

# **REPRISE MONDIALE :**

## **L'EUROPE LÂCHÉE ?**

(Avril 2010)

- PARTIE I -

**CENTRE ÉTUDES & PROSPECTIVE DU GROUPE ALPHA**

# SOMMAIRE

<b>Un choc d'activité majeur .....</b>	<b>5</b>
<b>La reprise en ordre dispersé .....</b>	<b>7</b>
<b>Le rebond américain sous perfusion monétaire .....</b>	<b>7</b>
Encadré 1 : le plan de relance américain de 2009.....	8
<b>Le déplacement du centre de gravité de la croissance mondiale     vers les régions émergentes d'Asie et d'Amérique latine.....</b>	<b>13</b>
<b>Europe : le cumul des handicaps .....</b>	<b>14</b>
Encadré 2 : croissance potentielle ou tendancielle en sortie de crise .....	15
<i>Une intermédiation financière toujours défaillante .....</i>	<i>17</i>
<i>L'ajustement des surcapacités et la redistribution des cartes industrielles .....</i>	<i>19</i>
<i>L'alternance entre menaces inflationniste et déflationniste se dénoue         par la prédominance des arbitrages restrictifs en Europe .....</i>	<i>20</i>
<i>La dette publique absorbe les excédents d'épargne de la croissance molle.....</i>	<i>21</i>
<i>Les disparités coûteuses de la zone euro et de l'Union Européenne .....</i>	<i>22</i>
<i>Cohérence, coordination, crédibilité : le triangle difficile des politiques.....</i>	<i>25</i>
<i>Perspectives immédiates de la croissance européenne.....</i>	<i>28</i>
<b>Politiques budgétaires et plans de relance.....</b>	<b>30</b>
<b>L'importance des stabilisateurs automatiques.....</b>	<b>30</b>
<b>Les mesures budgétaires spécifiques .....</b>	<b>31</b>
<b>Le gonflement des dettes publiques.....</b>	<b>34</b>
<b>Les finances publiques françaises : merci aux stabilisateurs automatiques !.....</b>	<b>37</b>
Encadré 3 : les finances publiques françaises à horizon 2030 selon le Sénat et l'OFCE .....	40
<b>Les finances publiques allemandes : après le soutien aux revenus     et à l'activité, vers une consolidation budgétaire ordonnée par la Constitution.....</b>	<b>42</b>
Encadré 4 : les mesures allemandes en faveur des entreprises.....	43

# Reprise mondiale : l'Europe lâchée ?

La crise de 2008-2009 n'est pas banale. Elle laissera des traces dont la portée encore incertaine dépend des actions publiques visant à corriger, ou non, les dérives qui ont nourri la crise. Une interrogation majeure porte sur les perspectives de croissance à moyen et long terme des diverses régions du monde à la sortie de crise. L'Europe n'apparaît pas, à cet égard, en très bonne posture.

## Un choc d'activité majeur

Le « choc d'activité » suscité par la crise, c'est-à-dire la perte de production cumulée, est d'une ampleur majeure. Pour calculer ce choc d'activité, plutôt que de raisonner en référence à un sentier de « croissance potentielle » dont le chiffrage est trop incertain<sup>1</sup>, on peut simplement comparer la croissance réelle pour 2008 et 2009, puis prévue pour 2010, avec la croissance moyenne observée sur les années précédentes. Pour ces dernières, les six années 2002 à 2007 ont été retenues, car elles correspondent au dernier cycle d'activité, depuis le creux de 2002 jusqu'à la crise qui se manifeste en 2008. Le choc d'activité se calcule en faisant la différence entre le niveau d'activité de 2010 qu'on aurait observé si la tendance antérieure s'était prolongée de 2008 à 2010 et celui aujourd'hui prévisible. Il s'agit d'une estimation approximative, mais les ordres de grandeur témoignent de l'intensité du choc. Pour les grands pays avancés, l'année 2010 apparaît au mieux comme celle du retour à un taux de croissance tendanciel, pas vraiment encore comme une année de récupération de la perte d'activité. Et certains pays, comme l'Espagne, voient ces pertes se poursuivre.

**Tableau 1**  
**Choc d'activité cumulé de 2008 à 2010**

en %	Croissance				Choc d'activité
	Moy. 2001-2007	2008	2009	2010 (prévision)	2008-2010
France	1,8	0,4	-2,3	1 à 1,5	-6
Allemagne	1,3	1,3	-5,0	1 à 1,5	-6
Espagne	3,4	0,9	-3,6	-1 à 0	-13
Royaume Uni	2,6	0,5	-4,8	0,5 à 1,5	-11
Etats-Unis	2,6	0,4	-2,5	2,5 à 3	-7
Japon	1,8	-1,2	-5,3	1 à 2	-10

*Sources*: nationales, FMI, calculs CEP-Groupe Alpha

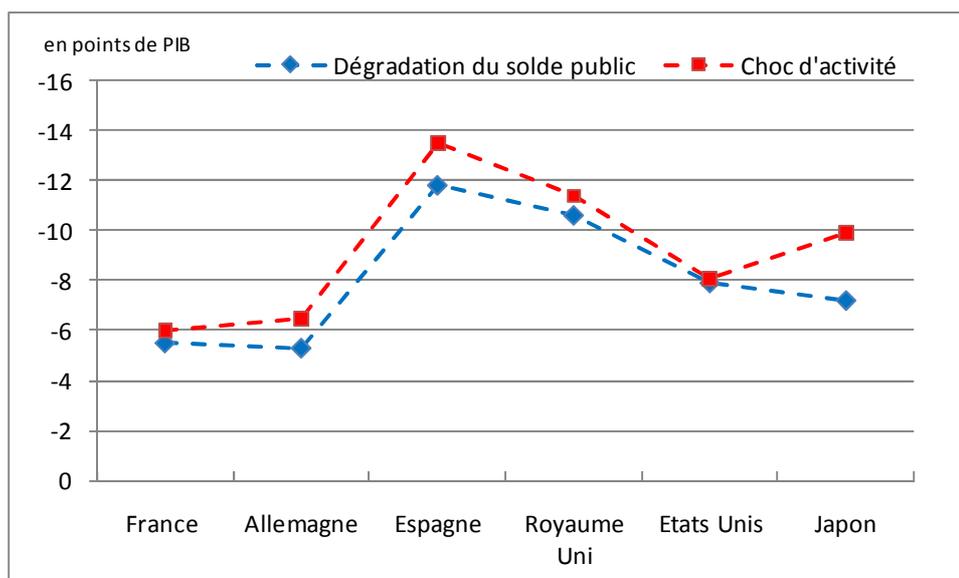
*Légende* : pour 2010, une fourchette a été indiquée sur la base des principales prévisions aujourd'hui disponibles. Le choc d'activité est estimé sur la base d'une la base d'une prévision médiane

<sup>1</sup> Voir, infra, encadré 2 sur la notion de croissance potentielle.

La corrélation est très étroite entre la dégradation des soldes publics, depuis 2007, et le choc d'activité subi sur les trois années 2008 à 2010 : le manque à gagner d'activité, cumulé sur plusieurs années, est déterminant pour l'évolution des soldes publics, en raison de la place importante prise par les stabilisateurs automatiques pour atténuer les effets de la crise<sup>2</sup>.

**Graphique 1**

**Dégradation du solde public et choc d'activité depuis 2007**



Sources: nationales, FMI, calculs CEP-Groupe Alpha

**Tableau 2**

**Evolution des soldes publics de 2007 à 2010**

en points de PIB	2007	2008	2009	2010	Ecart 2007/2010
France	-2,7	-3,4	-7,9	-8,2	-5,5
Allemagne	0,2	-0,1	-3,3	-5,5	-5,7
Espagne	2,0	-4,1	-11,4	-9,8	-11,8
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,0	-3,5
Royaume Uni	-2,6	-6,9	-12,7	-12,1	-9,5
Etats-Unis	-2,8	-6,5	-11,1	-10,7	-7,9
Japon	-2,8	-2,6	-9,2	-10,0	-7,2

Sources: nationales, FMI

<sup>2</sup> Les stabilisateurs automatiques correspondent à l'évolution des dépenses et recettes publiques spontanément suscitée par le cycle d'activité, compte tenu des normes et règles en place. Dans la phase baissière du cycle, l'assiette des recettes fiscales diminue alors que l'évolution des dépenses va plutôt prolonger la tendance antérieure et que certaines, comme l'indemnisation du chômage, accélèrent. Aux stabilisateurs économiques s'oppose l'« impulsion budgétaire », c'est-à-dire l'ensemble des mesures budgétaires de nature discrétionnaire prises par les autorités publiques (dont les plans de relance).

Ce rapprochement entre le déficit d'activité associé à la crise et l'évolution des déficits publics illustre l'équation difficile qu'ont à résoudre les gouvernements. Ils doivent poursuivre leur action pour assurer et consolider la sortie de crise mais cette action même est handicapée par la lourde dégradation des comptes publics. Tous les pays ne sont cependant pas placés à la même enseigne, ni ne font, dans ces circonstances, les mêmes choix. Ces différences impriment déjà leur marque sur les modes et vitesses de sortie de la récession.

## **La reprise en ordre dispersé**

L'engagement de la reprise mondiale, au cours du second semestre 2009, a emprunté deux canaux principaux : la traditionnelle capacité de rebond américaine et la résilience plus nouvelle des pays émergents, notamment asiatiques.

### **Le rebond américain sous perfusion monétaire**

Pour un pays qui fut l'épicentre du séisme financier, s'en tirer avec une récession du PIB de l'ordre de 2,5% en 2009 frise la performance. Le net redémarrage en fin d'année passe normalement par l'amortissement prononcé du déstockage des entreprises, qui témoigne de l'ajustement réalisé de la production à la demande courante et du redressement des anticipations. Jusqu'à présent, les Etats-Unis n'ont pas trop mal maîtrisé le dilemme auxquels leur économie est confrontée, depuis l'éclatement de la crise : comment résorber les déséquilibres qui ont nourri cette dernière sans chuter dans la déflation ? Comment, à la fois, reconstituer une capacité d'épargne privée, une fois dissipée l'ivresse de la richesse fictive, et faire de la dépense publique à grande échelle pour amortir la chute et hâter le rebond ? Il fallait dépenser plus pour contrer le risque dépressif, et épargner davantage, pour engager la résorption des déséquilibres. La résolution de ce dilemme passait par une impulsion publique à grande échelle suffisamment ample et ciblée pour être rapidement efficace. Le plan de relance mis en œuvre par l'administration Obama (*American Recovery and Reinvestment Act*, pour près de 800 milliards de dollars) est allé en ce sens, même si l'estimation de son impact est sujet à controverses et qu'il suscite à la fois des reproches d'insuffisance et d'excès : c'est au moins la preuve que le calibrage n'allait pas de soi face à une menace dépressive d'intensité rare (encadré 1).

Les ajustements auxquels sont confrontés les ménages américains ne sont pas légers (cf. graphiques 2 à 7) : la remontée forcée du taux d'épargne répercute l'amputation de la richesse consécutive aux dévalorisations des actifs immobiliers et financiers et l'engagement d'un processus de désendettement. Celui-ci est certes facilité par le repli des taux d'intérêt et les moratoires dont peuvent bénéficier les ménages en faillite (on perd sa maison et sa dette). L'allègement amorcé du service de la dette contribue à la reprise de la consommation qui se dessine au cours de 2009.

### Encadré 1 : le plan de relance américain de 2009

Après le succès médiocre du premier plan de 2008, la nouvelle administration Obama a mis en place un plan de relance de grande ampleur, 787 Milliards de dollars, en février 2009. Ce plan est dénommé ARRA, *American Recovery and Reinvestment Act*. Par le CEA (*Council of Economic Advisers*) de la Maison Blanche, on possède des éléments précis sur la mise en oeuvre de ce plan.

L'ARRA s'élève à 787 milliards de dollars (Mds \$) et porte sur 3 années fiscales 2009-2011 (l'année fiscale américaine court de Octobre à Septembre); en principe la quasi-totalité concerne les années 2009-2010-2011. Il se décompose en :

• Réduction d'impôts	288	
• Dépenses	499	
dont : - Transferts aux Etats et programmes sociaux	273	(Fonds de stabilisation financière des Etats pour leur permettre de mener à bien leurs propres programmes sociaux : éducation, protection civile)
- Investissements	226	(Infrastructures, innovation, développement durable, recherche, santé).

Sur ce total, 452 Milliards de dollars (soit plus de 60%) ont été engagés à fin janvier ; 298 Mds\$ effectivement payés (2,4% du PIB). L'objectif du gouvernement est d'atteindre 550 Mds\$ de paiements (soit 70% du programme total) à fin septembre 2010. Il restera environ 30 % soit 240 Mds\$ à utiliser pendant l'année fiscale 2011.

#### Situation à fin Janvier 2010

	Total ARRA	Engagé	Payé
<b>Réduction taxes</b>	298	119	119
<b>Transferts et programmes sociaux</b>	273	190	} 179
<b>Projets et investissements</b>	226	143	
<b>Total</b>	787	452	298

**Source :** Rapport du CEA – février 2010

L'impact sur l'emploi est estimé à 2 millions d'emplois créés ou sauvegardés à fin 2009 par le CEA. Le CBO de son côté avait estimé entre 600.000 et 1.600.000 les emplois créés ou sauvegardés à fin septembre 2009 pour un montant effectivement investi de 200 Mds\$ à cette date.

Les ménages américains ne sont pas pour autant sortis d'affaire. Ils sont affectés, certes avec diversité, par le cumul de processus enclenchés avec l'éclatement de la crise : l'ajustement très rapide sur le marché du travail, libérant l'expansion du chômage dont le taux avoisine désormais le seuil de 10% ; la progression poursuivie des défaillances des ménages débiteurs et des saisies immobilières ; le poids, qui reste très lourd pour beaucoup de ménages, des dettes à rembourser ; la disparition de l'enrichissement virtuel pour les ménages plus aisés... Tous ces facteurs font de la hausse du taux d'épargne non pas un simple ajustement épisodique mais une contrainte qui pèsera durablement sur la croissance américaine, largement tirée depuis vingt ans par une consommation sans frein. L'expansion de cette dernière pourrait être plus en rapport avec une capacité d'offre qui souffre des limites de la spécialisation américaine dans la nouvelle division internationale du travail<sup>3</sup>. Les arbitrages, qui se dessinent pour l'instant prudemment de la part d'investisseurs souverains (chinois en premier lieu) pour mieux diversifier le placement de leurs réserves au détriment des Bons du Trésor américains, sont un rappel encore modéré aux réalités. En attendant, le déficit public fédéral fait plus que compenser la remontée de l'épargne privée (graphiques 8 et 9).

Il est difficile, aujourd'hui, de tirer clairement les conséquences de ces évolutions sur les perspectives de croissance américaine. A court terme, l'impulsion publique se poursuit : en début d'année 2010, le pouvoir d'achat des ménages reste soutenu par les crédits d'impôts, la prolongation des allocations chômage et les subventions à l'assurance-maladie. Si un certain consensus existe pour envisager une croissance américaine dans une fourchette de 2,5% à 3,5% en 2010, les divergences se manifestent pour la suite : le FMI, dans ses prévisions de janvier 2010, envisage plus un repli qu'une accélération en 2011 ; la Réserve fédérale américaine incline pour une accélération maintenue en 2011 et 2012, dans une fourchette de 3,5% à 4,5% l'an, performance qui serait plus qu'honorable : ce rattrapage des pertes de la récession, avant le retour à une croissance tendancielle de l'ordre de 2,5 à 3% l'an, permettrait le repli du taux de chômage aux alentours de 7% en 2012, sans dérapage inflationniste puisque l'inflation resterait en deçà de 2% à cet horizon.

Les prévisions de la FED portent sans doute la marque du volontarisme d'une institution qui reste inquiète des risques de déflation et de répliques de la crise financière, en provenance de segments vulnérables du crédit et de l'activité (comme l'immobilier commercial : cf. graphique 10). Si la FED a mené à bien le retrait progressif mais régulier de programmes exceptionnels d'assistance à la liquidité du système financier, son action porte la marque d'une connivence avec l'Etat fédéral, afin d'alléger au mieux la contrainte financière sur une relance budgétaire pourtant destinée à s'atténuer : alors que la FED, dans la phase aiguë de la crise financière, ouvrait les vannes de la liquidité pour le compte des banques mais retirait de la liquidité par la vente des Bons du Trésor auparavant détenus, elle a repris, depuis le printemps 2009, ses achats de Bons du Trésor et de titres publiquement garantis (notamment hypothécaires), redevenus largement majoritaires dans son actif (graphique 11). L'aide aux ménages surendettés et confrontés à la menace de saisie repose largement sur les deux agences « *government sponsored* » Fannie Mae et Freddy Mac, toujours lourdement déficitaires. Et la FED est bien le prêteur en dernier ressort, en ligne ultime de défense, y compris pour l'Etat fédéral lui-même.

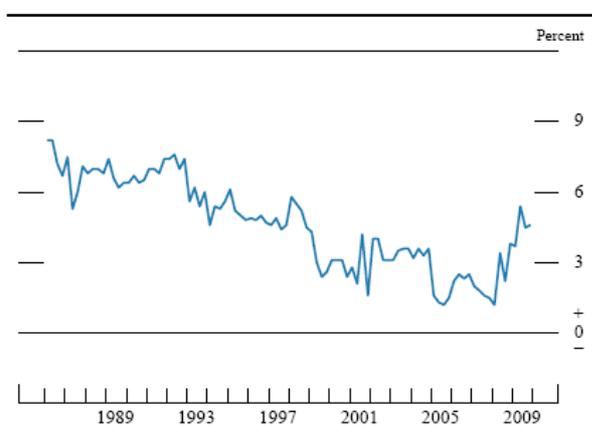
---

<sup>3</sup> Voir Jacques Mistral, « Les Etats-Unis, modèle ou déclin ? » , *Rue Saint-Guillaume*, n°157.

Le bilan de la FED est toujours en conséquence à un niveau très élevé. De pair avec l'annonce de taux directeurs au plancher pour une longue période, la FED prend sa part de l'intense soutien public à la croissance. Sans cet engagement de la FED, la reprise américaine ferait probablement long feu. Clairement, le risque inflationniste associé à l'expansion monétaire, bien utile, s'il se réalisait, pour aider au désendettement privé et public, n'est pas le premier souci de la FED. L'économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard, qui a récemment exprimé ses réflexions sur l'opportunité d'une cible d'inflation des banques centrales plutôt au voisinage de 4% que de 2%, a plus de chances d'être écouté aux Etats-Unis qu'en Europe, dont certains responsables monétaires n'ont pas caché leur ire face à cette suggestion à peine hétérodoxe.

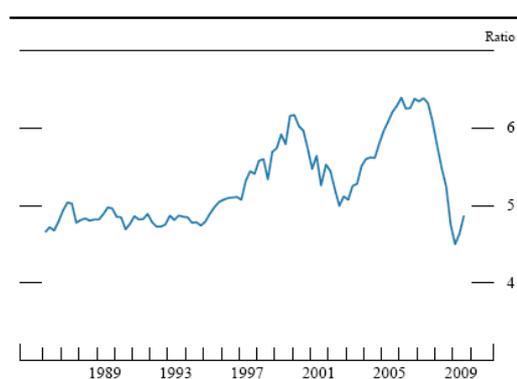
## Ménages américains : la grande correction <sup>4</sup> ?

**Graphique 2**  
Taux d'épargne financière des ménages (%)



NOTE: The data are quarterly and extend through 2009:Q4.  
SOURCE: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

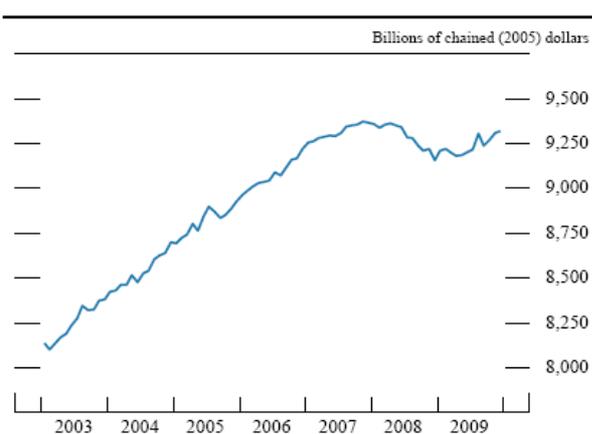
**Graphique 3**  
Richesse des ménages / revenu disponible



NOTE: The data are quarterly and extend through 2009:Q3. The wealth-to-income ratio is the ratio of household net worth to disposable personal income.

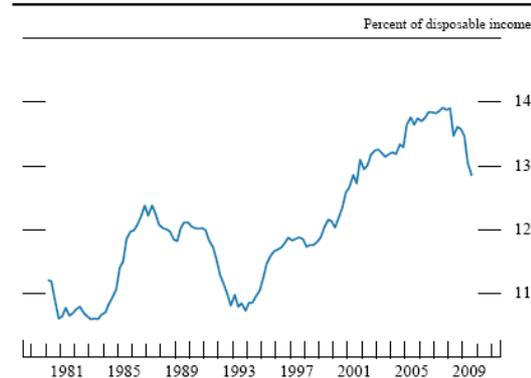
SOURCE: For net worth, Federal Reserve Board, flow of funds data; for income, Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

**Graphique 4**  
Consommation des ménages en volume



NOTE: The data are monthly and extend through December 2009.  
SOURCE: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

**Graphique 5**  
Service de la dette en % du revenu disponible



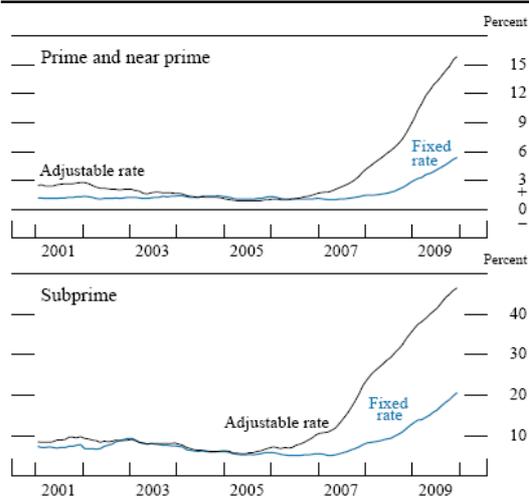
NOTE: The data are quarterly and extend through 2009:Q3. Debt service payments consist of estimated required payments on outstanding mortgage and consumer debt.

SOURCE: Federal Reserve Board, "Household Debt Service and Financial Obligations Ratios," statistical release.

**Source :** Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report to the Congress*, February 24, 2010

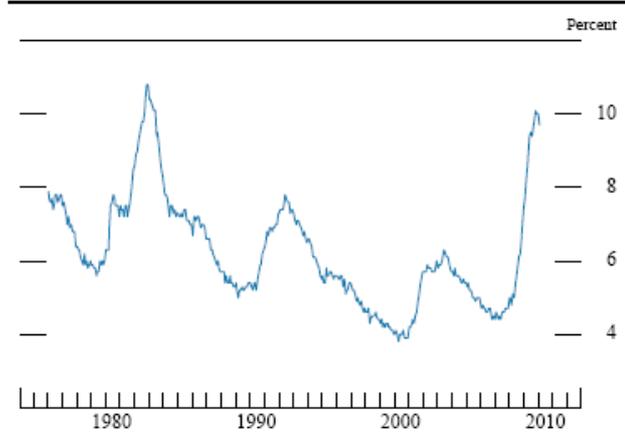
<sup>4</sup> Jonathan Franzen, *Les corrections*, Editions de l'Olivier, 2001

**Graphique 6**  
**Taux de défaillance sur les prêts hypothécaires**



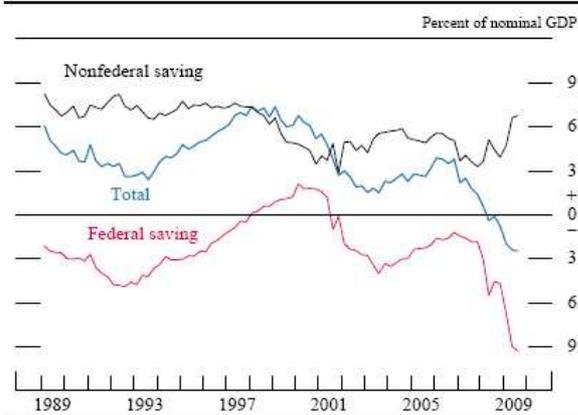
NOTE: The data are monthly and extend through December 2009. Delinquency rate is the percent of loans 90 days or more past due or in foreclosure.  
SOURCE: For subprime, LoanPerformance, a division of First American CoreLogic; for prime and near prime, Lender Processing Services, Inc.

**Graphique 7**  
**Taux de chômage**



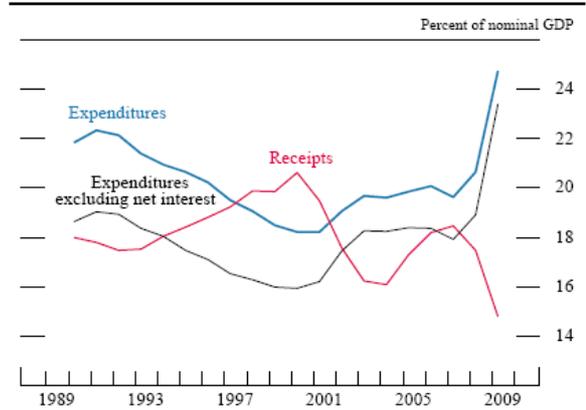
NOTE: The data are monthly and extend through January 2010.  
SOURCE: Department of Labor, Bureau of Labor Statistics.

**Graphique 8**  
**L'épargne nette américaine en % du PIB**



NOTE: The data are quarterly and extend through 2009:Q3. Nonfederal saving is the sum of personal and net business saving and the net saving of state and local governments. GDP is gross domestic product.  
SOURCE: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

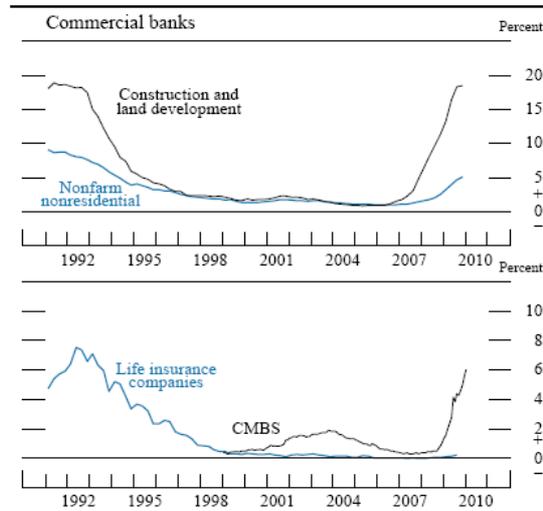
**Graphique 9**  
**Recettes et dépenses fédérales en % du PIB**



NOTE: The receipts and expenditures data are on a unified-budget basis and are for fiscal years (October through September); gross domestic product (GDP) is for the four quarters ending in Q3.  
SOURCE: Office of Management and Budget.

**Source :** Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report to the Congress*, February 24, 2010

**Graphique 10**  
**Taux de défaillance sur les prêts à l'immobilier commercial**

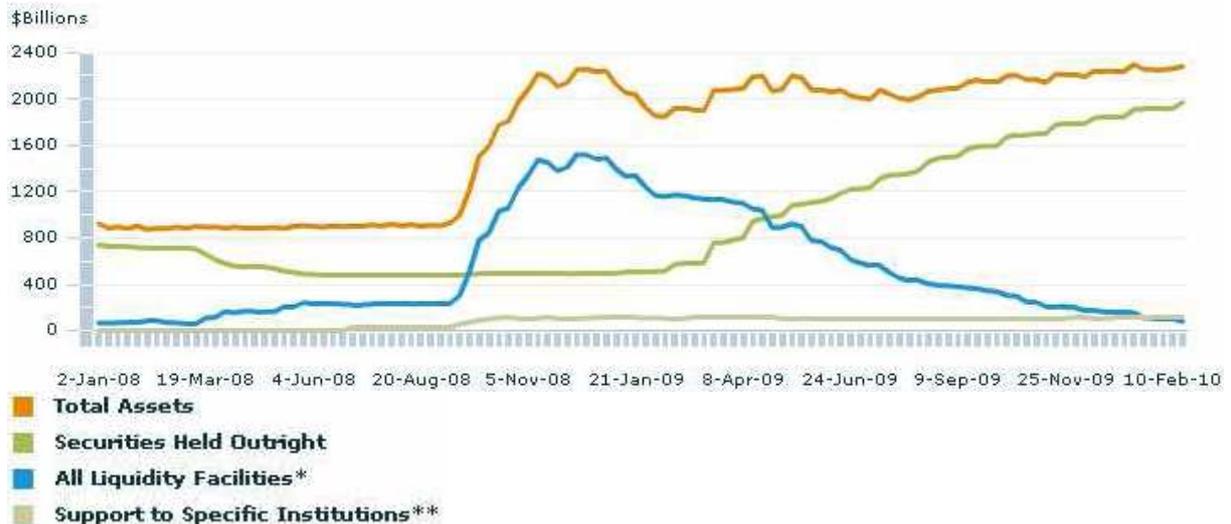


NOTE: The data for commercial banks and life insurance companies are quarterly and extend through 2009:Q4 and 2009:Q3, respectively. The data for commercial mortgage-backed securities (CMBS) are monthly and extend through January 2010. The delinquency rates for commercial banks and CMBS are the percent of loans 30 days or more past due or not accruing interest. The delinquency rate for life insurance companies is the percent of loans 60 days or more past due or not accruing interest.

SOURCE: For commercial banks, Federal Financial Institutions Examination Council, Consolidated Reports of Condition and Income (Call Report); for life insurance companies, American Council of Life Insurers; for CMBS, Citigroup.

**Source :** Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report to the Congress*, February 24, 2010

**Graphique 11**  
**L'actif du bilan de la Réserve fédérale américaine**



\*All Liquidity Facilities includes: Term Auction credit; primary credit; secondary credit; seasonal credit; Primary Dealer Credit Facility; Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility; Term Asset-Backed Securities Loan Facility; Commercial Paper Funding Facility; and central bank liquidity swaps.

\*\*Support to Specific Institutions includes: Maiden Lane LLC; Maiden Lane II LLC; Maiden Lane III LLC; and support to AIG.

\*\*\*Support to AIG includes: credit extended to American International Group, and preferred interests in AIA Aurora LLC and ALICO Holdings LLC.

**Légende:** Depuis l'engagement de la crise, la croissance de la taille du bilan de la FED est allée de pair avec changements de la composition des actifs détenus (*Total Assets*). La détention de titres publics (*Securities Held Outright*) s'est réduite au cours de 2008, comme la FED a vendu des Bons du Trésor en contrepartie de l'expansion des facilités de liquidité (*All Liquidity Facilities*). Ce mouvement s'inverse à partir du printemps 2009 au fur et à mesure du retrait des dispositifs exceptionnels d'alimentation en liquidité et de la montée en charge du programme d'achat de Bons du Trésor et de titres hypothécaires à garantie publique. Le support à des institutions spécifiques (comme l'assureur AIG) a mobilisé des montants non négligeables à l'automne 2008, maintenus depuis.

**Source :** [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm)

## **Le déplacement du centre de gravité de la croissance mondiale vers les régions émergentes d'Asie et d'Amérique latine**

Ces régions ont subi les contrecoups d'une crise, qui a mis en évidence la vulnérabilité de modèles exportateurs trop dépendants de l'expansion des débouchés occidentaux. Mais elle a révélé aussi les capacités de réaction de ces pays, qui ont mobilisé les marges de manœuvre budgétaires et financières dont ils disposaient. Les effets d'entraînement régionaux entre pays émergents s'affirment dans cette reprise. La volonté des pays asiatiques de s'émanciper progressivement d'une dépendance excessive vis-à-vis du débouché américain et d'un rattachement unilatéral de leurs devises au dollar les conduit à explorer l'approfondissement de la coordination de leurs politiques, déjà amorcé au travers d'un fond de réserves destiné à prévenir les troubles de change.

L'impulsion massive des dépenses publiques chinoises (des infrastructures et de la construction, prioritaires, à la protection environnementale et à la santé) est allée de pair avec l'attraction des capitaux et l'expansion du crédit, libérant de manière impressionnante une demande privée de logements, d'automobiles, d'électroménager. Le plan de relance chinois annoncé en 2009 par les autorités centrales s'élève à 4000 milliards de yuans, soit près de 15% du PIB. Les autorités régionales ont lancé leurs propres programmes, globalement évalués à... plus de quatre fois le montant de l'impulsion centrale. Avec un multiplicateur évalué par des économistes chinois dans une fourchette de 2 à 3, il n'est pas surprenant d'en attendre le retour aux taux de croissance d'avant-crise, au voisinage de 10% l'an <sup>5</sup>. Des impulsions budgétaires d'un ordre de grandeur à deux chiffres, en proportion du PIB, sont aussi intervenues au cours de 2009 en Corée du Sud, en Malaisie, à Singapour, en Thaïlande...

Il reste que les pays émergents ne sont pas prémunis de déséquilibres spécifiques qui pourraient susciter de mauvaises surprises ou, pour les éviter, des coups de frein brutaux. Les entrées de capitaux sont susceptibles de pousser à la hausse les taux de change plus vite que les autorités de ces pays ne le souhaiteraient et de concourir à l'inflation de crédit interne.

Dans le cas de la Chine, l'impulsion publique et financière à grande échelle n'est pas d'emblée assimilable à une réorientation équilibrée de la croissance vers une demande intérieure mieux soutenue par la solvabilisation durable des besoins individuels et collectifs. Si la consommation des ménages chinois a connu, depuis les années 1980, une tendance marquée à la baisse en proportion du PIB, c'est en raison d'un ensemble de facteurs structurels du régime de rattrapage chinois : une très forte intensification capitaliste, favorisée par un faible coût du capital ; un partage de la valeur ajoutée, dans les entreprises en expansion, peu favorable aux salariés ; une épargne de précaution structurelle, devant les déficiences de la protection sociale. Les menaces de surcapacités n'ont pas épargné la Chine dans la crise mais ont été combattues par une nouvelle impulsion des investissements : construire de nouvelles usines pour absorber la production d'acier de celles qui produisent déjà, au risque d'engendrer un processus de suraccumulation lourd de menaces de

---

<sup>5</sup> Yu Yongding, *China's Policy Responses to Global Economic Crisis*, Institute of World Economy and Politics, Chinese Academy of Social Sciences Presentation at CEPII Club, France, 9th July 2009. Le multiplicateur désigne le rapport entre le montant de l'impulsion publique et la progression du PIB qui en résulte.

correction dans une économie dont le taux d'investissement, en proportion du PIB, atteignait déjà 50% en 2008<sup>6</sup>.

Les inflexions structurelles ne seront prises que progressivement. En attendant, le boom du crédit est susceptible de nourrir des bulles immobilière et boursière. Les autorités chinoises en sont conscientes et envisagent un resserrement monétaire dans la période qui vient, de pair avec le repli de l'impulsion budgétaire massive. En douceur, ce serait plutôt bienvenu, si le resserrement monétaire participe au rééquilibrage structurel de la croissance chinoise, notamment en renchérissant le coût du capital. Brutalement, ce serait un facteur de troubles pour la Chine comme pour l'économie mondiale. Le philosophe François Jullien argumente la capacité de la Chine à gérer « les transformations silencieuses », sur la base d'une connaissance érudite de son histoire millénaire<sup>7</sup>. Mais l'histoire chinoise plus récente témoigne aussi de retombées douloureuses après les grands bonds en avant.

A court terme, les effets d'entraînement, direct et indirects, de la vive reprise asiatique sont sensibles. D'après l'INSEE<sup>8</sup>, l'impulsion donnée à la croissance française en provenance des pays de l'Asie émergente aurait été de 0,35 point en moyenne par trimestre aux deuxième et troisième trimestres 2009. Une partie notable de cette impulsion passe par les exportations allemandes et les effets induits sur les autres pays européens.

## **L'Europe : le cumul des handicaps**

S'interroger sur les perspectives européennes dans le contexte de la reprise mondiale incite à clarifier, autant que faire se peut, la notion de croissance potentielle. Cette notion, qui participe pourtant du langage courant des économistes praticiens et qui est mobilisée dans les processus de décision budgétaire et monétaire, est déjà périlleuse à manier en temps normal, elle le devient encore plus au lendemain d'un choc majeur dont les effets persistants sont incertains. La croissance potentielle n'est pas la croissance maximale mais la croissance compatible avec un degré d'utilisation « normal » des ressources productives dont dispose ou qu'accumule le pays considéré. Comme la normalité n'est pas si aisée à définir et que l'accumulation des ressources n'est pas donnée d'avance, la croissance potentielle à venir échappe à un déterminisme étroit (encadré 2).

---

<sup>6</sup> Comme le souligne Yu Yongding (op.cit.), c'est une tendance historiquement bien connue des économies planifiées à la mode soviétique : "Pour absorber les surcapacités des aciéries, encore plus d'aciéries sont construites. C'est la pratique usuelle de croissance auto-perpétuée de la section I en économie planifiée, croissance qui n'est pas soutenable" (La "section I" correspond à l'ensemble des branches productrices de moyens de production, c'est-à-dire les biens d'équipement et de biens intermédiaires utilisés par elles-mêmes et les autres branches).

<sup>7</sup> François Jullien, *Les transformations silencieuses*, Grasset, 2009

<sup>8</sup> *Note de conjoncture INSEE*, 25 mars 2010

## Encadré 2 : croissance potentielle ou tendancielle en sortie de crise

Les économistes disposent, pour aller vite, de deux modes d'estimation de la croissance potentielle à venir d'un pays : l'extrapolation raisonnée, par des méthodes statistiques plus ou moins robustes, de la croissance effective antérieure (il est alors plus correct de parler de croissance tendancielle); l'estimation de la croissance maximale envisageable sans tensions inflationnistes spécifiques à ce pays, qui dépend de la disponibilité, de l'efficacité et de la rentabilité des ressources productives mobilisables : cette seconde manière de faire, plus satisfaisante car reposant sur un raisonnement économique explicite, se prête cependant à des mesures empiriques controversées : ces mesures passent en effet par l'estimation conceptuellement et empiriquement délicate d'un « taux de chômage d'équilibre », supposé neutraliser les tentations d'inflation salariale sur le marché du travail et éviter ainsi aux entreprises de recourir à la hausse des prix pour garantir leurs objectifs de profit.

La mesure porte à la fois sur le niveau et la croissance potentiels de la production nationale : si celle-ci est en deçà de son niveau potentiel, une marge de croissance plus importante que le rythme potentiel est disponible, sans craintes de retour de l'inflation tant que le niveau potentiel n'est pas atteint – c'est le cas en sortie de récession. L'écart entre niveau effectif et niveau potentiel de la production est habituellement désigné par le vocable d'*output gap* et constitue une mesure du cycle conjoncturel et des risques inflationnistes qui lui sont attachés lorsque l'écart devient positif.

Si les deux mesures de la croissance tendancielle et de la croissance potentielle concordent convenablement, c'est évidemment un facteur de consensus, qui évite de trop se laisser embarquer par des discussions conceptuelles et empiriques aussi difficiles à trancher que le sexe des anges. Mais, dans une sortie de crise majeure, les mesures ont toutes chances de diverger : les extrapolations statistiques sont vulnérables à des « effets de bord » qui prennent en compte trop mécaniquement l'impact récessif de la crise, si bien que la croissance tendancielle à venir apparaît d'emblée nettement plus faible après qu'avant la crise (et les risques inflationnistes en conséquence plus forts) ; le raisonnement économique est confronté à la prise en compte des effets structurels de la crise sur les déterminants de l'offre et de la demande, sur les marchés des biens et du travail. Par exemple, si la productivité est structurellement affaiblie par l'impact de la crise, la croissance potentielle à venir ne s'en trouvera pas améliorée, mais si on croit aux vertus incitatives des récessions à l'innovation, on peut tenir le discours contraire...

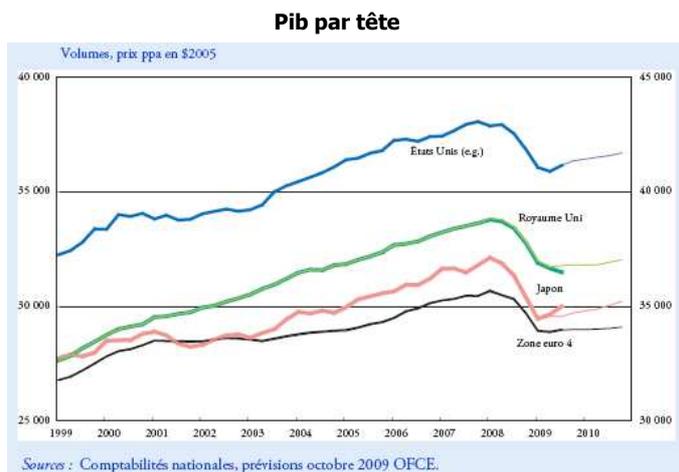
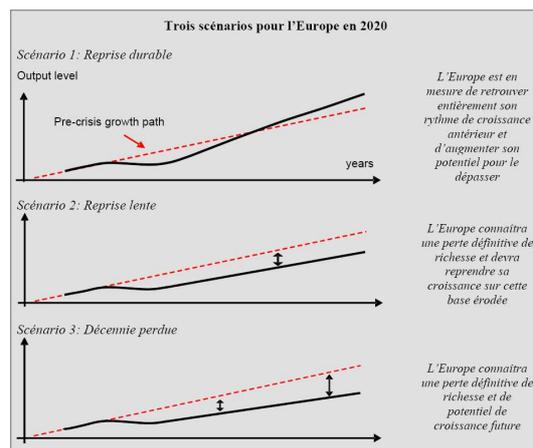
La perception qu'ont les économistes et les décideurs de ces questions conditionne le regard qu'ils portent sur la bonne gestion des comptes publics en sortie de crise : une perception pessimiste sur les perspectives de croissance potentielle conduira à ne pas trop miser sur le redressement spontané des comptes publics grâce aux gains fiscaux du retour à la croissance et à mettre en revanche l'accent sur le redressement volontaire de ces comptes pour ne pas laisser dériver la dette publique, rapportée au PIB, vers un niveau jugé insoutenable (lui-même bien difficile à définir). Une vision plus optimiste arguera en faveur de la prolongation de politiques de relance tant que le niveau potentiel de l'activité, encore lointain, n'est pas retrouvé et ne dramatisera pas la question de la dette publique, sachant, au surplus, qu'investisseurs et épargnants sont demandeurs de titres publics jugés (du moins certains d'entre eux) peu risqués après les déboires éprouvés sur les marchés financiers<sup>1</sup>.

Ces controverses conditionnent la manière d'envisager le degré de récupération des pertes de richesse, d'emploi et de bien-être survenues pendant la crise. Les organismes qui se livrent à la prospective sont conscients du large degré d'ouverture des possibles et les informations aujourd'hui disponibles (dernières observations conjoncturelles prolongées par les prévisions de court terme révisables) ne permettent pas de trancher. Ainsi, dans la présentation de ses propositions « Europe 2020 », la Commission européenne affirme d'abord, péremptoire : « Notre potentiel de croissance a été divisé par deux au cours de la crise »<sup>2</sup>.

De fait, la volatilité des estimations de croissance potentielle laisse perplexe, alors qu'elles conditionnent le partage entre déficits publics conjoncturels (qui se résorbent spontanément avec la reprise) et structurels (à réduire de manière volontariste) et donc la conduite des politiques budgétaires. Mais, quelques pages plus loin, la Commission présente un schéma, reproduit ci-dessous, qui laisse bien davantage ouvert le champ des possibles.

Les observations récentes, prolongées par les prévisions conjoncturelles de l'OFCE, suggèrent que le chemin emprunté variera d'une région du monde à l'autre.

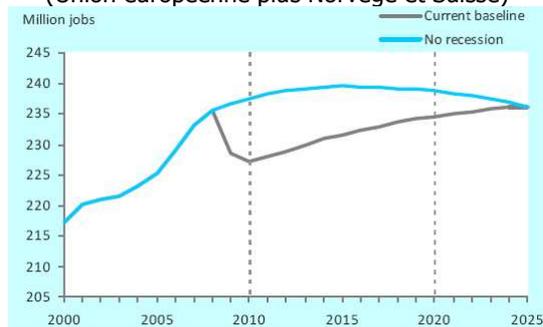
Ce débat est important, notamment au travers de ses répercussions sur l'emploi. Selon qu'on imagine pour la France, à partir de 2011 et jusqu'en 2020, une croissance médiocre à 1,5% l'an avec des gains de productivité par tête de la même ampleur, qui laisseraient l'emploi stagnant à son bas niveau de sortie de crise, sans récupération des pertes subies, ou une croissance à 2,5% l'an (prolongeant le rythme escompté par le gouvernement de 2011 à 2013) avec des gains de productivité de 2% l'an qui laisseraient place à une croissance de l'emploi dans la continuité de celle enregistrée en moyenne de 2000 à 2007, l'écart entre les deux scénarii s'élève à horizon 2020 au million et demi d'emplois. Cette incertitude conditionne en particulier la réforme des retraites : début 2010, le Conseil d'Orientation des Retraites explore une gamme de scénarii qui, pour n'être pas aussi ouverte, repose sur le même type de paramétrage.



**Source :** Europe 2020, Une stratégie pour une croissance intelligente, durable et inclusive, Commission européenne, COM(2010) 2020, 3 mars 2010

Le débat n'est pas propre à la France mais concerne l'ensemble des pays européens. Dans ses toutes nouvelles projections à horizon 2025, le CEDEFOP (Centre Européen pour le Développement de la Formation Professionnelle) n'anticipe le retour au niveau d'emploi d'avant la crise, pour l'ensemble de l'Union européenne, qu'en 2020 et c'est seulement en 2025 que l'emploi retrouverait le niveau d'emploi qu'il aurait pu connaître sans la récession : quinze ans pour apurer l'impact de cette dernière. Le schéma prospectif du CEDEFOP est d'une nature intermédiaire par rapport aux deux hypothèses plus extrêmes évoquées pour la France.

### Impact de la récession sur l'emploi en Europe (Union européenne plus Norvège et Suisse)



Source : « Jobs in Europe to become more knowledge- and skills-intensive », CEDEFOP Briefing Note, février 2010, [www.cedefop.europa.eu](http://www.cedefop.europa.eu)

<sup>1</sup> Ce débat est bien planté par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, *Quelles stratégies budgétaires de sortie de crise ?*, Lettre de l'OFCE 315, 2 décembre 2009, mais les deux auteurs, partisans convaincus et éloquentes de la thèse optimiste, ne sont guère diserts sur la manière dont eux-mêmes évaluent la croissance potentielle mobilisée dans leur chiffrage

<sup>2</sup> *Europe 2020, Une stratégie pour une croissance intelligente, durable et inclusive*, Commission européenne, COM(2010) 2020, 3 mars 2010

Il n'est pas question de trancher spéculativement entre les trajectoires envisageables à horizon décennal, mais il s'agit de porter attention à l'ampleur des conséquences de long terme de la crise, au-delà de la sortie lente et hésitante de la récession. Une combinaison défavorable de facteurs est en effet susceptible de peser durablement sur la croissance potentielle européenne, plus qu'en d'autres régions. Même dans un schéma de reprise mondiale régulière, l'Europe a des perspectives de croissance potentielle médiocre. Se confirmerait le paradoxe d'une Europe qui, partie prenante de la crise sans en être l'épicentre, en subirait plus gravement et durablement les conséquences, au point d'affaiblir structurellement sa position dans l'économie mondiale.

### ***Une intermédiation financière toujours défailante***

**La croissance potentielle dépend de la capacité du système financier à soutenir le rythme d'investissements cohérent avec cette croissance.** En régime de croisière, hors crise financière, cette capacité d'accompagnement paraît aller de soi : c'est donc un paramètre oublié dans les modèles de croissance potentielle. Aujourd'hui, cette capacité est altérée : d'une part, même si l'estimation globale des pertes du système financier n'est plus révisée à la hausse comme elle le fut au cours de 2008 et 2009, l'étalement du traitement des pertes dans le temps, les échéances de refinancement bancaire (lourdes d'ici 2013), la révélation de nouveaux segments fragiles (l'immobilier commercial, les LBO) et les défaillances des emprunteurs normaux sous l'impact de la récession incitent les banques à donner la priorité à l'amélioration de leurs marges – y compris par des arbitrages actifs sur des marchés toujours volatils – plutôt qu'à la croissance du volume de crédit. Si la demande de crédit se réduit d'elle-même, tant mieux...

La limitation de l'effet de levier<sup>9</sup> et le renforcement des exigences en fonds propres, qui devraient découler des changements apportés à la régulation, contribueront à l'attentisme bancaire. Les banques centrales et les Etats donnent du temps aux banques pour absorber progressivement les pertes encore latentes, notamment par une assistance généreuse en liquidités bon marché, même si les dispositifs exceptionnels (dits « non conventionnels ») sont progressivement clôturés. Les restructurations bancaires, induites par l'impact de la crise et le nouveau contexte réglementaire, prendront du temps avant de déboucher sur une configuration viable du système financier. Aujourd'hui, l'interrogation sur la bonne manière de restructurer les banques et de les soumettre dans l'avenir à une menace préventive de faillite est une incertitude de plus. Les velléités d'une intervention publique directive pour ouvrir la voie à des restructurations viables, sensibles jusqu'au printemps 2009, ont reculé avec le relâchement des tensions. L'aléa moral<sup>10</sup> ne sort pas amoindri de la crise, il est presque revendiqué par des acteurs financiers, dont la capacité oligarchique à défendre leurs rentes est confirmée. Les banques s'empresent de rembourser des aides publiques qu'elles jugent très coûteuses (mais de quelle alternative disposaient-elles au moment critique de la crise ?).

Américains et européens ne sont pas sur la même longueur d'onde en ce qui concerne la taille et la nature des banques contribuant à la viabilité du système bancaire. Les européens sont plus prompts à se couler dans les régulations internationales affichées (Bâle II puis Bâle III) alors que les américains s'autorisent la souplesse et que, s'ils envisagent des règles plus dures, ils s'efforcent de les adapter à leurs besoins précis. C'est l'objet des controverses autour de la doctrine Volcker, avalisée par le président Obama, de limitation de la taille et des activités spéculatives des banques, mais pas encore entérinée par le Congrès : il s'agit d'améliorer l'efficacité des marchés par le renforcement d'une discipline contraignante sur les acteurs, ce qui soulève le scepticisme des commentateurs remarquant que le système financier de l'ombre risque fort de rester à l'écart de ce durcissement<sup>11</sup>.

Les Européens continentaux gardent une préférence pour les grosses banques universelles, qui semblent plus sûres parce qu'elles peuvent jouer sur plusieurs tableaux. Ils ne considèrent pas avec la même méfiance la taille comme un facteur de risque systémique. Un système bancaire concentré peut être facteur de stabilité, car l'élargissement de la base de dépôts réduit le besoin d'appel à la liquidité sur le marché de gros, mais accentue l'aléa moral, *a fortiori* lorsque les Etats concernés, comme souvent en Europe, sont de taille limitée face à des institutions financières d'envergure multinationale. Des efforts sont menés pour améliorer la cohérence et l'efficacité des règles prudentielles et des dispositifs de supervision au sein de l'Union européenne. La révision du système actuel est en cours,

---

<sup>9</sup> L'effet de levier désigne l'effet, sur la rentabilité financière des capitaux propres, du recours plus ou moins important à l'endettement, à partir d'une rentabilité économique donnée. Les innovations financières et la disponibilité de liquidités empruntables à bon marché ont donné à cet effet, qui n'est pas nouveau, une puissance qu'il n'avait pas auparavant.

<sup>10</sup> L'aléa moral désigne le fait qu'un agent, qui se sait protégé d'un risque, se comporte différemment que s'il était totalement exposé à ce risque. C'est une notion initialement apparue dans le domaine des assurances.

<sup>11</sup> Voir par exemple le commentaire de Martin Wolf, éditorialiste au *Financial Times*, dans *Le Monde* du 2 février 2010 (« Il n'y a pas que les banques »). C'est un mélange de lucidité et de surenchère : « *Il n'est hélas pas crédible que le gouvernement américain promette de rendre les banques plus sûres en laissant opérer sur le marché cette forêt d'établissements fantômes. Cela ne serait possible que s'il parvenait à séparer les banques du système fantôme en se moquant de ce qu'il adviendrait de celui-ci. Aussi, si les gouvernements veulent vraiment procéder à une réforme structurelle, ils devront être beaucoup plus radicaux... J'admire M. Volcker et approuve son souhait de développer un système financier qui serve à soutenir l'économie réelle plutôt qu'à réaliser d'énormes profits dans des activités fortement susceptibles de la déstabiliser. De même, je suis d'accord qu'une partie de la solution est d'ordre structurel. Mais ces propositions sont, par certains aspects, inapplicables, non souhaitables et non adéquates à la tâche qui doit être accomplie* ». On peut ajouter à ces remarques le fait que par la voix de Timothy Geithner, secrétaire d'Etat au Trésor, les Etats-Unis s'inquiètent des effets discriminatoires que la mise en place d'un « passeport européen » destiné à encadrer les activités des gestionnaires de fonds alternatifs (*Hedge funds, Private equity,...*) pourrait exercer à l'égard des fonds américains.

en retrait cependant par rapport aux propositions du groupe De Larosière. La création du Comité Européen du Risque Systémique, à vocation macroprudentielle, et celle du Système Européen de Surveillance Financière, en charge de coordonner le réseau de superviseurs nationaux des établissements financiers, sont des pas significatifs.

Au-delà de l'énoncé de règles pertinentes et du renforcement de la capacité institutionnelle à les faire respecter, la restauration d'une capacité d'intermédiation financière de long terme, à même de contribuer à des investissements consolidant la croissance potentielle, reste une question structurelle non résolue. La directive européenne Solvabilité II, formellement entrée en vigueur en 2009, va plutôt en sens contraire, en dissuadant les compagnies d'assurance d'être des actionnaires de long terme des entreprises<sup>12</sup>. Il serait désastreux pour l'Europe que la leçon retenue de la crise soit une aversion au risque telle qu'elle inhibe l'investissement de long terme, tout en laissant le champ libre à des activités spéculatives risquées mais à court terme. Plutôt handicapée par rapport aux Etats-Unis en matière de financements de marché destinés à l'innovation, l'Europe verrait ce handicap aggravé. L'intention affichée par le gouvernement français, début mars, de remettre sur pied des circuits canalisant l'épargne en direction des projets industriels, est significative d'une prise de conscience.

### ***L'ajustement des surcapacités et la redistribution des cartes industrielles***

**L'état des surcapacités héritées de la récession, notamment dans les secteurs industriels, est en lui-même dissuasif d'une relance significative de l'investissement productif.** Celui-ci s'est écroulé en 2009 et sa stabilisation à bas niveau envisageable pour 2010 est conditionnée par l'amélioration confirmée des anticipations des entreprises et ne suffit pas, de toutes façons, à redresser les perspectives de croissance potentielle.

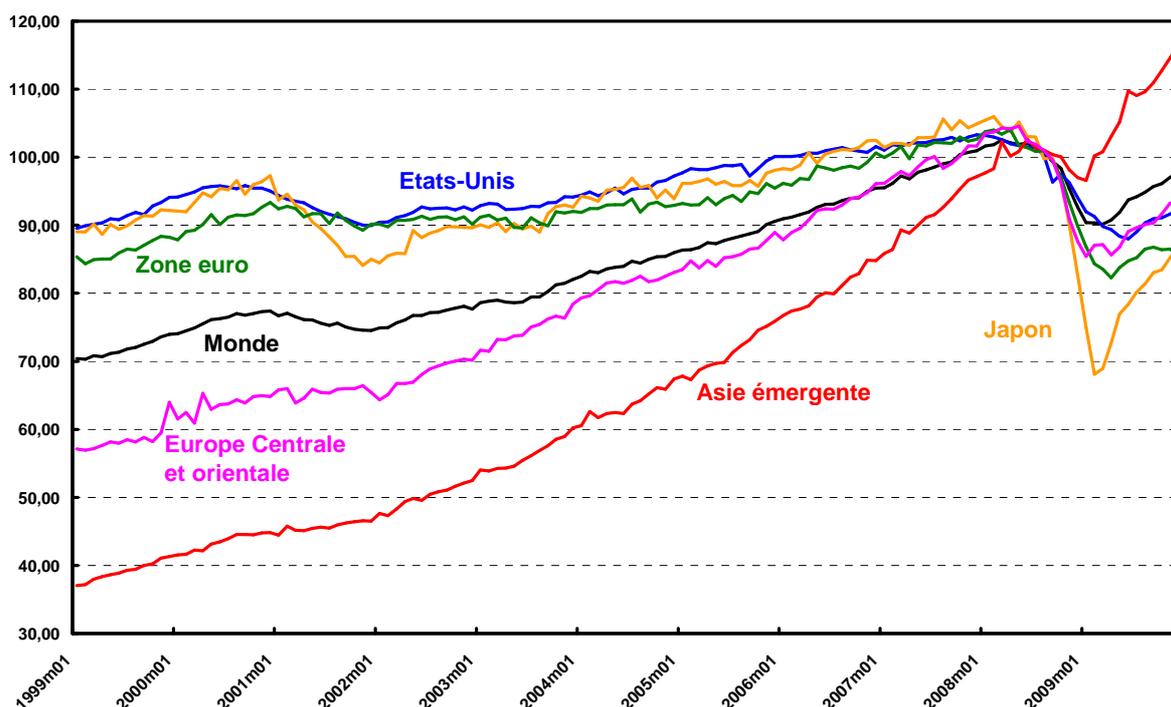
**Dans un contexte surcapacitaire à l'échelle mondiale, l'avantage de coût devient décisif et peut conduire à une redistribution brutale des cartes entre producteurs mondiaux, qui s'amorce dès la reprise.** Les secteurs de biens intermédiaires, confrontés à des marchés internationalisés, sont les plus sensibles : la chute des investissements est la plus prononcée dans ces secteurs en 2009 pour la France (- 37 %). L'industrie automobile n'est pas loin (- 25%). La réorientation – souhaitée – des pays émergents en direction de l'expansion de leur demande intérieure sera aussi un motif pour que les entreprises multinationales privilégient les investissements à proximité de ces marchés plus dynamiques que les marchés matures. A l'échelle mondiale, les besoins de consommation des populations des pays émergents qui gagnent en pouvoir d'achat sont porteurs d'expansion industrielle. Mais la participation européenne à cette expansion n'est pas garantie.

La crise peut à cet égard consacrer un nouveau seuil dans la désindustrialisation européenne. L'éviction irréversible de compétences industrielles spécialisées et le manque d'attractivité des métiers industriels pour les jeunes générations en feraient ensuite un chemin fatal, si l'invocation de la politique industrielle ne devait rester que de l'ordre de l'effet d'annonce.

---

<sup>12</sup> Voir l'article d'Olivier Pastré, *Les Echos* du 25 février 2010, « Solvency II est une usine à chômeurs ».

**Graphique 12**  
**Indices de la production industrielle (base 100 en 2008)**



*Source : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*

### ***L'alternance entre menaces inflationniste et déflationniste se dénoue par la prédominance des arbitrages restrictifs en Europe***

**Au cours de cette crise, l'oscillation, à fréquence élevée, entre les menaces inflationniste et déflationniste est un trait original** (qui la différencie de la crise des années 1930, où les forces déflationnistes ont agi sans frein). Des pressions déflationnistes sont latentes depuis près de deux décennies, au point qu'on a pu parler de « déflation rampante » au cours des années 1990, compliquant, dans ces années-là, la maîtrise de leur endettement par les agents publics et privés ; ces pressions se sont renforcées après la crise asiatique de 1997 lorsque les pays émergents se sont adaptés par l'affirmation de leur capacité exportatrice et ont en conséquence apporté, sur le marché mondial du travail, leurs immenses réserves de main d'œuvre. Mais ils ont si bien réussi que la montée des tensions sur l'offre de matières premières, alimentaires et énergétiques, est à l'origine de chocs inflationnistes récurrents lorsque la croissance mondiale devient suffisamment intense. Un tel choc a impulsé le retournement récessif des pays européens, dès le printemps 2008, lorsque leur demande intérieure en subit le contrecoup. Il menace de nouveau aujourd'hui, avec le redémarrage spectaculaire des pays émergents.

**Le pire pour l'Europe, ce serait d'être de nouveau coincée entre un choc inflationniste mondial et les pressions déflationnistes consécutives aux excédents d'offre sur ses marchés des biens et du travail.** La Banque Centrale Européenne, qui a apporté un soutien sans faille au système financier par un calibrage progressif de ses interventions, ne sera guère portée à ce que le dénouement de ces interventions se solde par une certaine tolérance envers l'inflation : le fait

que l'inflation sous-jacente (hors les prix volatils de l'alimentation et de l'énergie) n'ait jamais dérapé depuis la naissance de la zone euro est de fait secondaire, à ses yeux, derrière la crainte des effets dits de second tour, qui passent par les revendications salariales : les salariés ont en effet besoin de s'alimenter et de s'approvisionner en carburant ! Les circonstances politiques actuelles (avec la crise grecque) ne poussent d'ailleurs pas à ce que la référence à la doctrine allemande, qui a largement inspiré la BCE, s'affadisse. La prévention devant tout risque supposé d'inflation restera probablement plus marquée dans la zone euro que dans d'autres régions du monde, en particulier qu'aux Etats-Unis. Admettre un euro fort est un outil de cette prévention, puisque c'est une protection relative face à l'inflation importée. Dans la période à venir, la BCE, qui s'est montrée conscient de la gravité systémique de la crise financière, cherchera à compléter sa doctrine de la stabilité macroéconomique et nominale par une plus forte attention à la stabilité financière, mais elle ne relâchera pas sa garde sur l'inflation. L'un et l'autre peuvent constituer un frein à la croissance si l'aversion au risque et l'aversion à l'inflation prennent ensemble le dessus.

### ***La dette publique absorbe les excédents d'épargne de la croissance molle***

**Des dettes publiques importantes sont gérables si une demande pour les titres publics est à la hauteur : c'est le cas dans une situation où la faiblesse de la croissance s'accompagne d'un excès d'épargne dont le placement ne vient pas financer les investissements productifs, faute d'un niveau suffisant de ces derniers.** La dette publique est alors un exutoire à la thésaurisation et il ne s'agit pas d'un effet d'éviction négatif sur l'investissement privé, si ce sont d'autres facteurs – par exemple une compétitivité européenne handicapée par la surévaluation de l'euro – qui expliquent la médiocrité des investissements productifs.

Ce n'est pas une situation enthousiasmante puisque c'est la contrepartie d'un équilibre durable de sous-emploi, à penchant déflationniste, au sein duquel la dette est un fardeau pour les contribuables et une aubaine pour les rentiers. On peut fort bien imaginer, pour les années qui viennent, un tel équilibre de faible croissance en Europe. Globalement, l'Europe n'est pas, à la différence des Etats-Unis, en situation de déficit d'épargne. Elle bénéficie d'une étape de son vieillissement démographique qui, jusqu'en 2020-2030, donne un poids important aux actifs d'âge épargnant (supérieur à 40-45 ans) avant que la poursuite du vieillissement donne la prédominance aux inactifs retraités. Si la défaillance de l'intermédiation financière est particulièrement grave en Europe, c'est parce qu'elle stérilise l'allocation d'une épargne abondante en direction d'investissements facteurs de croissance. Ce n'est pas pour rien que les Etats se demandent comment remettre sur pied des circuits de financement *ad hoc* (comme le grand emprunt en France), que ceux qui jouissent encore de la confiance pratiquent des émissions à longue échéance (30 ans pour l'Allemagne, et même 50 ans pour la France, qui lance en mars 2010 un emprunt obligataire à cette échéance) et que les grandes entreprises en mesure de le faire envisagent un recours direct à l'épargne des particuliers pour placer leurs émissions obligataires : le système bancaire étant devenu un obstacle à contourner, la dette publique émise par les collectivités publiques à des fins d'investissement est une manne pour les candidats à la rente. Un ratio de dette publique autour de 100% du PIB pourrait être compatible avec un équilibre durable de faible croissance. Les banques y trouvent leur compte : elles achètent des

titres de dette publique et les portent au refinancement de la BCE, tant que c'est accepté, en faisant de la marge au passage.

La dette publique navigue cependant entre les écueils :

- Si la reprise, grâce notamment aux plans de relance, s'avère suffisamment forte et solide, les arbitrages budgétaires deviennent délicats, puisqu'il faut arbitrer entre les différentes manières de résorber les déficits de relance, par la hausse des impôts ou le freinage des dépenses, afin d'éviter les éventuels effets d'éviction nuisibles à l'investissement privé, au fur et à mesure que le manque d'activité se résorbe. La hausse des taux d'intérêt moyens à long terme est alors un signal. On n'en est pas encore là, spécialement en Europe.
- Le jour où les banques ne trouvent plus avantage à l'acquisition de titres publics ou si la BCE refuse certains titres comme garantie collatérale de refinancement (c'est l'hypothèque qui pèse sur les titres grecs), la méfiance sélective envers la dette publique se radicalisera bien sûr. Ce serait le retour de la finance publique au Moyen Age, lorsque la puissance des rois était faible devant celle de leurs créanciers<sup>13</sup>. Les Etats redeviendraient discriminés comme de vulgaires débiteurs ordinaires.

### ***Les disparités coûteuses de la zone euro et de l'Union Européenne***

**L'Europe n'est cependant pas une entité homogène, ni non plus la zone euro. Ce qui est frappant, c'est la persistance des disparités structurelles (par exemple les rythmes tendanciels comparés de productivité) après une décennie d'existence de la zone euro.**

Lors de l'inauguration de l'euro, la disparition des primes de risque entre les emprunts publics des différents pays membres avait été très rapide et ce fut un bénéfice majeur de l'adhésion pour plusieurs pays (dont la Grèce). Cette disparition signifiait un pari sur la progressive résorption des disparités structurelles, pari en partie auto-réalisateur puisque la suppression des primes de risque facilite la disponibilité de capitaux venant contribuer au rattrapage des pays moins avancés. La crise grecque constitue un échec collectif à cet égard.

Si la défiance suscitée par la dérive (et sa révélation) des comptes publics grecs secoue bien plus les marchés et le change euro-dollar que ne l'a fait l'année dernière la crise des comptes publics de l'Etat californien (pourtant bien plus prononcée puisque ce dernier a du payer à un moment donné ses créanciers en simples reconnaissances de dette), c'est pour plusieurs raisons : le secteur privé californien est bien plus compétitif que le secteur privé grec ; le fédéralisme américain et l'unité de la souveraineté monétaire américaine ne sont pas mis en doute par l'épisode californien, au point que le dollar, dont le cours peut subir logiquement le contrecoup des déséquilibres fondamentaux affectant l'économie américaine, continue à apparaître comme une valeur-refuge géopolitique ; l'opacité récurrente de l'information réciproque sur les comptes publics de la zone euro traduit un dysfonctionnement profond: on adopte une discipline formellement d'autant plus rigoureuse (celle du pacte de stabilité) qu'elle sera contournée en pratique par des pratiques et montages désinvoltes.

---

<sup>13</sup> Jean-Marc Vittori, « La finance publique revient au Moyen-Âge », *Les Echos*, 12 - 13 février 2009

La zone euro peut payer lourdement l'incomplétude politique qui est la sienne : l'histoire économique ne connaît guère de monnaie solidement et durablement reconnue sans souveraineté politique à la hauteur. **La zone euro manque cruellement des institutions politiques et des dispositifs de solidarité – certes dotés d'une conditionnalité suffisamment incitative – permettant d'affermir sa cohésion face à des chocs prononcés.** L'épisode actuel n'est pas sans évoquer la désintégration du Système Monétaire Européen en 1992-93, après cinq ans d'une crédibilité sans nuages, sous les coups de chocs d'origine diverse, qui ont révélé la disparité des compétitivités nationales et la vulnérabilité du SME. Les spéculateurs, classiquement, recherchent des lignes de fracture qui ne sont encore qu'en pointillé.

Sans aller jusque-là, si la crise grecque n'était pas contenue par des dispositifs suffisamment clairs et maniables pour dissuader les spéculateurs de jouer la carte de l'éclatement, la contagion à d'autres pays vulnérables de la zone exercerait au moins une contrainte lourde sur leurs marges de manœuvre (en matière de budgets publics, mais aussi d'attractivité des capitaux). Et la croissance potentielle globale de la zone euro souffrirait de ce coup d'arrêt au rattrapage : c'est aussi l'intérêt des pays plus solides, disposant d'excédents courants, de maintenir l'effort de relance et de consentir à une meilleure solidarité, quitte à en renforcer la conditionnalité<sup>14</sup>. La césure entre le modèle exportateur allemand, faisant cavalier seul sur la base d'une maîtrise drastique des coûts salariaux depuis plusieurs années, et beaucoup d'autres pays de la zone dont la compétitivité subit une érosion structurelle (la France n'y a pas échappé), n'est probablement pas une voie durable pour l'avenir de la zone euro. Certes, au sein d'un pays, des régions peuvent se désertifier et le pays se développer mais les dispositifs nationaux de redistribution implicite ou explicite qui rendent cette situation tolérable n'ont pas leur équivalent au niveau européen.

Il y a au sein de la zone euro des zones grises, du Portugal à la Grèce en passant par le Mezzogiorno italien, qui ont bien du mal à gérer la contrainte compétitive de l'euro et n'échappent à la régression que par la tolérance d'une nouvelle économie informelle. L'hypothèque sur la viabilité à long terme de la zone euro complique les perspectives de son élargissement : au plus fort de la crise, l'appartenance à la zone s'est confirmée comme un bouclier monétaire bienvenu, au point de susciter des vocations d'adhésion rapide ; mais leur concrétisation renforcerait une hétérogénéité déjà difficile à gérer. Au demeurant, les pays de l'Union non membres de la zone euro ont laissé glisser leur devise contre l'euro, ce qui s'est avéré bien pratique pour amortir en partie la crise (une part du « miracle » polonais – un taux de croissance positif en 2009 – s'explique par la franche dépréciation du zloty).

---

<sup>14</sup> « L'Union européenne reste inefficace. L'incapacité de la zone euro à reconnaître que sa périphérie ne pourra pas s'extraire du piège budgétaire dans lequel elle se trouve sans une forte augmentation de la demande en son centre en est la preuve » (Martin Wolf, « Un monde en convalescence », *Le Monde*, Mardi 9 février 2010)

Graphique 13

Evolution du taux de change de certaines devises de l'Union européenne contre l'euro

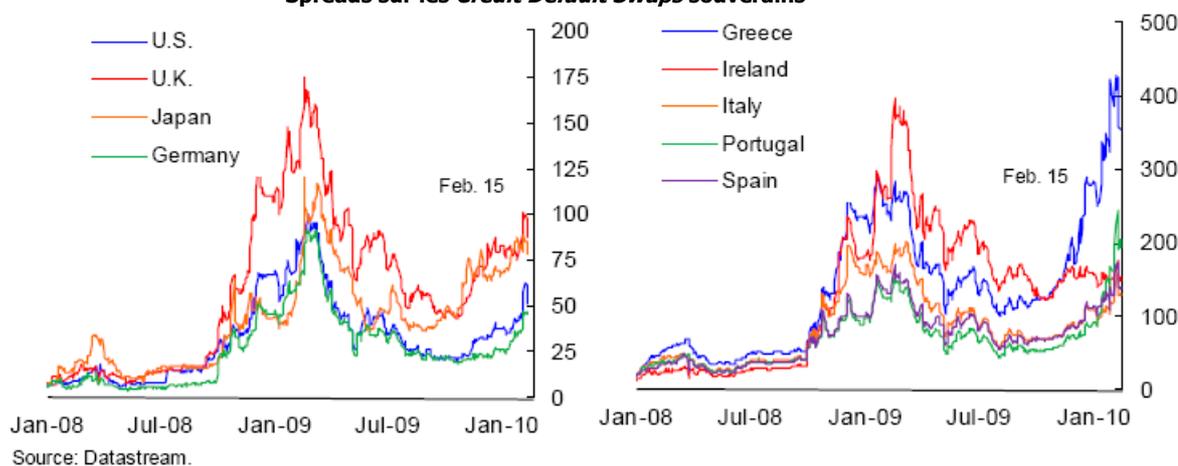


Source : Datastream et *Exiting the Crisis, The European Economic Advisory Group Report on the European Economy 2010*, CESifo, Munich, février 2010

L'hétérogénéité de la zone euro relève de disparités structurelles persistantes mais aussi de comportements désinvoltes qui ont misé sur le fait que le laxisme national en matière budgétaire (le budget grec est obéré par des dépenses militaires très élevées et une forte évasion fiscale) ne se verrait pas trop, une fois noyé dans les chiffres agrégés de la zone. Les opérateurs des marchés ont redécouvert cette hétérogénéité : les écarts entre les *spreads* sur les *Credit Default Swaps* (CDS<sup>15</sup>) sur les dettes publiques des pays avancés sont plus importants au sein qu'à l'extérieur de la zone.

Graphique 14

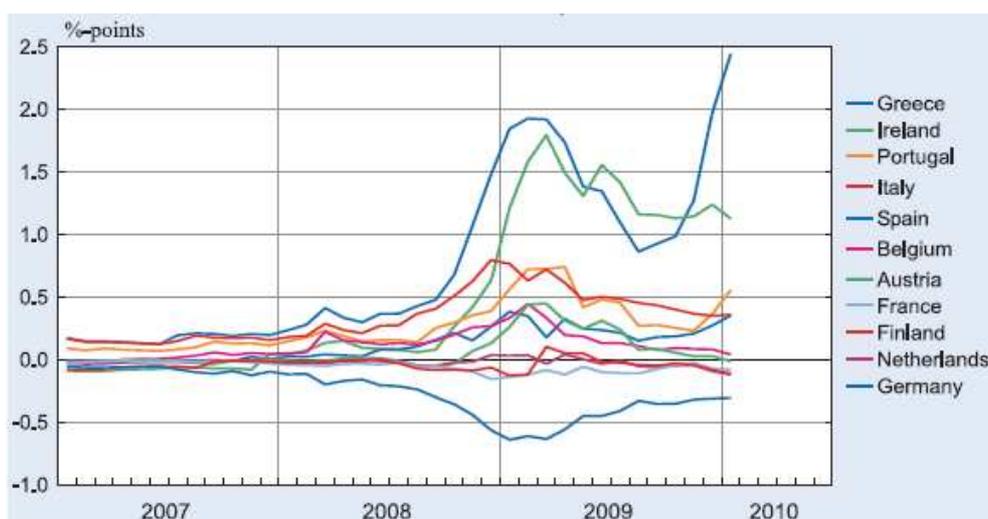
Spreads sur les *Credit Default Swaps* souverains



<sup>15</sup> Les CDS sont les titres échangés sur le marché de l'assurance contre le risque de défaut des emprunteurs : un acheteur de CDS auprès d'une institution jouant le rôle d'assureur se couvre contre ce risque mais il peut aussi acquérir ce CDS à des fins de spéculation comme un joueur parie sur une victoire ou une défaite. Le débat s'intensifie parmi les responsables européens pour envisager la prohibition de l'usage spéculatif des CDS. A la mi-mars, les chefs d'état allemand, français, grec et luxembourgeois ont adressé une lettre en ce sens à la Commission européenne et à la présidence espagnole.

Cette différenciation entre les titres publics s'est déjà manifestée dans la phase aigue de la crise financière, à la jointure des années 2008 et 2009 : le marché des CDS sert de caisse de résonance au risque systémique, car il concentre les interdépendances entre institutions financières au travers des relations qu'elles nouent pour s'assurer contre le risque de défaut des emprunteurs. Les Etats directement touchés par la panique de fin 2008 ont alors subi des tensions prononcées (Royaume-Uni et Irlande). Si, après le relâchement général des tensions au cours du premier semestre 2009, la défiance envers les titres publics fait désormais retour, elle touche prioritairement les Etats qui manifestent de forts déséquilibres structurels et des difficultés à les corriger : la Grèce, le Portugal, voire l'Espagne. La trajectoire à venir de la dette publique de ces pays sera donc soumise à une attention continue de la part des opérateurs de marché, sensible aux incidents en tous genres. Après les coups d'accordéon de la crise, se dessine la hiérarchie de la qualité des débiteurs publics pour les années à venir (graphique 15) : le risque de défaut n'est sans doute pas exclu par les opérateurs de marché pour certains d'entre eux.

**Graphique 15**  
**Différences entre les rendements des titres publics de différents pays de la zone euro**  
**et le benchmark défini par le rendement synthétique sur la zone**



*Source* : Datastream et *Exiting the Crisis, The European Economic Advisory Group Report on the European Economy 2010*, CESifo, Munich, février 2010

### ***Cohérence, coordination, crédibilité : le triangle difficile des politiques***

Cette situation conduit le FMI, dans ses recommandations pour la sortie des politiques de lutte contre la crise<sup>16</sup>, à manier les nuances puisqu'il s'agit de concilier des injonctions à certains égards contradictoires : un timing de l'allègement des plans de relance approprié à la réalité de la récupération économique, afin de ne pas l'interrompre ; un retour progressif des dettes publiques à des niveaux « prudents » qui peuvent être en deçà des niveaux préalables à la crise ; la poursuite résolue de réformes structurelles portant sur les dépenses publiques (retraites et santé en particulier) ; le renforcement des capacités gestionnaires des administrations budgétaires ; le maintien de filets convenables de sécurité sociale. La conciliation suppose une prise en compte adaptée, au

<sup>16</sup> IMF, *Exiting from Crisis Intervention Policies*, February 4, 2010

cas par cas, des particularités nationales, afin de différencier aussi bien la cible de dette publique que le sentier d'ajustement y conduisant. L'ajustement structurel et son cortège de mesures d'austérité ne devraient pas attendre pour les petits pays (l'Irlande, puis la Grèce) qui ont épuisé leurs marges d'action budgétaires et leurs réserves de crédibilité. Pour que ces pays ne soient pas plongés dans des expériences déflationnistes difficilement soutenables, les pays qui pèsent lourd et disposent de marges d'action devraient les mobiliser pour assurer la continuité de la reprise en étalant leur propre ajustement budgétaire dans le temps et en facilitant ainsi celui des pays en difficulté.

Même ainsi, l'ajustement globalement envisagé pour l'ensemble des « économies avancées » par le FMI est durablement sévère : s'il s'agit, pour cet ensemble, de faire revenir d'ici 2030 à hauteur de 60% du PIB une dette publique brute qui sera au voisinage de 100% au milieu de la présente décennie, il faudra procéder d'ici 2020 à une inversion du déficit public primaire structurel (hors charges d'intérêt et hors effet conjoncturel des stabilisateurs automatiques)<sup>17</sup> : passer régulièrement d'un niveau de - 4% du PIB à + 4% et rester ensuite à ce niveau. Si la mécanique comptable sous-jacente ne suppose qu'une hypothèse sur l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance nominaux (en l'occurrence 1% à partir de 2011 pour le FMI), un ajustement d'une telle ampleur est difficilement envisageable sans une croissance qui le rende politiquement et socialement tolérable. Le FMI n'est guère disert à cet égard.

Les politiques budgétaires des pays avancés seront donc soumises à une double exigence au cours de la décennie : leur « cohérence temporelle », c'est-à-dire la continuité crédible de leur trajectoire, toujours vulnérable aux accidents de parcours et aux péripéties électorales ; la coordination entre des pays dont les marges d'action et les vulnérabilités sont contrastées. C'est bien le paradoxe de la zone euro d'avoir poussé loin les feux de l'intégration sans avoir vraiment progressé sur ce double plan. Dans l'urgence, les responsables nationaux et communautaires s'en préoccupent davantage désormais et l'idée du « gouvernement économique » de la zone euro fait retour, sans que les voies du consensus soient déjà dégagées. L'idée d'un Fond Monétaire Européen, venant prêter assistance aux pays menacés par un risque de défaut sous des contraintes dures de conditionnalité, a été avancée par le gouvernement allemand, mais elle est loin d'être mûre, et encore moins opérationnelle. En attendant, les tribulations auxquelles a donné lieu la conclusion, le 25 mars, d'un accord européen associant, en vue d'aider la Grèce, des prêts bilatéraux coordonnés et un prêt du FMI, ne sont pas glorieuses, ni rassurantes pour l'avenir de la zone euro.

La défiance envers les capacités politiques et institutionnelles de la zone euro a été activée par la crise grecque, sans lui être réductible : elle porte sur des déficiences fondamentales de l'organisation de la zone. Que le cours de l'euro s'en trouve atteint et soit revenu fin mars 2010 à un niveau plus raisonnable mais encore élevé, au voisinage de 1,30 à 1,35 dollar, après avoir retrouvé un niveau de 1,5 fin 2009, entérine logiquement cette faiblesse : la valeur fondamentale d'une monnaie n'est pas indépendante de la qualité de la gouvernance de la zone dont elle est la devise. La médiocrité de la gouvernance de la zone euro serait utilement, quoique partiellement, compensée par un cours de l'euro suffisamment modéré pour, au moins, ne pas entraver davantage les perspectives de croissance. Aux environs de 1,35 dollar, l'euro reste plus proche de ses sommets que de son creux du

---

<sup>17</sup> Pourquoi une cible de 60% du PIB ? Au début des années 1990, les pays européens ont défini et mis en œuvre les critères de convergence de Maastricht en les calibrant en cohérence avec cette cible de 60%, qui était tout simplement le niveau effectivement atteint en moyen par la dette publique de ces pays. Il n'y a guère d'autres justifications à cette cible, dont il a fallu ensuite relativiser sérieusement la pertinence au moment de la création de la zone euro.

début des années 2000 (cf. graphique 16). L'estimation d'un taux de change d'équilibre au sens de la parité des pouvoirs d'achat<sup>18</sup> dépend du panier de biens conventionnellement retenu pour la calculer, mais elle aboutit à une fourchette, dont la borne supérieure ne dépasse pas 1,4 dollar et dont la médiane est plutôt en dessous de 1,2 dollar.

La clarification de la doctrine sur le taux de change de l'euro devrait être sur l'agenda de la gouvernance de la zone, de telle sorte que le renforcement de sa croissance potentielle soit parmi les critères permettant de définir un taux de change cible contre le dollar et les devises émergentes.

**Graphique 16**  
**Taux de change dollar / euro**

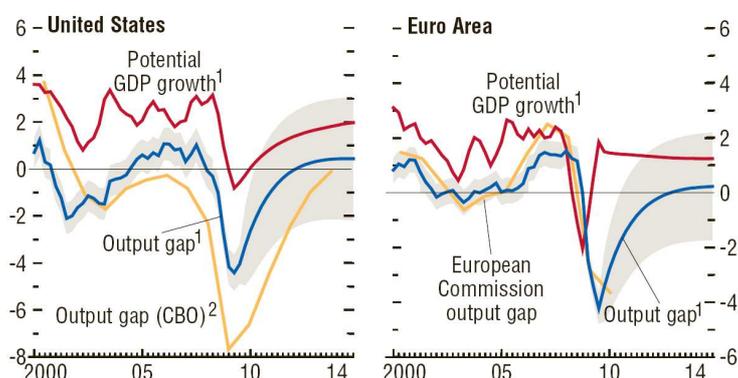


Source : BCE

Aujourd'hui, trop de facteurs se cumulent pour peser à l'encontre d'une croissance dynamique de la zone euro, guère destinée, selon les *Perspectives* du FMI d'octobre 2009, à décoller d'un plancher de 1% l'an sur les années à venir, après un bref élan de récupération postérieur à la récession.

<sup>18</sup> Le taux de change au sens de la parité des pouvoirs d'achat est un taux fictif qui permet l'égalisation des niveaux de prix entre les pays considérés.

**Graphique 17**  
**La croissance potentielle en Europe et aux Etats-Unis, selon le FMI**  
**Potential Growth (percent)**



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

### ***Perspectives immédiates de la croissance européenne***

Après la récession de 2009 (– 4% pour le PIB de la zone euro comme de l'Union européenne dans son ensemble) la reprise de la zone euro est, à court terme (2010), sujette aux aléas et répliques propres à la sortie d'une crise d'une rare gravité, qui lègue des difficultés structurelles non résolues. Cette reprise n'est pas à l'abri de comportements de précaution, de la part des ménages et des entreprises, plus marqués que ceux qu'incorporent les prévisions disponibles. Elle mise sur le jeu conjoint de plusieurs facteurs :

- l'entraînement par la reprise du commerce. Après une chute historique de l'ordre de 12% en 2009, le commerce mondial pourrait retrouver un rythme de 5 à 6% l'an en 2010 et 2011, voire à proximité de 10% l'an selon l'OMC. Mais le rythme devrait être en retrait de la reprise très vive du second semestre 2009, poussé par le restockage, inévitablement transitoire.
- le relais de la dépense publique par une consommation des ménages de nouveau en progression. Mais le début de l'année 2010 risque fort d'être handicapé à cet égard par l'amointrissement du soutien public aux ménages et l'impact d'un retour d'inflation sur le pouvoir d'achat de salaires en faible progression nominale.
- le freinage, voire l'arrêt, de la chute libre des investissements productifs.

Les prévisions disponibles n'attendent guère de ces enchaînements qu'un taux de croissance de l'ordre de 1% en 2010, la Commission européenne étant même plutôt en dessous (+ 0,7%, pour la zone euro comme pour l'UE, d'après la dernière actualisation de ses prévisions<sup>19</sup>). La baisse de l'emploi et la hausse du chômage s'en trouveront ralenties mais non enrayerées. On est loin de la récupération des niveaux d'activité et d'emploi d'avant crise. La zone euro, comme d'ailleurs l'Union

<sup>19</sup> European Commission, *Fragile recovery in progress in the EU*, Interim Forecast, february 2010

européenne, vont se retrouver dans une situation de taux de chômage à deux chiffres, dont elles étaient sorties à la fin des années 1990.

Ces chiffres moyens recouvrent, sur les deux années 2009-2010, des évolutions disparates. Si la Pologne se distingue positivement, une majorité de pays européens sera en 2010 dans une fourchette étroite de taux de croissance positifs mais médiocre. Une minorité notable de pays (pays baltes, Bulgarie, Espagne, Hongrie, Grèce, Irlande,...) restera en récession plus ou moins prononcée, après des reculs violents en 2009. La France a bénéficié, en 2009, d'un jeu des stabilisateurs automatiques plus intense qu'en d'autres pays pour limiter la baisse du PIB (- 2,2%) mais elle perdra cet avantage relatif au fur et à mesure que la reprise internationale redonnera un poids prédominant au critère de compétitivité. C'est d'ailleurs le sens de la prévision de court terme publiée fin mars 2010 par l'INSEE : au premier semestre 2010, les taux de croissance de la zone euro et de la France seraient identiques (+0,5% sur les deux trimestres cumulés), même si, bénéficiant d'un acquis un peu supérieur hérité de l'année 2009, la France pourrait croître encore un peu plus vite que la zone euro sur l'ensemble de l'année 2010 et espérer atteindre une croissance de 1%. Dans les deux cas, le même facteur joue à l'encontre de l'accélération de la reprise : la stagnation de la consommation privée, après le reflux des mesures de soutien dont ont bénéficié les ménages en 2010. Au premier semestre 2010, le décalage conjoncturel se creuse entre les Etats-Unis et l'Europe, en défaveur de cette dernière.

Au-delà (2011-2013), le destin de la reprise sera affecté par des facteurs subjectifs (la confiance) et objectifs (la reprise effective de la demande intérieure et l'amélioration de la compétitivité collective de la zone euro) : ce sera soit la retombée sur un sentier médiocre de croissance, à peine positif, au fur et à mesure que s'épuise l'impact des plans de relance et que la rigueur budgétaire prend le dessus, soit l'amorçage d'un sentier plus favorable, bénéficiant d'anticipations positives nourries par des orientations clairement affichées de politiques offensives, aux niveaux nationaux et communautaire : le retour vers un taux de croissance de l'ordre de 2% se dessinerait alors. Si la récente communication de la Commission sur « Europe 2020 » se place dans cette perspective, le timing qu'elle énonce simultanément fait se demander si elle ne met pas la charrue avant les bœufs : *« Le Pacte de stabilité et de croissance constitue un cadre approprié pour mettre en oeuvre des stratégies budgétaires de sortie de crise, ce que les États membres mettent actuellement sur pied dans leurs programmes de stabilité et de convergence. Dans la plupart des pays, l'assainissement budgétaire devrait normalement débuter en 2011. D'une manière générale, les déficits publics devraient être ramenés sous la barre de 3 % du PIB d'ici à 2013. Toutefois, dans un certain nombre de pays, la phase d'assainissement pourrait devoir commencer avant 2011, ce qui signifie que le retrait des mesures temporaires de crise et le début de l'assainissement budgétaire pourraient, dans ces cas, être simultanés »*. Lorsque la priorité aux ajustements budgétaires nationaux dans des délais brefs devient généralisée, le manque à gagner collectif de croissance vient handicaper la réussite simultanée de ces ajustements et la dette publique finit par poursuivre sa dérive, indifférente aux incantations. C'est un épisode déjà connu de l'histoire européenne.

Il faut noter en effet que, même si on fait confiance aux prévisions de croissance assez optimistes contenues dans les programmes de stabilité récemment communiqués par les Etats à la Commission européenne, ainsi qu'aux prévisions du FMI pour les Etats-Unis et le Japon, aucun pays n'arriverait à rattraper, d'ici 2013, le déficit d'activité creusé en 2008-2010. C'est dire que les Etats ne peuvent guère

se permettre de retirer trop brutalement leur soutien à l'activité s'ils entendent engager la résorption des conséquences de la crise.

**Tableau 3**  
**Déficit d'activité en 2013 sur la base des hypothèses de croissance**  
**des programmes de stabilité (pays européens) et du FMI (Etats-Unis, Japon)**

En %	Croissance		Déficit d'activité 2013/2007
	Moy. avant crise	Moyenne 2011-2013	
France	1.8	2.5	-4.2
Allemagne	1.3	1.8	-5.0
Espagne	3.4	2.3	-16.4
Royaume Uni	2.6	2.8	-10.5
Etats-Unis	2.6	2.6	-8.1
Japon	1.5	2.0	-9.3

*Source* : nationales, FMI, calculs CEP- Groupe Alpha

## Politiques budgétaires et plans de relance

La crise économique et financière s'est traduite dans tous les grands pays industrialisés par une forte dégradation des finances publiques. Pour amortir le choc, les gouvernements ont laissé jouer à fond les stabilisateurs automatiques et y ont ajouté, pour la plupart, des plans de relance de l'activité économique. Les plans de sauvegarde du système bancaire n'ont eu, en général, qu'un impact faible sur les finances publiques dans la mesure où il s'est agi le plus souvent de mesures temporaires d'injections de liquidités, de garanties qui n'ont été finalement que peu mises en œuvres (hors USA) et de prises de participations qui ont alourdi les dettes brutes mais pas les dettes nettes des actifs financiers en question.

## L'importance des stabilisateurs automatiques

**Tableau 4**  
**Décomposition de la dégradation des soldes publics entre 2007 et 2010**

En % du PIB	France	Allemagne	Espagne	Roy.-Uni	Etats-Unis	Japon
Dégradation du solde public	5,5	5,7	11,8	9,5	7,9	7,2
Stabilisateurs automatiques	4,1	4,0	10,7	5,6	5,2	4,8
Charges d'intérêt	0,1	-0,1	0,3	0,8	-0,2	0,7
Impulsion budgétaire, dont :	1,3	1,8	0,8	3,1	2,9	1,7
<i>Plans de relance *</i>	0,3	1,2	1,8	0,3	2,7	2,4
<i>Autres mesures budgétaires</i>	1,0	0,6	-1,0	2,8	0,2	-0,7

\* y compris mesures de 2008 pour l'Espagne, non formellement contenues dans le plan de relance

*Sources*: nationales, OFCE pour l'impulsion budgétaire hors Allemagne, CEP-groupe Alpha pour l'Allemagne

L'impact des stabilisateurs automatiques varie de 60 % (Royaume Uni) à 75% (France) et même 90% (Espagne) du creusement des déficits publics. Hors prestations chômage, la fourchette est beaucoup plus resserrée (60 à 65%), toujours hors Espagne (75%). Même dans les pays qui ont opté pour une politique budgétaire très active comme les Etats Unis ou le Royaume-Uni, les stabilisateurs sont largement mis à contribution pour amortir le choc d'activité.

Le faible impact, sur le déficit public de 2010, des plans de relance français et anglais tient d'une part, pour la France, à son plus faible dimensionnement (1,6 point de PIB en France contre plus de 2 points dans les autres pays européens et près de 7 points au Etats-Unis), mais surtout au fait qu'ils ont été fortement concentrés dans ces deux pays sur l'année 2009 :

- baisse de 2,5 points de la TVA au 1<sup>er</sup> décembre 2008 et retour au taux normal en janvier 2010 au Royaume Uni,
- mesures de soutien à la trésorerie des entreprises réalisées dès juillet 2009, primes à la casse et mesures sociales centrées sur le 2<sup>eme</sup> semestre 2009, investissements publics réalisés à 75% en 2009 pour la France.

### **Les mesures budgétaires spécifiques**

En matière de mesures budgétaires spécifiques (dont la différence d'une année sur l'autre donne l'impulsion budgétaire hors évolution spontanée), l'attention s'est concentrée, parfois à juste titre, sur les plans de relance. En fait, les différents plans de relance annoncés et mis en œuvre ont été accompagnés (ou précédés en 2008) de mesures budgétaires positives ou restrictives qui modifient sensiblement la réalité du soutien budgétaire à l'activité. Toutefois ces autres mesures (positives ou restrictives) n'ont pas toutes été décidées en rapport avec la crise ; il s'agit également de mesures discutées, arrêtées auparavant et mises en œuvre pendant la crise. C'est notamment le cas des mesures de freinage budgétaire décidées pour 2008 en Allemagne et au Japon.

Le montant cumulé des mesures budgétaires spécifiques mises en œuvre en 2008, 2009 et 2010 donne une bonne image des politiques de soutien à l'activité économique sur la période, au-delà des impulsions budgétaires sur telle ou telle année. Ainsi, pour la France, les mesures spécifiques représentant 0.1 point de PIB en 2008, 1.7 en 2009 et 0.9 en 2010, soit au total 2.7 points de PIB sur la période. Le repli de ces mesures en 2010 signifie que l'impulsion budgétaire a cessé d'exercer un effet net positif.

Ainsi définie, l'injection budgétaire cumulée de 2008 à 2010 devrait être très importante aux Etats Unis et au Royaume Uni, notable en Espagne et modérée en France, au Japon et en Allemagne. On ne trouve pas de corrélation claire entre l'impact budgétaire discrétionnaire, le poids des stabilisateurs automatiques et le choc d'activité.

**Tableau 5**  
**Montant cumulé des mesures budgétaires spécifiques 2008-2010**

En points de PIB	Plans de relance	Autres mesures	Total
France	1.6 <sup>(*)</sup>	1.1 <sup>(**)</sup>	2.7
Allemagne	2.1(*)	0.3	2.4
Espagne	2.4	2.2	4.6
Royaume Uni	2.3	6.3	8.6
Etats-Unis	6.6	1.6	8.2
Japon	4.4	-2.7	1.7

*Source* : OFCE, CEP-Groupe-Alpha pour l'Allemagne

(\*) hors prêts et garanties de prêts aux entreprises

(\*\*) hors réforme de la taxe professionnelle (+0.4 point en 2010, -0.5 en 2011)

La forte injection budgétaire spécifique aura été la plus forte aux Etats Unis et au Royaume Uni ; mais cette similitude procède de deux orientations distinctes de la politique de soutien économique :

- concentrée dans un ensemble de mesures à dominante sociale au Royaume-Uni indépendamment d'un plan de relance dont la mesure phare est la baisse temporaire du taux de TVA en 2009,
- rassemblée à l'inverse dans des plans de relance aux Etats-Unis avec un certain nombre de mesures sociales.

La comparaison des situations allemande et française montre que l'ampleur du plan de relance doit être appréciée en fonction du contexte budgétaire préalable plus ou moins restrictif ou expansionniste. En effet l'impulsion budgétaire, lors de la première année de la période analysée (négative en 2008 en Allemagne, légèrement positive en France), compte fortement pour l'impact cumulé de la politique budgétaire. Sur les six pays comparés, deux d'entre eux (Japon et Allemagne) menaient une politique restrictive lors du démarrage de la crise et trois (Etats-Unis, Royaume Uni et Espagne) ont agi de manière contra-cyclique dès 2008, ce qui explique largement l'ampleur des différences observées.

Le volume des politiques budgétaires de soutien à l'activité est une chose importante, leur efficacité l'est encore plus.

L'efficacité des mesures budgétaires est difficile à apprécier en dépit de tous les commentaires positifs sur leur rôle dans la sortie de récession. En ce qui concerne les plans de relance, on a des éléments d'information très disparates<sup>20</sup> sur l'ampleur, le contenu et l'efficacité des mesures effectivement mises en œuvre. De plus, les estimations faites sur l'efficacité conduisent à des fourchettes très ouvertes.

<sup>20</sup> Par exemple, informations riches sur le plan américain étudié par le CBO (*Congressional Budget Office*, bureau d'étude et d'évaluation du Congrès Américain) et le CEA (*Council of Economic Advisers*, auprès de la Maison Blanche) ; manque de données précises sur le plan français.

Ainsi, le CBO américain estime les multiplicateurs d'activité dans une fourchette de 1 à 2,5 ou même de 1 à 5 selon le type de dépenses budgétaire<sup>21</sup>.

**Tableau 6**  
**Exemples de multiplicateur d'activité estimé par le CBO**

	Mini	Maxi
Achat de biens et services du gouvernement fédéral	1	2.5
Dépenses de travaux d'infrastructure	1	2.5
Dépenses de transfert aux ménages (*)	0.8	2.2
Réduction d'impôts pour les ménages aux revenus bas et moyens	0.5	1.7
Réduction d'impôts pour les ménages à hauts revenus	0.1	0.5

(\*) Concerne essentiellement les ménages à bas revenus

Ce qui donne, pour le plan de relance de 787 milliards de dollars du début 2009, un multiplicateur moyen compris entre 0,7 et 1,8.

Les études s'accordent sur une efficacité à court terme la plus forte pour les dépenses directes des gouvernements et principalement pour les travaux d'infrastructure. Globalement les dépenses publiques ont un impact plus fort que les baisses de recettes publiques. Et parmi ces dernières, ce sont les réductions d'impôts concernant des ménages aux revenus élevés qui sont les moins efficaces. L'efficacité des mesures de soutien au pouvoir d'achat dépend du comportement des ménages ; si une bonne part du transfert de revenu est épargnée, l'effet de la mesure sera faible sur l'activité interne, et de même si une bonne part de la consommation supplémentaire se porte sur des biens importés.

Ce fut le cas, en particulier, en Espagne où les premières mesures de réduction d'impôts ont été mises en place rapidement avec un impact jusqu'à présent faible, et aux Etats-Unis où le premier plan mis en place début 2008 par l'administration Bush portait principalement sur des réductions d'impôts sans grand effet sur l'activité, selon le CBO. De son côté, le plan britannique, dont la mesure phare était la baisse de la TVA de 2,5 points en 2009, semble avoir également eu une efficacité réduite mais, dans ce cas, compensée par l'ampleur des autres mesures budgétaires hors plan de relance.

**Tableau 7**  
**Efficacité des plans de relance mis en œuvre en 2009 (hors mesures de soutien à la trésorerie des entreprises)**

En points de PIB	France	Allemagne	Espagne	Royaume Uni	Etats-Unis
Coût budgétaire	0.8	1.2	2.0	1.1	2.4
Impact estimé en 2009	0.5 à 0.7	0.6 à 1.1	0.7 à 1.3	0.4 à 0.8	1.7 à 4.3

Source : INSEE pour les pays européens, CEA pour les Etats-Unis

<sup>21</sup> Un multiplicateur d'activité de 0,5 signifie qu'une impulsion budgétaire s'élevant à 1 point de PIB se traduira par un surplus d'activité économique de 0,5 %.

## Le gonflement des dettes publiques

Le creusement des déficits publics se traduit mécaniquement par le gonflement des dettes publiques, également alourdies dans certains pays par les mesures de soutien au système financier.

**Tableau 8**  
**Dettes publiques**

en points de PIB	2007	2010
France	63,8	83,2
Allemagne	65,1	76,5
Espagne	36,2	65,9
Italie	103,5	116,9
Royaume Uni	44,1	82,1
Etats-Unis	61,9	93,6
Japon	187,7	227,0

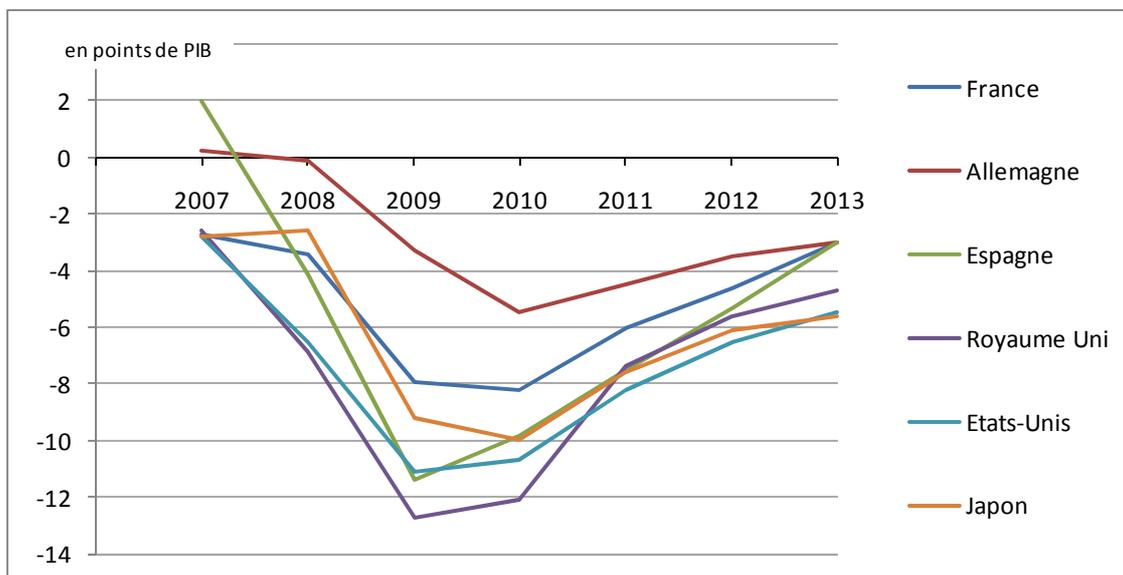
*Sources:* programmes de stabilité pour les pays européens, FMI pour les Etats Unis et le Japon

Les soldes publics devraient s'améliorer à partir de 2011 avec la reprise des recettes fiscales attendue de la reprise économique et l'arrêt des mesures de relance. Si on accorde confiance aux programmes de stabilité 2011-2013 des pays européens et aux prévisions du FMI pour les Etats-Unis et le Japon, les stabilisateurs économiques devraient réduire le déficit public à l'horizon 2013 de l'ordre de 1 point de PIB en Allemagne et au Royaume-Uni, de 2 points aux Etats-Unis, 2,5 points en Espagne et en France, de 3 points au Japon<sup>22</sup>.

Tous les pays mettraient en œuvre des mesures budgétaires restrictives à partir de 2011. Dans la présentation de leurs programmes de stabilité à la Commission européenne, la majeure partie des pays européens affichent leur souci de respecter la norme de déficit de 3% imposée par les règles communautaires et rappelée avec insistance par la Commission. L'impulsion budgétaire, compte tenu notamment de l'arrêt des mesures ponctuelles de relance, devrait être négative en 2013 : de l'ordre de 1 point en Espagne et en Allemagne jusqu'à un maximum de 5 points au Royaume Uni où le freinage des dépenses publiques devrait être le plus violent.

<sup>22</sup> Calculs OFCE. Voir l'article d'Eric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Timbeaud, « Quelle dette publique à l'horizon 2030 en France ? », *Revue de l'OFCE* n°112, Janvier 2010.

**Graphique 18**  
**La réduction des déficits publics, selon les prévisions des programmes de stabilité et du FMI**

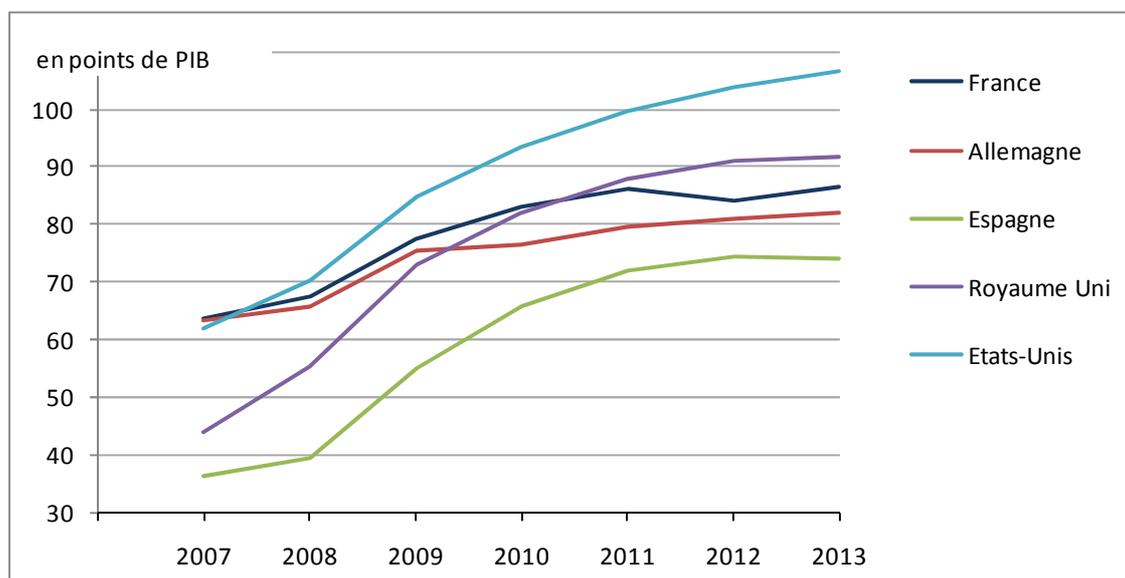


*Sources:* programmes de stabilité pour les pays européens, FMI pour les Etats Unis et le Japon

La justification des mesures budgétaires restrictives à partir de 2011 vient de la crainte exprimée d'un gonflement trop important des dettes publiques.

La réduction des déficits à partir de 2011 permettrait un ralentissement du gonflement des dettes publiques. En Europe celles-ci se retrouveraient entre 70 et 90% du PIB en 2013 alors que les Etats Unis devraient se situer au dessus de 100%. Pour sa part la dette japonaise continuerait à augmenter pour avoisiner les 240 % en 2013. Toutefois le problème posé par la dette japonaise diffère de celui de la majeure partie des pays industrialisés dans la mesure où cette dette est très largement détenue par des ressortissants et institutions nationaux.

**Graphique 19**  
**L'évolution des dettes publiques, selon les prévisions des programmes de stabilité et du FMI**



Sources: programmes de stabilité pour les pays européens, FMI pour les Etats Unis

On peut s'interroger sur la plausibilité des projections faites et sur le pilotage budgétaire de la sortie de crise. A l'évidence, la montée de l'endettement qui devrait se poursuivre au-delà de 2013 impose pour le moins une prudence budgétaire<sup>23</sup>. Mais la compatibilité présumée de croissances supérieures ou comparables à celles de la période d'avant crise (à l'exception de l'Espagne) avec des politiques budgétaires restrictives relève d'une vision très optimiste. On ne voit pas très bien, aujourd'hui, où seraient les moteurs d'une telle croissance, notamment dans le cas des pays européens. Sauf à miser, sans doute à l'excès, sur les effets d'entraînement du commerce mondial par le rattrapage interne des pays émergents, au premier titre desquels la Chine et l'Inde. Ces prévisions de réduction des déficits et de ralentissement des dettes publiques semblent donc dans l'ensemble assez optimistes. C'est d'ailleurs le constat que fait la Commission européenne qui juge que : « *D'une manière générale, pour la majorité des quatorze programmes examinés, les hypothèses de croissance sous-tendant les projections budgétaires sont jugées plutôt optimistes, ce qui signifie que les résultats budgétaires pourraient se révéler moins bons que prévu. En outre, dans plusieurs cas, la stratégie d'assainissement budgétaire proposée n'est pas suffisamment étayée par des mesures concrètes à compter de 2011* » (Communication du 17/03/2010).

Le risque de croissances plus faibles que dans les hypothèses fondant les programmes de stabilité n'améliore pas le crédit des recommandations restrictives de la Commission européenne et de l'OCDE, qui appellent à un assainissement structurel rapide des comptes publics. Pour la Commission, après quelques précautions de langage sur la prudence nécessaire dans le retrait des mesures de soutien, l'important est que les déficits publics soient ramenés sous la barre des 3% d'ici 2013. Le FMI, plus

<sup>23</sup> L'OFCE estime probable un pic de dette publique en France de l'ordre de 100 % du PIB dans les vingt prochaines années (cf. Eric Heyer et alii, op. cit. *Revue de l'OFCE* n° 112, Janvier 2010)

attentif aux besoins de consolidation de la reprise mondiale, est sensiblement plus nuancé. Il appelle à vérifier le dynamisme retrouvé de la demande privée avant d'envisager de manière concertée le retrait des politiques budgétaires et monétaires de soutien à l'activité. C'est bien le risque des orientations budgétaires qui se dessinent que de susciter des chocs restrictifs inopportuns qui annihileraient les possibilités de reprise durable sans lesquelles la résorption des déséquilibres fondamentaux qui ont nourri la crise ne serait guère possible.

Il s'agit en particulier des déséquilibres de l'épargne privée, trop faible dans certains pays, trop forte dans plusieurs pays européens. L'usage de la fiscalité pour corriger le déséquilibre entre une épargne financière privée trop forte et une épargne publique trop faible, sans trop peser sur la croissance, est suggéré par la considération des multiplicateurs budgétaires d'activité <sup>24</sup>. La faible efficacité, pour la relance de l'activité, des mesures de réductions d'impôts pour les ménages les plus fortunés suggère en miroir la forte efficacité de ce type de mesure pour rééquilibrer les finances publiques. C'est d'ailleurs ce que met en place le gouvernement britannique pour 2010 avec le relèvement des tranches hautes de l'impôt sur le revenu, la taxation supplémentaire des revenus supérieurs à 100 000 livres, la taxation des bonus et des profits des banques. C'est une voie dont pourrait s'inspirer la politique budgétaire française sans attendre d'en arriver à la situation économique dégradée de nos voisins britanniques. La clarification positive de l'évolution à venir des régimes de retraite est aussi une voie pour dissuader un excès d'épargne de précaution. La question du bon pilotage macroéconomique de la sortie de crise reste posée.

## **Les finances publiques françaises : merci aux stabilisateurs automatiques !**

En France, le creusement du déficit **en 2009** vient :

- des pertes de recettes fiscales (principalement celles de l'IS) qui ont représenté 1,3 point du PIB en 2009 du fait du recul de 2,2 % du PIB. Cette perte de recette est équivalente à la totalité des mesures du plan de relance mises en œuvre en 2009 (1,3 point de PIB).
- de la croissance tendancielle des dépenses qui a creusé le déficit public de 2 points de PIB.
- de la mise en œuvre d'un plan de relance.

Le plan annoncé en décembre 2008 portait sur 26 Mds€ (soit 1,3 point de PIB) pour les années 2009-2010. La communication récente du Ministère de la Relance indique une enveloppe portée à 39 Mds€ pour les deux années (soit 2 points de PIB). Le succès de certaines mesures explique une partie de cette augmentation : dont la prime à la casse (600000 primes au lieu de 200000 initialement prévues) et l'anticipation du versement du FCTVA <sup>25</sup> aux communes qui s'engagent à augmenter leurs dépenses réelles d'équipement (sans doute de l'ordre de 4 Mds€ au lieu des 2,5 prévus). Mais on ne

---

<sup>24</sup> C'est un point clef de l'exercice mené par le Sénat, avec l'appui de l'OFCE, « L'économie française et les finances publiques à l'horizon 2030, un exercice de prospective », *Rapport d'information de M. Joël BOURDIN*, fait au nom de la Délégation à la prospective du Sénat, n° 335, février 2010.

<sup>25</sup> Fond de Compensation de la TVA versé normalement avec 2 ans de décalage et anticipé d'une année dans le cadre du plan de relance

dispose pas de document de synthèse montrant les postes précis sur lesquels portent ces augmentations.

Ce plan comporte, comme le premier plan allemand, des mesures en faveur de la trésorerie des entreprises pour 13 Mds€ (la moitié du volume du plan initial) entièrement versés en 2009 et même très rapidement. L'impact des mesures favorisant la trésorerie des entreprises est généralement jugé très faible en terme d'activité. La plupart des analyses sur l'efficacité des mesures de relance neutralisent les mesures améliorant la trésorerie des entreprises.

Le montant réel du plan, pour sa part à l'impact avéré sur l'activité, serait donc passé de 13 Mds€ prévus en décembre 2008 à 26 Mds€. La Ministère de la Relance indique que 31 Mds€ (18 hors trésorerie des entreprises) ont été « injectés » dans l'économie en 2009 et 29 Mds€ (16 hors trésorerie des entreprises) ont été dépensés, soit respectivement 1,5 point de PIB (ou 0,9 hors trésorerie). On ne dispose pas de décomposition de ces montants par type de mesure, seulement des indications partielles dont celles concernant les investissements publics.

3,6 Mds€ d'investissement (supplémentaires) ont été réalisés par l'Etat. Et les 19 540 conventions FCTVA signées portent sur un montant d'investissement, des collectivités locales de 54 Mds, dont 42 Mds déjà réalisé en 2009. A comparer aux 35Mds€ réalisés, en moyenne annuelle en 2004-2007, par ces collectivités<sup>26</sup>. D'après ces indications, les investissements publics auraient dû progresser d'environ 10 Mds€ en 2009. En fait, selon les comptes trimestriels, il ont diminué de 1,7 Mds€ passant de 62,4 Mds en 2008 à 60,7 en 2009. Ces quelques données interrogent sur la fiabilité des chiffres avancés et, surtout sur la difficulté méthodologique à compter précisément ce qui ressort des mesures ponctuelles spécifiques et ce qui est du domaine des opérations qui auraient été de toutes façons réalisées même en l'absence de ces mesures.

Le gouvernement français attribue la meilleures résistance de l'économie française en 2009 par rapport aux évolutions des autres pays européens à « *l'importance des stabilisateurs automatiques et (aux) mesures de relance mises en œuvre* »<sup>27</sup>. L'examen des chiffres ne permet pas de confirmer ce diagnostic. Le volume du plan français est un des plus faibles des grands pays d'Europe (seul l'Italie en fait moins). Les stabilisateurs automatiques sont effectivement un peu plus puissants (0,53 selon l'OCDE contre 0,51 en Allemagne et 0,45 en Espagne et au Royaume Uni). Ceci peut expliquer un écart de croissance en faveur de la France de 0,3 à 0,5 point en 2009<sup>28</sup>. En fait, la meilleure résistance de l'économie française vient d'un choc d'activité moindre que celui encaissé par ses voisins, du fait d'un positionnement structurel :

- moins exposé au commerce mondial que l'Allemagne
- moins exposé au secteur immobilier que l'Espagne
- moins exposé aux difficultés du secteur financier que le Royaume Uni.

---

<sup>26</sup> Sources : Ministère de la Relance – Chiffres clés du plan de relance – 03/02/2010 ;  
Présidence de la république – Bilan d'étape au 01/07/2009

<sup>27</sup> Programme de Stabilité 2010-2013 communiqué en mars 2010 à la Commission européenne.

<sup>28</sup> On peut noter à ce sujet que le volume plus élevé des stabilisateurs automatiques en France vient de dépenses publiques plus élevées. Il est plaisant de voir l'importance de ces dépenses publiques invoquée en positif alors que la politique budgétaire menée depuis plusieurs années cherche à les faire diminuer.

**En 2010**, la non reconduction de la plupart des mesures du plan de relance devrait compenser l'évolution spontanée du solde public. Le déficit supplémentaire de 2010 vient essentiellement des mesures prises par le gouvernement en dehors des mesures de relance et principalement du coût temporaire en 2010 de la suppression de la taxe professionnelle (impact de 0,4 point de PIB). Au total, le déficit public devrait se creuser à 8,2 % du PIB.

**A partir de 2011**, le programme de stabilité présenté par le gouvernement à la Commission prévoit une croissance de 2,5 % par an et un retour à la norme de déficit public de 3 % du PIB en 2013.

La réduction du déficit viendrait de l'arrêt des mesures ponctuelles de 2009-2010 (plan de relance, surcoût temporaire de la réforme de la taxe professionnelle), de la reprise des recettes fiscales due à la croissance et d'un fort ralentissement des dépenses publiques. L'impulsion budgétaire (hors évolution spontanée) serait fortement négative (entre -0,5 et -1,0 point de PIB par an).

Sans être complètement irréaliste, cette trajectoire des finances publiques reste tout de même très optimiste. La croissance de 2,5 % par an, avec une impulsion budgétaire négative, correspond à une croissance spontanée (c'est-à-dire hors impulsion) supérieure à 3 % par an. Sans être impossible (la France a connu une telle croissance entre 1997 et 2000), on n'en voit cependant pas clairement les moteurs, tous les pays industrialisés annonçant des mesures de restriction budgétaire, pour la période à venir.

Avec cette hypothèse favorable de croissance, le jeu des stabilisateurs économiques devrait réduire le déficit public de 0,8 à 1,0 point par an. L'arrêt des mesures ponctuelles de 2009-2010 se traduirait mécaniquement par une réduction du déficit de l'ordre de 1,0 point. Il reste 2 points de réduction à obtenir par un ralentissement de la croissance des dépenses publiques. Ceci impliquerait une croissance annuelle des dépenses publiques limitée à 0,7 % en volume. Là encore, le ralentissement est théoriquement possible ; il correspond au ralentissement observé entre l'évolution moyenne des dépenses publiques en volume des années 1997-2002 (2,7 % par an) et celle des cinq dernières années (1,7 % par an). **Mais cela supposerait des choix drastiques en matière de dépenses sociales** difficilement compatibles avec le soutien aux catégories les plus exposées et le maintien des dépenses d'avenir.

Le réalisme amène à envisager des politiques moins restrictives et des niveaux de déficit et de dette à moyen terme plus élevés. Ainsi l'OFCE, tout en retenant l'hypothèse de croissance optimiste de 2,5 % à partir de 2011, prévoit un déficit de 5% en 2013 et une dette publique à 91% du PIB.

**Les trajectoires à long terme** des finances publiques sont éclairées par une étude de la Délégation sénatoriale à la prospective réalisée avec l'aide de l'OFCE <sup>29</sup>, résumée dans l'encadré 3.

---

<sup>29</sup> « L'économie française et les finances publiques à l'horizon 2030, un exercice de prospective », *Rapport d'information de M. Joël BOURDIN*, fait au nom de la Délégation à la prospective du Sénat, n° 335, février 2010.

### Encadré 3 : Les finances publiques françaises à horizon 2030 selon le Sénat et l'OFCE

L'étude envisage 3 scénarii principaux autour d'une hypothèse de maintien à 2% de la croissance potentielle à long terme.

En premier lieu, on peut envisager que la production effective finisse par rejoindre la production potentielle ; le déficit de production (« output gap ») serait ainsi résorbé grâce à une croissance soutenue, supérieure à la tendance, en dépit de l'important effort d'assainissement budgétaire.

Deux rythmes de résorption du déficit de production sont envisagés, donnant chacun lieu à un scénario spécifique :

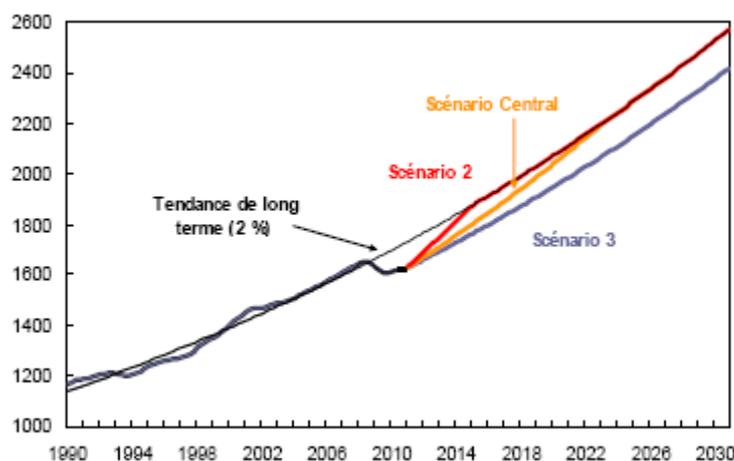
– soit une résorption progressive, avec une croissance annuelle effective de 2,5 %, conduisant à une «fermeture» du déficit de production en 2024 (scénario n° 1 central), la croissance effective s'établissant ensuite autour de la croissance potentielle ;

– soit une résorption rapide, avec une croissance annuelle effective de 3,5 % de 2011 à 2014, puis déclinant ensuite, conduisant à une « fermeture » du déficit de production en 2015 avec une croissance effective gravitant ensuite autour de la croissance potentielle (scénario n° 2).

Le plein emploi est progressivement réalisé à mesure qu'on se rapproche de la fermeture de l'output gap, à la faveur d'une baisse linéaire du taux de chômage, qui rejoint le taux de 4,4 % en 2024 dans le scénario central, et en 2015 dans le scénario n° 2.

En second lieu, il est possible que la croissance potentielle demeure à long terme orientée suivant la tendance de 2 %, mais que la perte de production engendrée par la crise ne se résorbe pas. Dans ces conditions, la croissance effective graviterait autour de 2 % à partir de 2011, si bien que l'output gap ne se refermerait jamais (scénario n° 3). La courbe du taux de chômage demeurerait plane sur toute la période, au taux de 10,3%.

LA CROISSANCE DU PIB DANS LES SCÉNARIOS N° 1, N° 2 ET N° 3  
(en milliards d'euros)



Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE

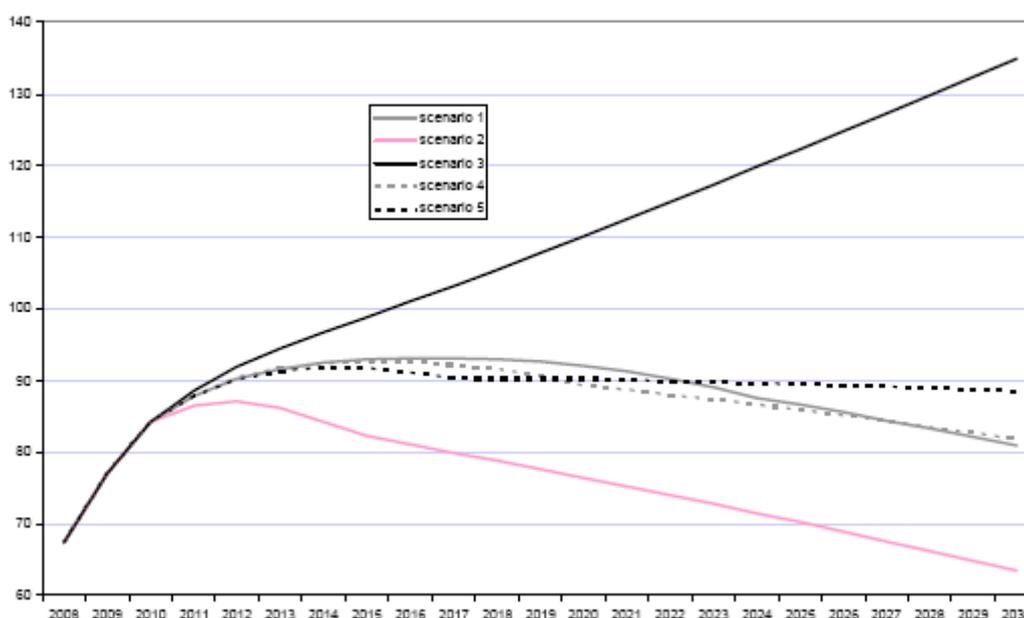
Les scénarii montrent que concilier sortie de crise et assainissement, même progressif, des finances publiques, implique non seulement une baisse prolongée du taux d'épargne des ménages mais encore un rebond appréciable de l'investissement.

Dans les différents scénarii ici présentés, la politique budgétaire suit les mêmes orientations. Les évolutions de recettes publiques et de dépenses du programme de stabilité à moyen terme ne sont pas prolongées pour le long terme. On passe à des hypothèses correspondant à une politique budgétaire neutre à partir de 2015 :

- Pour les recettes publiques, on suppose que la totalité des pertes de recettes occasionnées par la crise est récupérée en 2015 mais qu'ensuite les prélèvements obligatoires croissent comme le PIB. Ainsi le taux de prélèvement obligatoire est stable conformément aux mécanismes déclenchés par un retour à une élasticité unitaire des recettes du PIB.
- Pour les dépenses publiques primaires (hors charges d'intérêt), après avoir évolué moins que la croissance potentielle jusqu'en 2013, elles évoluent comme celle-ci au-delà.
- Les charges d'intérêt ont, quant à elles, une dynamique dépendante du coût de la dette, lui-même lié aux évolutions du taux d'intérêt nominal et à ses écarts avec le taux de croissance.

Dans le scénario central, la dette publique reviendrait à 80 % du PIB en 2030 après un pic à 93% en 2015-2020. Dans le scénario 2, plus optimiste sur le rattrapage de début de période, la dette publique redescendrait presque au niveau imposé par les règles communautaires (63% dans la simulation pour une norme de 60%). Et dans le scénario noir (n° 3), elle continuerait à augmenter régulièrement pour atteindre 135% du PIB en 2030 et les dépasser ensuite.

**DETTE PUBLIQUE BRUTE DANS LES CINQ SCENARIOS (en points de PIB)**



Source : Calculs OFCE pour la Délégation à la prospective du Sénat.

**Légende** : les scénarii 4 et 5 dont il n'est pas question dans cet encadré reposent sur des hypothèses de croissance potentielle moins favorables que les dans les trois autres scénarii, en deçà de 2%.

Ainsi, pour le Sénat, « le retour à des positions budgétaires soutenables est un impératif. Pour autant, les scénarii de dette publique n'invitent pas à s'engager dans une « thérapie de choc » qui pourrait produire des effets irréversibles sur la croissance mais, plutôt, à des stratégies de sortie de crise souples et coordonnées le plus possible au niveau international ».



## les finances publiques allemandes : après le soutien aux revenus et à l'activité, vers une consolidation budgétaire ordonnée par la Constitution

En tenant compte des deux plans de relance adoptés fin 2008 et début 2009 ainsi que des mesures supplémentaires mises en œuvre tant par l'ancienne coalition CDU-SPD que par la nouvelle coalition CDU-CSU-FDP issue des élections législatives de septembre 2009, l'ampleur de la réaction de la politique budgétaire à la crise a été élevée en Allemagne (2,1% du PIB sur le cumul des deux années 2009-2010 (tableau 9). Par ailleurs, à la différence de la plupart des autres pays de la zone euro, la politique budgétaire continuera de soutenir l'activité en 2010.

**Tableau 9**  
**Principales mesures budgétaires mises en œuvre en Allemagne entre 2009 et 2011**  
**(situation par rapport à 2008)**

	Unité	2009	2010	2011
<b>Total</b>	Md €	33	52	53
	En % du PIB	+1,4	+2,1	+2,2
<i>Dont :</i>				
Dépenses publiques d'investissement	% du total	13	22	13
Mesures de soutien au revenu des ménages	% du total	70	57	75
Mesures de soutien aux entreprises	% du total	17	21	12
<i>Dont :</i>				
Mesures spécifiques aux plans de relance	% du total	63	52	35
Autres mesures engagées avant les élections de septembre 2009	% du total	37	36	34
Mesures de la nouvelle coalition CDU-CSU-FDP	% du total	0	12	31
Mesures ayant un impact direct sur revenu des ménages en pourcentage du RDB des ménages	% du RDB	+1.5	+1,9	+2,6
Mesures de soutien aux entreprises (hors garanties et prêts) en pourcentage de la valeur ajoutée des sociétés non financières	% de la VAB	+0,4	+0,7	+0,4

Les ménages sont de loin les principaux bénéficiaires des mesures : 64% du total sur les deux années 2009-2010 ont visé à soutenir leur revenu (soit en moyenne 1,7% du RDB des ménages) contre 19% pour le soutien à la trésorerie des entreprises et 17% en dépenses d'investissement public.

L'impact cumulé du jeu des stabilisateurs automatiques, des mesures budgétaires et du renforcement des mécanismes de garantie et de prêts pour les entreprises est difficile à évaluer, compte tenu des incertitudes qui pèsent sur l'évaluation des « multiplicateurs », et du faible recul temporel (voir encadré 4 pour le détail des mesures en faveur des entreprises). On peut néanmoins souligner que les baisses d'impôt consenties aux ménages et aux entreprises (tableau 10 pour les mesures détaillées), dont l'efficacité est considérée moindre compte tenu des comportements d'épargne, représentent près de la moitié des mesures engagées en 2009 et prévues pour 2010.

La priorité donnée aux baisses d'impôt porte la marque du contexte électoral de l'année 2009, mais aussi et surtout de l'importance accordée par la nouvelle coalition de droite à la réduction de la pression fiscale. Le montant total des allègements fiscaux prévus par le contrat de coalition d'octobre 2009 se monte à 30 milliards d'Euros (1,2 point de PIB), dont 10 milliards ont déjà été engagés pour 2010 avec la « loi sur la relance de la croissance » (*Wachstumsbeschleunigungsgesetz*) : majoration

des allocations familiales, réforme de l'impôt sur les successions, pérennisation de la déductibilité des charges d'intérêt du bénéfice imposable pour les groupes, baisse du taux de TVA dans l'hôtellerie restauration,... Les 20 milliards restants devraient résulter de la mise en œuvre en 2011 de la réforme de l'impôt sur le revenu prônée par les libéraux (FDP), dont la décision a néanmoins pour l'instant été reportée au printemps 2010, pour tenir compte du contexte budgétaire.

Ce report est révélateur des pressions auxquelles sera soumise la politique budgétaire à compter de 2011. Comme le montre de manière évidente la « crise grecque », le principal enjeu budgétaire est en effet celui du calendrier et des modalités de la consolidation à moyen terme des finances publiques à compter de 2011. Or de ce point de vue, l'Allemagne s'est imposée en 2009 de nouvelles règles budgétaires qui, si elles devaient être appliquées à la lettre, se solderaient par des besoins considérables de consolidation budgétaire au cours des prochaines années.

#### **Encadré 4 : Les mesures allemandes en faveur des entreprises**

De manière similaire à la plupart des pays de l'OCDE, et en particulier la France, les plans d'action mis en œuvre en Allemagne ont visé à s'attaquer au problème du financement des PME exposées au commerce international dont le ratio de fonds propres est jugé faible en comparaison internationale (14,4%, contre 32% en moyenne dans l'UE, selon une étude de la *Friedrich Ebert Stiftung*, Thesenpapier „Neue Wege der Mittelstandsfinanzierung“, Bonn, 2005 ), au travers :

- de mesures de soutien des flux de trésorerie via notamment la réintroduction temporaire (2009 et 2010) du régime d'amortissement accéléré qui avait été supprimé en 2007 (tableau 10) et du relèvement du plafond d'application des règles d'amortissement exceptionnelles accordées aux PME pour l'acquisition ou la production de biens économiques mobiliers et immobiliers entrant dans les immobilisations, amortissement immédiat des biens économiques d'une valeur inférieure ou égale à 410 € à compter du 1er janvier 2010 (mesure pérenne);
- de renforcement des mécanismes existants de garantie pour les PME, avec la mise en place temporaire (jusqu'à fin 2010) auprès de la banque publique *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) d'un programme spécifique aux PME doté de 15 milliards d'euros, qui s'ajoute au « Fonds Allemagne pour l'économie » (*Wirtschaftsfonds Deutschland*) doté de 115 milliards d'euros (prêts et garanties), sur le principe d'OSEO;
- d'ajustements opérés par la nouvelle coalition CDU-CSU-FDP aux réformes de l'impôt sur les sociétés de 2008 et de l'impôt sur les successions de janvier 2009 : modification (permanente) de la prise en compte de la masse salariale pour le bénéfice de l'abattement d'impôt sur les successions (« loi sur l'accélération de la croissance » entrée en vigueur en janvier 2010) ; relèvement (2009 et 2010) de la limite du plafond de déductibilité des charges d'intérêt (s'appliquant aux groupes) de 1 à 3 millions d'euros ;
- de mesures visant à atténuer l'effet de la crise sur le coût du travail : prise en charge partielle des cotisations sociales en cas de chômage partiel, baisse des taux de cotisations à l'assurance maladie et à l'assurance chômage (partiellement compensées par un relèvement du taux de cotisation à l'assurance dépendance).

Il est encore trop tôt pour pouvoir juger de l'effet de ces mesures. On peut néanmoins estimer que sur l'ensemble des années 2009-2011, les mesures en faveur des entreprises (ayant un impact direct sur leur trésorerie) représentent environ 0,4% de la valeur ajoutée des sociétés non financières, et ont déjà très certainement contribué à atténuer (légèrement) l'impact de la forte baisse du taux de marge subie par les entreprises allemandes en 2009, de 5 points, en raison notamment des pertes de productivité liées à la protection de l'emploi dans les circonstances de la crise. Il ne semble pas, par ailleurs, que le durcissement de l'accès des PME allemandes au crédit soit allé jusqu'à un véritable rationnement (*credit crunch*).

Comme la plupart des autres pays de l'UE, l'Allemagne a fait dans le courant de l'année 2009 (en octobre) l'objet de l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif, de la part de la Commission européenne. Elle s'est engagée à débiter « l'assainissement » de ses finances publiques dès 2011, afin de ramener le déficit des administrations publiques en deçà de 3% d'ici 2013. Le programme de stabilité prévoit une réduction en moyenne supérieure à 0,5 points du déficit structurel par an de 2011 à 2013 (0.66 points), sans toutefois préciser les modalités de ce redressement budgétaire. Certes, la forte reprise engagée en 2005 (mais aussi les efforts de consolidation budgétaire mis en œuvre depuis le début des années 2000) avaient permis à l'Allemagne de dégager des finances publiques équilibrées en 2007 et 2008. Il en est résulté qu'en dépit de la forte dégradation engagée depuis le début de la crise, le niveau du déficit des administrations publiques prévu pour 2010 (et donc le besoin d'assainissement budgétaire imposé par le respect du pacte de stabilité) est nettement en deçà de celui auquel doivent faire face de nombreux autres pays. Cette moindre dégradation se retrouve dans l'évolution du ratio de dette publique (graphiques 18 et 19, supra).

Mais en sus des règles imposées par le pacte de stabilité, l'évolution des finances publiques sera à compter de 2011 soumise à un nouveau cadre réglementaire national, d'ordre constitutionnel.

A la mi 2009, l'Allemagne a inscrit, en effet, dans la Loi fondamentale (Article 109 paragraphe 3) le principe d'un quasi équilibre des finances publiques des Länder et du Bund. Cette réforme constitutionnelle, qui entrera en vigueur en 2011, stipule qu'à compter de 2016 le déficit structurel du Bund ne pourra être supérieur à 0,35% du PIB. La loi fondamentale autorise sur la période 2011-2016 un dépassement de la norme de 0,35%, tout en imposant que durant la période de transition, les déficits structurels soient réduits « de manière régulière ». Les règles budgétaires imposées aux Länder sont encore plus strictes, puisque tout nouvel endettement leur sera interdit à compter de 2020. Aucune règle n'est cependant fixée pour la réduction du déficit structurel (pour mémoire, le déficit des Länder s'est monté à 1% du PIB en 2009). Aucune règle n'est en revanche imposée aux communes ni aux administrations de sécurité sociale. La nouvelle règle autorise des déficits conjoncturels en cas de récession (au maximum de 3%), mais impose que ces déficits soient comblés en période de reprise. Les exceptions au quasi équilibre du solde structurel sont limitées à des cas exceptionnels (catastrophe naturelle, forte récession), et soumises à l'approbation de la majorité absolue du Bundestag.

Les simulations disponibles montrent que le respect de la règle budgétaire permettrait, sous des hypothèses de croissance relativement optimistes du PIB, de ramener le niveau de taux d'endettement à un niveau inférieur à celui du début des années 2000 (voir graphique 20). Mais ces simulations montrent également que le respect de la nouvelle règle budgétaire imposerait de réduire le déficit structurel de 0,2 point de PIB par an (un effort cumulé de 37 milliards d'euros à l'horizon 2016), soit un effort budgétaire double de celui fourni en moyenne sur la période 1995-2007.

Ces nouvelles règles budgétaires, qui ont déjà fait quelques émules en France (voir notamment les propositions de l'économiste Jacques Delpla, qui alimentent une réflexion gouvernementale en cours), sont plus strictes que celles imposées par le pacte de stabilité et de croissance<sup>30</sup>. Elles contraignent

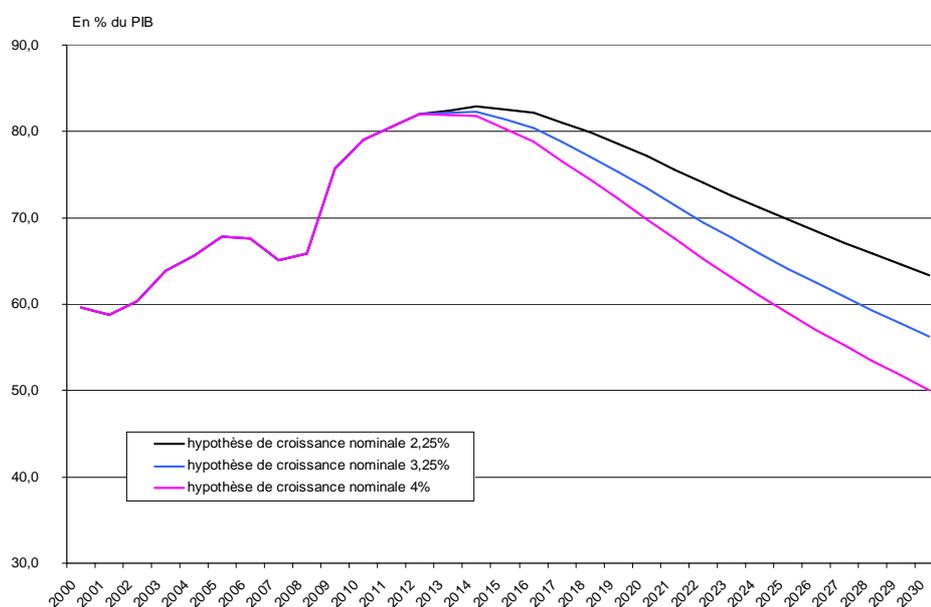
---

<sup>30</sup> Le pacte vise à une position budgétaire en termes structurels proche de l'équilibre ou en léger surplus, différenciée depuis la réforme de 2005 selon les pays pour tenir compte du niveau d'endettement et de la croissance de chacun. Il permet par ailleurs à un état membre d'avoir un déficit durablement supérieur à 3% du PIB à condition qu'il réduise son déficit structurel au rythme prescrit par le conseil (normalement de 0.5 point de PIB par an), et autorise depuis 2005 les Etats membres à échapper à une procédure de déficit excessif dès lors qu'ils se trouvent en situation de récession prolongée.

potentiellement très fortement la capacité de mise en place d'une politique contra-cyclique de relance budgétaire, ainsi que le jeu des stabilisateurs automatiques. Elles peuvent aussi se solder par des conséquences douloureuses du côté des dépenses publiques, notamment de protection sociale. Les réductions d'impôt prévues par la nouvelle coalition imposent en effet, au moins à court terme, de faire peser sur les dépenses publiques la charge de l'ajustement budgétaire, une tendance déjà assumée dans le programme de stabilité de janvier 2010. Par ailleurs, en l'absence de règle budgétaire pour les administrations de sécurité sociale, le risque de voir se reporter sur celles-ci la charge de l'ajustement n'est pas nul (via une diminution des subventions fédérales), alors même que les marges de manœuvre en termes de relèvement des cotisations sociales peuvent être considérées comme très faibles en Allemagne <sup>31</sup>.

**Graphique 20**

**La dette publique allemande, en proportion du PIB**



Source : Sachverständigenrat 2009.

<sup>31</sup> Pour mémoire, la réforme des retraites de 2005 a imposé la règle de quasi stabilisation des taux de cotisation à l'assurance retraite, et la nouvelle coalition projetée de figer à terme le taux de cotisation à l'assurance maladie. L'objectif de réduction des taux de cotisation sociale est récurrent dans le débat politique allemand depuis le milieu des années 1990.

**Tableau 10 : Les principales mesures budgétaires en 2009-2011 en Allemagne  
(plans de relance et autres mesures incluses)\***

	Unité	2009	2010	2011
<b>Dépenses publiques d'investissement</b>	Md €	+4,2	+11,1	+7
	% du PIB	+0,2	+0,5	+0,3
<b>Mesures de soutien au revenu des ménages</b>				
Total	Md €	+23	+30	+39
	% du PIB	+1	+1,2	+1,6
<i>Principales mesures :</i>				
<b>Impôt sur le revenu :</b>				
Aménagement du barème de l'impôt (majoration de l'abattement forfaitaire, baisse du taux d'imposition des premières tranches) (2009-2010)	Md €	+3,1	+5,6	+6,2
Projet de réforme de l'impôt sur le revenu (2011)	Md €			
Réintroduction du crédit d'impôt sur les déplacements journaliers (supprimé en 2007, réintroduit par un arrêt de la Cour constitutionnelle de décembre 2008)	Md €	+5,4	+3,1	+2,5
Réforme de l'impôt sur le revenu (projet de la nouvelle coalition FDP-CDU)	Md €	0	0	+10
<b>Mesures en faveur des familles :</b>				
« Bonus enfant » : Versement d'une allocation forfaitaire de 100€ par enfant au printemps 2009	Md €	+1,8	0	0
Majoration des allocations familiales (nouvelle coalition FDP-CDU)	Md €	0	+4,3	+4,5
<b>Cotisations sociales :</b>				
Baisse du taux de cotisation à l'assurance chômage (3,3 à 2,8% jusqu'au 31/12/2010, 50% à la charge des salariés), des taux de cotisations à l'assurance maladie (15,5 à 14,9%, 7,9 à la charge des salariés), hausse des taux de cotisations à l'assurance dépendance (1,7 à 1,95%)	Md €	+2,2	+3,4	+3,5
<b>Prestations sociales</b>				
Suspension de la formule d'indexation des retraites (application de la clause de sauvegarde permettant d'éviter une baisse nominale des pensions)	Md €	+1,5	+3,3	+3,8
Mesures en faveur du chômage partiel 2009-2010 (augmentation de la durée de bénéfice, prise en charge des cotisations sociales)	Md €	1,6	1,5	0,3
<b>Prime à la casse</b> 2500 € pour le remplacement de véhicules de plus de neuf ans	Md €	+5	0	0
<b>Mesures de soutien aux entreprises</b>	Md €	+5,5	+11	+7
	% du PIB	+0,2	+0,4	+0,3
<i>Principales mesures :</i>				
<b>Réintroduction temporaire du régime d'amortissement dégressif en 2009-2010 et règles d'amortissement spécifique pour les PME</b> Amortissement dégressif : 25% par an au maximum. Amortissement dégressif supprimé en 2008).	Md €	+2,1 +0,1	+4,7 +0,2	0 0
<b>Autres : Augmentation du plafond de déductibilité de l'IS des coûts d'intérêt</b> (de 1 à 3 millions d'euros, ne s'applique qu'aux groupes), <b>réforme de l'impôt sur les successions</b>	Md €	0	+1,7 +0,1	+1,7 +0,1
<b>Cotisations sociales</b> (maladie, chômage et assurance dépendance)	Md €	+3,4	+4,5	+4,7

*Sources* : nationales, calculs Groupe Alpha- CEP.

\* Un signe positif signifie des dépenses publiques supplémentaires, ou des pertes de recettes. L'impact est dans ce cas négatif sur le solde des administrations publiques, mais correspond à une « impulsion » positive sur l'économie.



**Source** : Chappatte, *Le Temps*, Genève