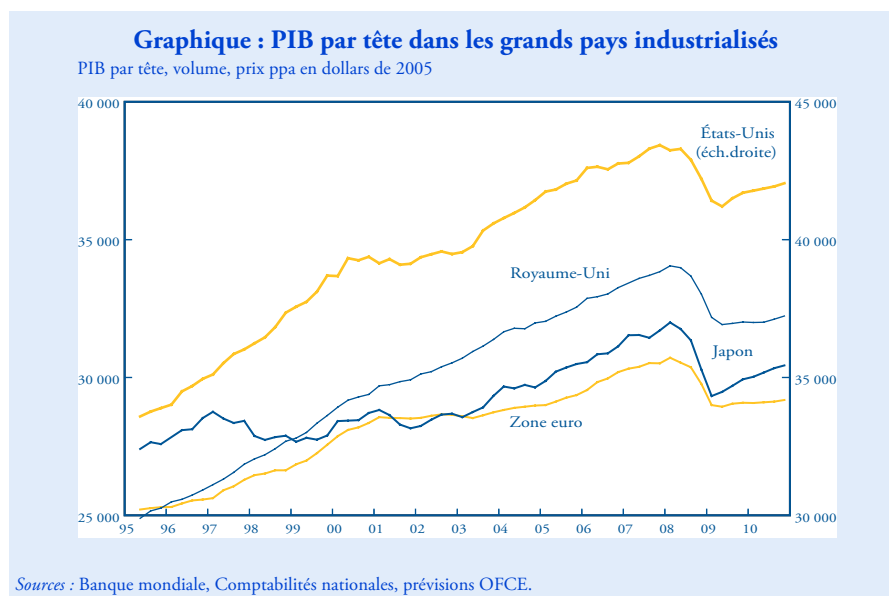
3. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle, en %.

Sources : Pétrole (Brent) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE octobre 2009.

Les problèmes se sont étendus aux pays émergents, qui non seulement n'ont pu amortir la récession des pays développés comme on l'avait crû un temps, mais l'ont prolongée. Les économies exportatrices de matières premières ont pâti de la plongée des prix des produits de base à partir de la mi-2008 tandis que les pays qui ont fondé leur développement sur l'exportation de produits manufacturés ont été lourdement pénalisés par l'effondrement du commerce international. La montée de l'aversion au risque a détourné les financements émanant des investisseurs internationaux qui ont rapatrié leurs capitaux, soit pour couvrir des pertes sur d'autres segments de leur activité, soit pour les affecter à des placements plus sûrs. La mécanique infernale de la dépréciation des taux de change s'est alors enclenchée, notamment pour les pays de l'Est, alourdissant la charge des agents endettés en devises et privant du même coup les économies d'une part grandissante de leurs ressources internes. Crise dans les pays émergents et récession dans les pays développés se sont ainsi renforcées mutuellement pour démultiplier les effets des chocs initiaux.

Les pertes de production à l'échelle mondiale ont été considérables au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Pour autant, la spirale baissière s'est enrayée au deuxième trimestre, avec l'apparition d'une croissance positive dans certains pays, ou l'atténuation du recul dans d'autres. Au vu du retournement des indicateurs avancés dans le courant du premier trimestre, il semble que cette amélioration puisse être consolidée pour le troisième, voire pour le quatrième trimestre. Compte tenu d'un acquis de croissance très négatif à la mi-2009, le PIB mondial sera en recul cette année (tableau 2). Parmi les pays industrialisés, l'Allemagne, l'Italie et le Japon connaîtront les récessions les plus fortes avec un recul du PIB voisin de 5 %. La France et les États-Unis seront moins touchés avec des baisses de PIB respectives de 2,1 et 2,5 % en 2009. Seuls les pays émergents d'Asie échapperont à la récession en 2009, mais l'expansion sera limitée à moins de 5 % dans l'ensemble de la zone, témoignant d'un coup de frein au regard des performances passées.

Ces meilleures perspectives s'expliquent en premier lieu par la normalisation de la situation sur les marchés financiers. L'activisme des autorités a permis de rétablir le fonctionnement du marché interbancaire et a éloigné le spectre d'une crise systémique. Les plans de relance



gouvernementaux ont contribué à sortir les économies de l'ornière. L'institution de primes dites à la « casse » a permis au secteur le plus sinistré par la crise, l'automobile, de rebondir au moins temporairement. Les comportements de stockage dans l'automobile, mais aussi dans les autres secteurs industriels, sont ici autant déterminants pour profiler le rebond qu'ils l'ont été pour initier la récession. On assisterait dans les prochains trimestres à une correction, tout au moins partielle, du sur-ajustement intervenu à la fin de 2008 et au début de 2009. Enfin, le rebond entrevu d'ici à la fin de 2009 devrait s'appuyer sur l'amélioration de la situation des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, contribuant notamment à la réactivation de la demande mondiale et des flux de commerce international.

Ainsi, relativement au désastre de 2009, l'année 2010 se présente sous de meilleurs auspices, mais, au vu des pertes de production accumulées, on ne saurait qualifier de reprise le retour à la croissance. Il apparaît en effet nettement que ces niveaux de croissance seront insuffisants pour combler à court terme les pertes de PIB par tête enregistrées en l'espace de quelques trimestres (graphique). En fin d'année 2010, les pertes de niveau de vie resteraient d'une ampleur exceptionnelle – comprise entre 2,9 % aux États-Unis et 5,4 % au Royaume-Uni – et probablement durables.

L'économie et la finance toujours malades

Bien que les signes positifs se soient accumulés, il serait hâtif de parler de reprise, car tous les acteurs de l'économie restent fragiles : les bilans des

banques sont marqués ; les surcapacités, la baisse du prix du capital physique et la perspective d'une dette alourdie dans un contexte de moindre croissance grevent les projets d'investissement des entreprises ; la hausse du chômage et la baisse de la richesse pèsent sur les perspectives des ménages. Le soutien massif de la croissance et du système financier par les gouvernements laisse une dette importante à éponger.

Convalescence des banques et déprime de la demande

La normalisation des primes sur les marchés interbancaires témoigne du retour de la confiance. Les banques bénéficient du soutien des politiques économiques et de conditions de refinancement très avantageuses auprès des banques centrales. Pour autant, la situation du système bancaire ne serait pas totalement apurée. Toutes les pertes n'ont pas encore été divulguées notamment parce qu'une part importante de ces pertes futures serait le fait de la récession et non plus des dépréciations d'actifs liées aux *subprime*. Ces différents éléments pèsent nécessairement sur l'offre de crédit du système bancaire, les pertes passées et les défaillances des agents non financiers incitant peu à la prise de risques. Du côté de la demande, les baisses de richesse réduisent la valeur des garanties pouvant être mobilisées par les agents financiers et donc leur capacité d'emprunt.

Depuis l'éclatement de la crise, les taux d'investissement connaissent une correction nette, de l'ordre de 0,7 point en France depuis le premier trimestre 2008 à 2 points aux États-Unis et 2,8 points au Japon. Certains projets d'investissement n'ont pu être concrétisés ; ils n'en sont pas moins restés

Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2008	2009	2010
Allemagne	4,4	1,0	-4,9	1,1
France	3,2	0,3	-2,1	0,8
Italie	2,8	-1,0	-4,8	0,6
Espagne	2,1	0,9	-3,7	-0,1
Pays-Bas	1,0	2,0	-4,1	1,1
Belgique	0,6	1,0	-2,9	0,7
Autriche	0,5	2,1	-3,7	0,7
Finlande	0,6	0,8	-6,9	0,8
Portugal	0,4	0,0	-2,9	0,3
Grèce	0,3	2,9	-0,2	0,7
Irlande	0,3	-3,2	-6,8	-0,2
Zone euro	16,4	0,6	-3,8	0,8
Royaume-Uni	3,4	0,6	-4,4	1,0
Suède	0,5	-0,4	-4,7	1,2
Danemark	0,3	-1,2	-3,3	0,4
Union européenne à 15	20,5	0,5	-4,1	0,8
12 nouveaux pays membres	2,7	4,0	-4,1	0,6
Union européenne à 27	23,3	0,9	-4,0	0,7
Suisse	0,5	1,8	-1,8	0,3
Norvège	0,4	2,1	-1,0	1,8
Europe	24,1	0,9	-4,0	0,8
États-Unis	21,8	0,4	-2,5	1,9
Japon	6,7	-0,7	-5,9	2,2
Canada	2,0	0,4	-2,6	1,7
Pays industriels	56,3	0,5	-3,5	1,4
Pays candidats à l'UE ²	1,2	1,1	-6,5	3,4
Russie	3,2	5,6	-7,3	2,3
Autres CEI ³	1,3	5,4	-7,2	1,6
Chine	11,0	9,0	8,0	9,4
Autres pays d'Asie	13,2	5,1	2,3	5,4
Amérique latine	7,9	3,9	-3,0	2,4
Afrique	3,4	5,2	1,7	4,1
Moyen-Orient	2,5	5,4	2,0	4,3
Monde	100	2,8	-1,3	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 2009.

viables et seraient donc réactivés dès que des conditions « normales » seront rétablies. En termes de financement, les crédits distribués aux entreprises dans la zone euro et aux États-Unis sont en baisse, même si les entreprises américaines recourent en contrepartie plus fortement aux émissions obligataires. Néanmoins, la baisse de la production sans précédent, en particulier dans l'industrie, laisse des capacités de production inutilisées. Dans ces conditions, on n'imagine pas une reprise de l'invest-

tissement productif. En outre, la multiplication des faillites d'entreprises permet d'acquiescer de nouvelles capacités de production à moindre coût. Aux États-Unis, le taux d'investissement ne dépasserait pas à la fin de l'année 2010, le niveau qu'il avait au printemps 2004. La situation serait pire dans la zone euro avec un taux d'investissement productif qui poursuit sa baisse pour atteindre 9,4 points de PIB à l'horizon de la prévision.

La richesse nette des ménages varie sous l'effet de deux facteurs : l'évolution de la valeur du stock d'actifs détenus à la période précédente, et les flux d'épargne et d'endettement de la période courante. La valeur des stocks d'actifs a connu un effondrement depuis début 2007, et les pertes de richesse sont intervenues sur l'ensemble des composantes du patrimoine des ménages (tableau 3) : sur la richesse financière, *via* l'effondrement des capitalisations boursières, et sur la richesse immobilière, *via* la baisse généralisée des prix de l'immobilier. Sur le plan de la richesse financière, entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, la capitalisation boursière mondiale a été divisée par deux, avec un recul de 47 % aux États-Unis, 55 % dans la zone euro et 54 % au Japon. Cette perte de richesse est en grande partie supportée par les ménages, de façon directe (canal du cours des actions), et indirecte (canal des actifs intermédiés). Aux États-Unis, les pertes de richesse financière atteignent 93,5 % du revenu disponible brut annuel des ménages, dont plus de la moitié sur les actions cotées, un tiers en assurances et fonds de pensions, et le reste en actions non cotées et OPCVM. Les pertes enregistrées en zone euro donnent le sentiment illusoire d'un phénomène d'ampleur plus faible, mais étant donné l'effondrement de la capitalisation boursière, qui a été du même ordre qu'aux États-Unis, la perte de richesse observée dans la zone euro est vraisemblablement sous-estimée. Les pertes de richesse immobilière sont moindres, mais néanmoins conséquentes (38,4 % du revenu disponible brut aux États-Unis). Pour la zone euro, les pertes devraient également être importantes, si l'on en croit l'évolution des prix du logement dans les grands pays de la zone. Aux effets de richesse négatifs s'ajoute la situation sur le marché du crédit : la baisse de l'encours de crédit a été de 5 points de revenu disponible brut aux États-Unis contre 3 points en zone euro entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009. Sous l'effet conjugué du *credit crunch*, d'une perte de richesse et de la hausse du chômage, les ménages se tournent vers l'épargne de précaution, au détriment de la consommation. Aux États-Unis, le taux d'épargne des ménages a atteint 4,9 % au deuxième trimestre 2009, niveau le plus haut depuis 1995. En zone euro, il s'élève à 15,6 % au premier trimestre 2009. En outre, avec la hausse prévue des prix

Tableau 3 : Variation de richesse des ménages et de la capitalisation boursière entre le 2^e trimestre 2007 et le 1^{er} trimestre 2009 : États-Unis, zone euro et Japon

En % du revenu disponible brut annuel

	États-Unis	Zone euro	Japon
Richesse immobilière	-38,4	n.d.	n.d.
Richesse financière, dont :	-93,5	-19,9	-55,8
- actions cotées	-46,6	-12,7	-19,2
- actions non cotées	-15,1	-12,0	-22,8
- parts d'OPCVM	-14,8	-6,6	n.d.
- assurances et fonds de pension	-32,3	0,7	-3,4
Capitalisation boursière	-72,1	-79,5	-90,0
Revenu disponible brut annualisé, niveau, T1 2009 (mrd \$)	10 765	7 919	3 221

Sources : Datastream, calculs OFCE.

des matières premières, l'arrivée à échéance des plans de soutien et la poursuite des destructions d'emplois jusqu'en 2010, la consommation ne devrait pas retrouver son dynamisme à court terme : en zone euro, elle stagnerait, passant de -0,8 % du PIB en 2009, à 0,0 % du PIB en 2010, contre -0,9 % et 0,5 % respectivement aux États-Unis. Notons que le mouvement ininterrompu de baisse de la valeur des actifs a commencé à s'inverser aux États-Unis au deuxième trimestre 2009, même si on est encore très loin des niveaux du début 2007.

Le creusement des écarts de production et l'ensemble des mesures de relance détériorent fortement la situation des finances publiques. Aux États-Unis et dans la zone euro, les déficits budgétaires seront ainsi passés respectivement de 1,2 et 0,6 % de PIB en 2007 à 11,4 % et 6,3 % en 2009. La mise en œuvre des plans de relance s'effectuant progressivement, les déficits se détérioreraient à nouveau en 2010. Dans quelques pays, les gouvernements s'efforceraient de réduire, voire d'inverser, l'impulsion budgétaire, qui deviendrait négative dans la zone euro. La perspective d'ajustements budgétaires, jusqu'ici écartée, amputerait à terme la croissance et risquerait d'étouffer les prémises d'une reprise.

Simples baisses des prix ou déflation ?

La forte volatilité des cours de l'or noir brouille l'analyse en termes de pressions déflationnistes. L'inflation est certes négative aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon mais la situation ne peut être qualifiée de déflationniste. La remontée du pétrole et la fin progressive des effets de base permettront une remontée de l'inflation en 2010. À l'exception du Japon, où le retour de la déflation semble inéluctable, un scénario de baisse prolongée des

prix serait en apparence écarté. L'atonie de la demande interne ne permettrait pas à l'économie de retrouver rapidement son potentiel de production ; l'augmentation du chômage freinerait les dépenses des ménages et réduirait le pouvoir de négociation des salariés, limitant la progression des salaires et de l'inflation sous-jacente. Ces éléments traduisent une tendance déflationniste qui pourrait s'installer dans la durée tant que le chômage ne sera pas rapidement résorbé.

Les politiques macroéconomiques doivent donc continuer à soutenir l'activité, en favorisant la consommation et l'investissement ; les autorités monétaires doivent montrer leur détermination à combattre la déflation. En outre, une déflation se traduirait certainement par un renforcement des inégalités, entre débiteurs et créanciers, salariés en emploi stable et personnes dont la position est précaire sur le marché du travail. En effet, la baisse des prix accroît la valeur réelle des dettes contractées à taux fixe, ce qui pénalise les emprunteurs. Second facteur d'inégalités, le chômage touche plus rapidement et plus fortement les individus se trouvant déjà dans les situations les plus précaires. La crise accentuera leurs difficultés à retrouver un emploi, en même temps qu'elle contraindra leur capacité de négociation salariale. La déflation exerce ainsi une pression à la baisse sur certains salaires, contribuant à accroître le pouvoir d'achat des autres. En revanche, la baisse des salaires, par le piège de reflation de la dette, augmente les défauts de paiements et pèse sur la demande. La déflation a des effets ambigus, qui se traduiraient principalement par une augmentation des inégalités.

Après la crise, quelles perspectives ?

Le concept de potentiel de croissance ou de production, défini comme « la trajectoire d'activité qui n'accélère pas l'inflation », permet de s'abstraire des mouvements de court terme pour évoquer les évolutions de moyen terme. Le contexte de réduction brutale de l'activité rend certes la notion de potentiel de croissance un peu vaine mais utile pour comprendre quelles peuvent être les perspectives d'activité à plus long terme et les conséquences de la crise sur les sources de la croissance. Trois éléments peuvent être abordés :

- La hausse brutale du chômage et une longue période de chômage élevé ont des effets à long terme par un phénomène d'hystérèse. Contraints à l'inactivité, les demandeurs d'emploi perdent peu à peu leur capacité à s'insérer sur le marché du travail, voire perdent en productivité. Ceci conduit à une hausse du chômage d'équilibre, qui réduit la pression déflationniste. Par ailleurs, le découragement des demandeurs d'emploi peut induire une réduction de la population active par une diminution des taux d'activité, particulièrement dramatique pour les seniors.

- La réduction brutale de l'activité provoque un excès d'offre sur le marché du travail et sur le marché du capital. Sur ces deux marchés, les prix devraient baisser, et comme l'on peut penser que les salaires sont plus rigides que les prix des biens capitaux, le capital se substituerait au travail, accentuant le chômage. Si une déflation importante s'installe et pousse à la hausse les taux réels, cet effet pourrait s'inverser. Les effets de substitution entre le travail et le capital sont conditionnés par le coût relatif de deux facteurs, mais la lenteur du renouvellement du capital peut reporter à longtemps l'apparition d'effets sensibles par ce canal.

- La productivité globale des facteurs est également sous le coup d'influences contradictoires. La purge schumpeterienne, par laquelle les entreprises les moins productives sont celles qui disparaissent le plus, conduit à une réallocation du capital vers les entreprises les plus efficaces. Cet argument laisse entrevoir des gains de productivité des facteurs à moyen terme. En revanche, il ne faut pas négliger la diminution de l'effort de R&D, la destruction des réseaux immatériels entre entreprises, la destruction du capital social, et le phénomène de surqualification, dû à la hausse du chômage. Ces derniers arguments peuvent largement l'emporter sur l'effet produit par la purge schumpeterienne. ■

France : croissance précaire

Perspectives 2009-2010 pour l'économie française

Après quatre trimestres consécutifs de recul, le PIB français a retrouvé le chemin de la hausse au deuxième trimestre 2009 (0,3 %). Cela n'évitera pas à l'économie française d'enregistrer en 2009 sa plus profonde récession depuis la Grande Dépression des années 1930. Les effets de la crise financière sur l'économie réelle se sont brutalement matérialisés au quatrième trimestre 2008 avec un effondrement spectaculaire (-6,7 %) de la production industrielle (IPI) et du PIB (-1,4 %). Sur sa lancée de la fin 2008, l'économie française a continué de se contracter fortement au cours du premier trimestre 2009 (-7,2 % pour l'IPI et -1,4 % pour le PIB), subissant la conjonction de chocs économiques violents, concomitants et mondiaux qui se sont succédé depuis l'été 2007.

L'année 2009 porte les séquelles des crises financière et immobilière

Les crises financière et immobilière et leurs répercussions sur l'environnement économique international affectent de façon très concrète les entreprises et les ménages français en 2009.

Le retournement simultané des marchés financiers et immobiliers a eu un impact direct sur la richesse nette des ménages. Alors que cette dernière n'a cessé de progresser au cours des dix dernières années, sous l'effet conjugué de la hausse des marchés financiers et surtout des prix de l'immobilier, atteignant près de 10 fois le revenu disponible brut (RdB) des ménages en 2007, la perte de richesse nette enregistrée en 2008 se poursuit en 2009 et aura un impact sur leur comportement d'épargne.

Par ailleurs, la forte hausse du risque de défaut a conforté les banques dans leur stratégie de durcissement des conditions d'accès au crédit. Cette stratégie adoptée dans un contexte de dégradation des profits, d'un surplus record de capacités de production et d'un fort endettement des entreprises, incite ces dernières à freiner leurs investissements.

Ces mécanismes ayant également joué dans les autres pays occidentaux et notamment européens, leurs économies et leurs demandes adressées à la France ont aussi ralenti.

Enfin, face à la chute de leur demande, les entreprises ont entamé un fort mouvement de déstockage en fin d'année 2008 qui est venu amplifier la récession en amputant la croissance française de 1,8 point de PIB depuis le début de la crise.

Pourtant, des signes positifs apparaissent...

La hausse du PIB au deuxième trimestre 2009 n'est pas le seul signe d'une amélioration du climat économique. Depuis plusieurs mois, un certain nombre d'indicateurs laissent entrevoir une amélioration du climat économique :

1. En premier lieu, une reprise de la croissance dans les pays émergents s'est engagée. Le retour à une croissance mondiale en 2010 proche de 3 % est envisagé, permettant un redressement de la demande étrangère adressée à la France.

2. Une baisse du coût de financement de l'économie semble s'opérer ces derniers mois. Depuis la faillite de Lehman Brothers, et malgré les baisses de taux répétées de la Banque centrale européenne (BCE), le coût du crédit pour les entreprises a très fortement augmenté au cours de l'année 2008. Les deux dernières enquêtes de la Banque de France font cependant ressortir une baisse significative du coût du crédit pour les entreprises depuis le début de l'année 2009.

3. Les enquêtes de conjoncture indiquent une amélioration du moral des agents économiques : la situation des ménages s'améliore, comme l'illustre le lent redressement de leur moral, et les perspectives de production des chefs d'entreprises ont cessé de plonger. Ces enquêtes restent certes encore à des niveaux très dégradés et inobservés au cours des précédentes récessions, mais n'interdisent pas un rebond de l'activité économique, tout au moins à court terme.

4. Cela est conforme au scénario « rebond par les stocks » qui semble s'amorcer en France. Les chefs d'entreprises, surpris par la violence inédite du ralentissement de la demande, ont vu leurs stocks s'accumuler massivement début 2008. Depuis, ils puisent fortement dans ces derniers, amplifiant par là-même l'arrêt de la production. Après quatre trimestres de fort déstockage, les chefs d'entreprises jugent – d'après l'enquête mensuelle dans l'industrie de septembre –, que leurs stocks sont revenus à un niveau normal. La forte baisse du ratio stocks sur ventes corrobore l'idée selon laquelle le fort déstockage semble être achevé. Cela devrait permettre à la production de repartir de façon mécanique afin de répondre à la demande, aussi maigre soit elle, sans que cela n'indique toutefois un redémarrage

durable de l'activité industrielle. Au cours du prochain semestre, les variations de stocks devraient contribuer pour près de 1,5 point à la croissance du PIB.

... mais seront insuffisants pour pérenniser la reprise économique

Mais cette reprise pourrait ne constituer qu'une parenthèse : au-delà de cet épisode technique, de nombreuses incertitudes demeurent, annihilant tout espoir de relai par la demande.

L'activité observée au deuxième trimestre 2009 a été portée par la consommation et la contribution des exportations. Or ces deux derniers éléments devraient s'affaiblir au cours des prochains trimestres.

La consommation des ménages a été stimulée en 2009 à la fois par la baisse des prix mais aussi par les effets du plan de relance et notamment de la prime à la casse. Or ces deux facteurs vont aller en s'amoindrisant à l'horizon de notre prévision.

À l'instar de la « Balladurette » en 1994 et de la « Juppette » en 1996, la prime à la casse mise en place depuis le début de l'année 2009 en France a permis de soutenir le marché automobile français et par là-même la consommation des ménages. Cependant cette prime ne durera pas indéfiniment. La suppression progressive du dispositif en 2010 évitera éventuellement une forte baisse des ventes comme celles entrevues au troisième trimestre 1995 (-22 %) et au quatrième trimestre 1996 (-25 %) mais ne l'empêchera pas. En effet, indépendamment de l'échéance des dispositifs, cette mesure ayant permis à de nombreux ménages de profiter d'un effet d'aubaine et d'anticiper leur projet d'achat, son impact s'épuiserait de lui-même.

Par conséquent, les ventes et les exportations de l'industrie automobile seraient sans doute encore stimulées par les plans de soutien au secteur au troisième trimestre 2009 mais accuseraient ensuite le contrecoup, ce qui devrait creuser le profil des exportations en début d'année 2010.

De son côté, depuis la mi-2008, l'inflation connaît une décrue spectaculaire liée au contre-choc pétrolier et à des produits alimentaires rejoignant progressivement un rythme de hausse plus conforme à leur évolution de long terme.

Mais sous l'hypothèse que le prix du pétrole s'établisse à 80 dollars le baril en 2010, l'inflation devrait rebondir, désactivant le principal soutien du pouvoir d'achat des ménages en 2009. En moyenne annuelle, l'inflation devrait s'établir à 1,5 % en 2010 contre 0,2 % en 2009 et 2,8 % en 2008.

Tableau 1 : Quelques résultats significatifs

	Évolutions trimestrielles								2008	2009	2010
	2009				2010						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	-120	-120	-95	-16	-61	-57	-92	-50	136	-311	-252
Nombre de chômeurs* (en milliers)	201	184	84	18	69	73	106	61	-152	520	294
Taux de chômage* (en %)	8,5	9,1	9,4	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6	7,4	9,1	10,1
Déflateur de la consommation (en %)	-0,4	0,0	0,3	0,7	0,3	0,4	0,3	0,4	2,8	0,0	1,6
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	-0,4	1,0	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	2,9	1,9	2,4
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	-0,4	1,0	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	2,8	1,9	2,4
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,4	1,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,6	2,0	0,9
Taux d'épargne (en %)	16,0	16,7	16,7	16,8	16,9	16,9	16,7	16,6	15,3	16,5	16,8
Taux d'épargne financière (en %)	6,3	7,2	7,4	7,7	8,0	8,0	7,8	7,8	4,6	7,2	7,9
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,2	30,4	30,9	31,7	31,9	32,3	32,7	33,2	31,1	30,8	32,6
Taux d'investissement (en %)	19,1	18,9	18,4	18,1	17,8	17,5	17,2	17,2	19,8	18,6	17,4
Taux d'autofinancement (en %)	67,2	75,3	75,8	81,5	82,4	82,9	86,2	89,0	60,7	74,9	85,1
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-3,4	-8,3	-8,7
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									42,8	40,6	40,6
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,6	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6	3,6	3,5	4,2	3,7	3,6
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	4,6	1,5	1,3

* au sens du BIT.

Tableau 2 : Équilibres ressources-emplois en biens et services marchands (aux prix chaînés)

	Niveau (prix chaînés) 2007	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance		
		2009				2010				2008	2009	2010
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 638	-1,4	0,3	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	-2,1	0,8
Importations	530	-5,9	-2,1	2,1	2,2	1,1	1,0	1,0	1,0	0,6	-8,5	4,9
Consommation des ménages	927	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,9	0,5	0,6
Consommation des administrations	369	0,0	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	1,1	1,5	1,5
FBCF totale, dont :	347	-2,6	-0,9	-1,0	-0,9	-1,2	-0,8	-0,6	0,3	0,4	-6,6	-3,4
- Sociétés non financières	192	-3,7	-0,7	-1,2	-1,2	-1,5	-1,5	-1,0	0,5	2,4	-7,6	-4,5
- Ménages	88	-1,9	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-0,3	-0,6	-0,4	-1,4	-7,9	-4,5
- Administrations	52	-0,9	0,3	1,5	1,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,5	-2,1	2,5
Exportations	489	-7,4	0,7	2,8	2,0	0,7	0,8	1,1	1,1	-0,6	-10,3	5,3
Variations de stocks (contrib.)		-0,7	-0,6	0,6	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-1,1	0,8
Demande intérieure totale hors stocks	1 665	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,9	-0,8	0,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2009.

Tableau 3 : Les hypothèses d'environnement international et les soldes extérieurs

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2009				2010				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	-9,7	-3,2	2,6	2,2	1,3	1,2	1,2	1,3	2,1	-14,6	5,4
Prix des concurrents en devises (en %)	-1,0	-0,5	0,0	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	13,9	-1,8	1,7
Prix du pétrole en \$	44,3	58,8	68,0	75,0	80,0	80,0	80,0	80,0	97,0	61,5	80,0
Prix des importations en euros (en %)	-4,2	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	4,0	-6,9	0,4
Prix des exportations en euros (en %)	-2,1	-0,9	-0,3	0,1	0,1	0,3	0,5	0,4	2,9	-3,5	0,4
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-10,3	-7,1	-7,0	-7,5	-8,0	-8,1	-7,6	-7,3	-49,4	-31,9	-31,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2009.

La fin de la désinflation sera couplée à de fortes destructions d'emplois dans le secteur marchand et à une forte baisse de la valeur du patrimoine net des ménages.

Sur le marché du travail, dans la foulée du quatrième trimestre 2008, les pertes d'emplois dans le secteur marchand s'accroîtraient en 2009 en lien avec la forte contraction prévue de l'activité. Nous envisageons la destruction de près de 700 000 emplois marchands d'ici la fin 2010. La hausse du chômage devrait atteindre près de 800 000 personnes en deux ans (2009-2010), soit la plus forte progression observée au cours des 25 dernières années.

Le retournement sur les marchés financier et immobilier a impacté significativement la richesse nette des ménages en 2008. L'hypothèse d'un retour à la situation antérieure étant exclue à l'horizon de notre prévision, nous envisageons une poursuite de cette correction – de près de 135 points de RdB – de la richesse nette des ménages en 2009 et 2010. Cette forte destruction de valeur du patrimoine des ménages aura une incidence sur leur comportement d'épargne et les incitera à poursuivre leur désendettement.

Après avoir fortement baissé entre 2002 et 2008, le taux d'épargne devrait augmenter respectivement de 1,1 et 0,3 point en 2009 et 2010, bridant alors le dernier moteur de croissance. Le taux d'épargne devrait retrouver son niveau de 2002 à l'horizon de notre prévision (16,8 %). La consommation des ménages ne devrait donc pas être un soutien vigoureux à l'activité au cours des prochains trimestres. La croissance de la consommation atteindrait 0,5 % en 2009 et 0,6 % en 2010 après 0,9 % en 2008, rythme peu soutenu et très inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,4 %) et au cours des dix dernières années (2,6 %).

En contribuant pour 0,8 point à la croissance, les échanges extérieurs ont été le principal moteur de la sortie de récession de l'économie française. Deux bémols doivent néanmoins être apportés à ce bon résultat : en premier lieu, cette forte contribution est davantage due à la forte chute des importations (-2,1 %) plutôt qu'à une forte reprise des exportations (0,7 %). Par ailleurs, l'intégralité de la hausse de ces dernières est due aux ventes d'automobiles, notamment en Allemagne, en Italie et en Espagne, pays qui ont mis en place une prime à la casse. Forts de leurs petits modèles à faible consommation, les constructeurs français ont fortement vendu cette gamme. Malheureusement, ces programmes se sont soit brutalement arrêtés (Allemagne), soit s'estomperont dans les trimestres à venir,

Tableau 4 : Contribution à la croissance du PIB

Moyenne annuelle

	2007	2008	2009	2010
Taux de croissance du PIB	2,3	0,3	-2,1	0,8
Dépenses des ménages	2,4	0,9	0,5	0,6
Investissement total	6,5	0,4	-6,6	-3,4
Dépenses des administrations	1,5	1,1	1,5	1,5
Total de la demande intérieure hors stocks	3,0	0,2	-0,7	0,0
Variations de stocks	0,2	-0,1	-1,1	0,8
Solde extérieur	-0,9	-0,4	-0,3	0,0
Taux de croissance du PIB (zone euro)	2,7	0,6	-3,8	0,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision e-mod.fr 2009 et 2010.

privant les exportations françaises d'un soutien de poids.

Le crédit ne constituera pas non plus un relais efficace pour pérenniser la croissance. La hausse du risque de défaut conforte les banques dans leur stratégie de durcissement des conditions d'accès au crédit. Cette stratégie adoptée dans un contexte de dégradation des profits, d'un surplus record de capacités de production et d'un fort endettement des entreprises, devrait inciter ces dernières à freiner leurs investissements. Le surplus de capacités de production se traduira par un report ou une annulation massive des projets d'investissement. La formation brute de capital fixe des sociétés non financières devrait baisser de près de 12 % au cours de la période 2009-2010, après avoir augmenté de 7,3 % en 2007 et de 2,4 % en 2008, recul trois fois supérieur à celui observé à la suite de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. Cette baisse de l'investissement, corollaire du désendettement, permettra une remontée du taux d'autofinancement des entreprises de près de 20 points à l'horizon de notre prévision.

Le retournement du marché de l'immobilier, entamé en fin d'année 2008, devrait se poursuivre. Les prix de l'immobilier connaîtraient une baisse importante d'ici à la fin 2010 (-17 %), permettant aux rendements locatifs de combler l'écart enregistré depuis 2006 avec les rendements obligataires. Ce retournement ferait baisser l'investissement des ménages de 7,9 % en 2009 et de 4,5 % en 2010.

S'il est probable, comme nous l'envisageons dans notre scénario, que la politique de taux de la BCE demeure accommodante tant que la solidité de la reprise économique en Europe n'est pas retrouvée, l'impulsion budgétaire fortement expansionniste en 2009 (1,8 point de PIB) ferait place à une impulsion légèrement négative en 2010 (-0,4 point de PIB).

Au total, l'économie française en 2009 devrait connaître sa plus forte récession depuis les années 1930 (-2,1 %). Au cours

de l'année 2010, l'activité devrait croître de nouveau (0,8 %) mais à un rythme très faible, insuffisant pour parler de reprise.

S'établissant à un niveau très inférieur à son potentiel (1,6 %), la croissance attendue non seulement ne permettra pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2008, mais au contraire l'accroîtra à l'horizon 2010.

Le taux de chômage poursuivra sa hausse entamée et atteindra 9,5 % fin 2009 et 10,6 % fin 2010, contre 7,8 % fin 2008. De son côté, le déficit public devrait s'établir respectivement à 8,3 % et 8,7 % en 2009 et 2010 portant la dette publique à 77,1 % du PIB en 2009 et 84,3 % en 2010 contre en 68,1 % en 2008.

Nos prévisions pour l'économie française à l'horizon 2010 sont toutefois légèrement moins sombres que celles envisagées pour ses principaux partenaires. Depuis le début de la crise, l'économie française a mieux résisté que ses principaux partenaires. Alors que la richesse par tête en parité de pouvoir d'achat a baissé de 4 % en France, celle-ci a connu une chute de plus de 6 % en moyenne dans les autres pays de la zone euro (6,1 % en Allemagne, 7,3 % en Italie, 5,4 % en Espagne). Une moindre exposition extérieure, des stabilisateurs automatiques plus développés, des agents privés moins endettés, des effets de richesses financière et immobilière moins négatifs ainsi qu'un marché du travail plus protecteur expliquent en grande partie la meilleure résistance en France que chez ses principaux partenaires européens. ■

Abonnements

Tél/ 01 45 49 83 64 - Fax/ 01 45 49 83 34

Directeur de la publication :

Jean-Paul Fitoussi

ISSN N° 0751-66 14 ■ Commission paritaire n° 65424

Mise en page : Claudine Houdin

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,50 €