

# A quand la sortie de crise ?

## Perspectives économiques pour 2009-2010

Document de travail  
Avril 2009



Ce quatre pages de Coe-Rexecode accompagne la publication du Document de travail n° 7 « Perspectives économiques 2009-2010 » préparé par Denis Ferrand et l'équipe de Coe-Rexecode  
Le texte du Document de travail est accessible sur le site internet [www.coe-rexecode.fr](http://www.coe-rexecode.fr)

### Résumé

Après une récession économique de plusieurs trimestres, la question qui se pose est celle du moment de la sortie de crise. La réponse dépend de ce que l'on met derrière ces mots. Si on considère que la sortie de crise, c'est une phase d'expansion continue à un rythme supérieur à la tendance longue, alors il faudra attendre deux ou trois ans pour que l'on puisse vraiment parler de sortie de crise. C'est le délai qui sera nécessaire pour que les acteurs économiques se soient désendettés et s'engagent dans un nouveau cycle d'accumulation d'actifs et de dettes. Si on considère que le début de la sortie de crise c'est la fin de la récession, alors notre diagnostic est que nous n'en sommes plus très loin. Mais même dans le cas d'un rebond de l'activité, les faillites d'entreprises et le chômage tendront à augmenter encore durablement. Les priorités de la politique économique sont d'assurer le financement des entreprises et de limiter la hausse du chômage.

Le retournement conjoncturel, amorcé aux Etats-Unis dans le secteur du logement dès 2006, a été brutalement accentué à l'automne 2008 par une véritable panique financière mondiale qui a précipité des reports d'investissements, un déstockage massif, une hausse des taux d'épargne, une perte de confiance dans le système financier et une liquidation quasi-générale des actifs risqués. Cette crise de confiance financière, qui a été d'une extrême violence, se résorbe lentement.

Des forces stabilisatrices de l'activité économique commencent aussi à produire leurs effets : recul des prix des produits de base et restitution de pouvoir d'achat aux pays consommateurs, baisse inédite des taux d'intérêt, mutualisation des risques par les Etats et les Banques Centrales, soutien de la demande finale par des plans de relance publics.

### Une sortie de crise en trois temps

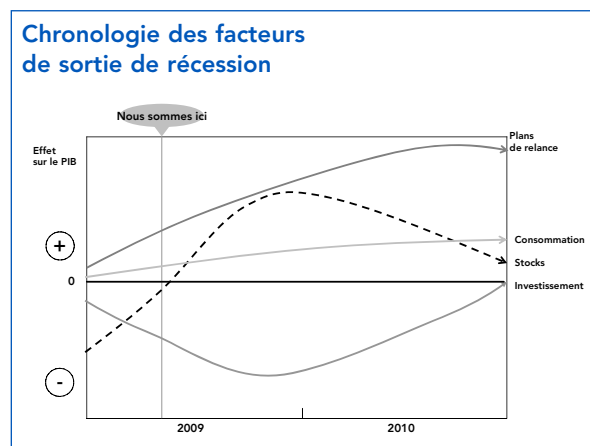
Au début du printemps 2009, l'économie mondiale reste encore soumise à des forces récessives, mais des forces de rebond vont aussi gagner en vigueur dans les prochains mois.

A court terme, un premier facteur de rebond viendra de la fin du déstockage. Le processus de déstockage a commencé en 2007 et il est déjà bien avancé. Une autre question concerne la construction et l'immobilier. C'est aux Etats-Unis, et dans l'immobilier, que la crise avait commencé. Or les mises en chantier aux Etats-Unis sont tombées de 2 000 000 début 2006 à 500 000 environ actuellement. La moyenne historique est

de plus d'un million et demi et l'augmentation annuelle du nombre de ménages est de plus d'un million. Il y a donc aujourd'hui un fort déficit de construction de logement. Par ailleurs, avec la baisse des prix des logements et le recul des taux d'intérêt, l'indicateur d'accessibilité à l'acquisition d'un logement est remonté à un niveau historiquement élevé. Une prochaine reprise de la construction de logement aux Etats-Unis paraît probable.

Un facteur-clé du rebond de l'activité viendra des plans de relance décidés dans la plupart des pays. Les politiques publiques ont été particulièrement actives dans l'ensemble des pays. Les Banques centrales refinancent l'économie presque sans limite et les politiques budgétaires se sont dans l'ensemble fortement engagées, à hauteur d'environ 1 % du PIB en Europe, 4 % (deux années de suite) aux Etats-Unis, plus de 5 % en Chine.

On peut représenter par le graphique ci-après ce que devrait être le cheminement général des composantes de la demande finale en 2009-2010 dans les pays développés, avec bien sûr des différences selon les pays. L'investissement reculerait au moins durant deux ans. Les variations de stocks commenceraient prochainement à exercer un effet positif. La consommation serait proche de la stagnation mais légèrement positive. Quant aux mesures de soutien, elles exerceraient un effet d'entraînement croissant. L'addition de ces facteurs devrait déboucher sur une stabilisation de l'activité puis l'amorce d'un rebond avant la fin 2009.



Au-delà de cet ajustement, des freins puissants subsisteront en raison de la nécessité pour tous les acteurs de se désendetter : banques, entreprises, ménages et enfin les Etats. Le scénario le plus vraisemblable est ainsi un scénario en plusieurs temps : un rebond temporaire fin 2009-début 2010, puis une longue convalescence de deux à trois ans, enfin au-delà seulement une vraie reprise économique, c'est-à-dire le retour à un taux de croissance supérieur à la tendance longue (de l'ordre de 2 % en Europe, un peu plus aux Etats-Unis).

### Après la récession, faut-il craindre l'inflation ?

Il y a moins d'un an, le thème dominant était l'inflation. A l'époque, les rythmes de hausse des indices de prix à la consommation approchaient voire dépassaient les niveaux les plus élevés des vingt dernières années : 4 % en moyenne pour la zone euro, près de 6 % aux Etats-Unis, plus de 8 % en Chine et de 10 % en Inde. Dans les années 70, l'inflation était restée élevée pendant et après la récession. Au début des années 1980, l'inflation avait reculé alors que le prix du pétrole n'avait vraiment baissé qu'en 1986. Dans la période récente, la récession mondiale a cassé net la hausse des prix du pétrole, des matières premières et de l'inflation globale. Nous estimons qu'à la différence des années 70 il n'y a pas actuellement de risque d'inflation salariale. On notera que les hausses salariales sont restées contenues dans la période de surchauffe mondiale de 2006-2007 et que le chômage augmente désormais partout. Mais à la différence de 1980, il y a bien un potentiel d'inflation monétaire, risque à vrai dire encore lointain.

Les politiques monétaires sont aujourd'hui très accommodantes. Certaines Banques centrales s'engagent dans une monétisation de la dette publique et la perspective d'une création monétaire internationale apparaît. Le risque d'inflation monétaire est donc réel. Pour que la liquidité entraîne effectivement l'inflation, encore faudrait-il que les entreprises puissent augmenter leurs prix. Cela restera très peu probable tant que les capacités de production inemployées seront très élevées, et il est vraisemblable qu'elles le

resteront durablement. Cela devrait laisser aux Banques centrales le temps de résorber les liquidités. C'est l'hypothèse que nous retenons.

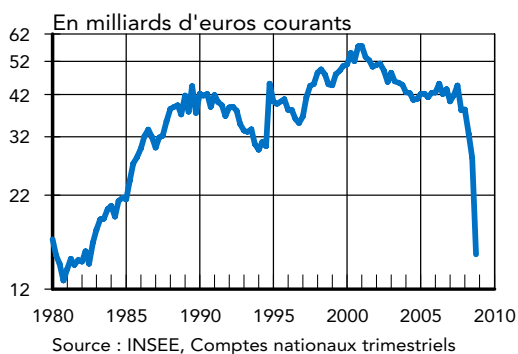
### Les tendances probables de l'économie française

Le scénario que nous privilégions pour la France retient pour 2009 et 2010 la perspective d'un point bas du PIB au troisième trimestre 2009. Les taux de croissance annuel seraient de -1,7 % en 2009 et de +1,2 % en 2010. L'emploi total reculerait de 600 000 postes entre le printemps 2008 et la fin 2010, soit encore près de 500 000 pertes d'emplois devant nous. Le chômage augmenterait donc jusqu'à la fin 2010.

Les résultats des entreprises ont été pénalisés très fortement par la chute d'activité comme le montre l'évolution récente de l'excédent d'exploitation (EBE) de l'industrie, ce qui relativise fortement le débat sur le partage de la valeur ajoutée et explique les plans d'ajustement que l'on observe actuellement.

Le besoin de financement des entreprises (au sens de la comptabilité nationale) devrait avoir atteint son maximum (environ 20 milliards d'euros par trimestre). Il diminuerait ensuite. A ces niveaux de besoins de financement, sur la base des relations passées, on peut associer un nombre de défaillances d'entreprises de 60 000 en rythme annuel (après 48 000 en 2008 et 40 000 les années antérieures).

France : excédent brut d'exploitation de l'industrie manufacturière



### Une politique économique française très réactive

Le *plan de soutien bancaire* adopté à l'automne 2008 visait à renforcer les fonds propres des banques et à faciliter la distribution de crédits en assurant le financement des banques. La *Société de prises de participations de l'Etat* (Sppe) créée pour renforcer les fonds propres des banques a été dotée de 21,5 milliards d'euros par l'émission de dette garantie par l'Etat. Aujourd'hui, 13 milliards ont été levés et utilisés. La *Société de financement de l'économie française* (Sfef) créée pour financer les banques, a levé au stade actuel 44 milliards d'euros sur le marché. La prévision de la Sfef est qu'elle atteindra 80 milliards d'euros en fin d'année 2009.

Les pertes et dépréciations d'actifs déjà enregistrées par les cinq principales banques françaises sur le marché *subprime* ont été estimées par Bloomberg à 28 milliards de dollars en février 2009. Ces pertes sont couvertes par les recapitalisations réalisées, qui se montent à 33 milliards de dollars. Mais de nouvelles créances douteuses apparaissent avec la récession. Par comparaison avec le passé celles-ci pourraient encore être significatives.

Les *mesures de soutien* à l'économie comportaient des mesures de trésorerie et des mesures budgétaires. Sur les 11,4 milliards d'euros de mesures de trésorerie, 7,2 sont réalisées. Elles ont allégé d'à peu près le tiers le besoin de financement des entreprises au premier trimestre. Pour ce qui est des impulsions budgétaires (10 milliards d'euros environ), au stade actuel l'impact effectif est encore modeste. D'ici à la fin de 2009, on peut estimer qu'il atteindra 3 à 4 milliards d'euros, le reste se reportant sur 2010. Il faut y ajouter le rôle des stabilisateurs sociaux et fiscaux en réaction à la contraction de l'activité, et les nouvelles mesures à caractère social (près de 4 milliards d'euros). Nous estimons que les prestations reçues par les ménages progresseront d'au moins 6 % en 2009, soit 2 % du revenu disponible brut des ménages.

En conclusion, l'analyse précédente fait apparaître clairement les deux priorités de la politique économique conjoncturelle : limiter la montée

des faillites en assurant la continuité du financement des entreprises, enrayer l'accroissement du chômage par tous les moyens de la politique de l'emploi. Les mesures déjà adoptées suffiront-elles face à la récession ?

### Financer les entreprises

Le dernier Sommet du G20 a rappelé les trois objectifs des plans bancaires (fonds propres, financement, actifs « toxiques »). Le moins avancé des trois est le traitement des actifs.

Les Etats-Unis ont annoncé dès le début avril 2009 un plan de résorption des actifs « toxiques » détenus par les banques (plan Geithner). Ce plan est complexe et les résultats en sont incertains. C'est l'un des principaux risques de la période prochaine. La réussite du plan Geithner serait très favorable à une libération des comportements (et à une hausse des cours boursiers). En revanche, un échec du plan Geithner pourrait entraîner de vives réactions négatives des marchés financiers.

Au Royaume-Uni, le dispositif s'applique à un ensemble large d'actifs à risques. Une franchise de 10 % demeurera à la charge des banques, le reste soit 90 % sera couvert par le dispositif d'assurance. Les actifs seront conservés au bilan des banques mais cantonnés. La rémunération de la garantie est assurée par un paiement immédiat (2 % des actifs garantis dans le cas de la *Royal Bank of Scotland*) et par l'émission d'actions préférentielles.

L'Allemagne s'oriente semble-t-il vers la création au sein de chaque établissement d'une « *bad bank* » interne. L'ensemble de ces « *bad banks* » seraient placées sous une certaine protection du Soffin (le fonds allemand d'aide au secteur bancaire) dans des conditions qui restent à fixer.

La France n'a pas encore pris position. Compte tenu de la situation des banques françaises et des mesures déjà prises en matière de fonds propres et de financement, nous préconisons un dispositif relativement souple dans lequel chaque banque conserverait la gestion de ses actifs risqués,

avec une large marge de choix des actifs qu'elle proposerait de garantir par une caisse de garantie, ce qui impliquerait naturellement une contrepartie financière et un effort pour assurer le crédit à l'économie. La contrepartie financière pourrait être assurée par une contribution assise sur le montant des actifs garantis et payée sur les résultats futurs pendant une période assez longue.

### Limiter la montée du chômage

Les partenaires sociaux et le gouvernement sont loin d'être restés inactifs en matière de politique de l'emploi. Mais il faut reconnaître que la brutalité de la récession a surpris et que ses conséquences sur l'emploi et le chômage vont se manifester à des niveaux élevés et de façon durable.

Outre les mesures de financement des entreprises et du soutien à certains secteurs particulièrement touchés, un large consensus s'est dégagé pour maintenir lorsqu'on le peut le lien entre l'entreprise et le salarié en facilitant le chômage partiel et en l'indemnisant mieux. Ces orientations vont dans la bonne direction, mais elles ne peuvent contribuer que partiellement à limiter la montée du chômage.

Pour aller bien au-delà, comme les perspectives de montée du chômage y invitent fortement, faut-il augmenter les mesures de soutien de la demande finale ou plutôt agir directement sur le chômage ? Il nous semble que de nouveaux soutiens significatifs de la demande seraient trop peu efficaces pour le chômage en raison des multiples « pertes en ligne », entre la dépense publique supplémentaire et la production nationale (fuite à l'importation) et entre la production et l'emploi (réserves de productivité). Compte tenu de l'urgence, une action directe sur le chômage paraît préférable. Le nombre total d'emplois aidés n'a pas augmenté depuis le début de la crise économique. Des mesures d'incitation aux emplois aidés marchands pourraient donc être envisagées à une hauteur sensiblement plus élevée qu'actuellement, avec un haut degré de priorité aux métiers pour lesquels existent des offres non pourvues et à l'accès des personnes sans emploi à la formation professionnelle.

Michel DIDIER