

# France : « Go, stock and ... »

## Perspectives 2010-2011 pour l'économie française

Le bilan économique de l'année 2009 est ambivalent. En moyenne annuelle, l'économie française a enregistré sa plus profonde récession depuis la Grande Dépression des années 1930. Outre cette répercussion sur la production, la crise a laissé des traces profondes à la fois sur le marché du travail et sur les finances publiques en 2009 : le premier a connu la plus forte dégradation de son histoire avec plus de 330 000 destructions d'emplois et une progression du taux de chômage de près de 2 points en un an, le ramenant à un niveau jamais observé depuis 10 ans. Quant aux finances publiques, les chiffres de dégradation du déficit et de la dette attestent de l'ampleur de la crise. Les déficits sont passés en un an de 3,4 à 7,5 points de PIB, alors que la dette publique a atteint un niveau sans précédent en s'établissant à 77,6 points de PIB, contre 67,5 un an auparavant.

Mais l'année 2009 a également été marquée par le retour précoce, dès le deuxième trimestre, de la croissance économique. Celle-ci s'est même accélérée en fin d'année, résultat flatteur qui, couplé à l'apparition de signaux positifs, qu'ils soient externes (reprise du commerce mondial permettant un redressement de la demande étrangère adressée à la France) ou internes (reprise de l'emploi dans l'intérim, amélioration de la confiance des ménages et du moral des industriels, baisse du coût de financement de l'économie), indiquait que le processus de dégradation de l'activité était terminé et pouvait laisser augurer une sortie crise imminente et sans heurt de l'économie française.

### La politique budgétaire expansionniste (« go ») a permis une sortie de récession rapide...

Cette sortie rapide de récession a été facilitée par la mise en place d'une politique économique expansionniste. Face à ce choc de demande mondiale de grande ampleur, la mise en place d'une action rapide et concertée des politiques économiques a permis d'éviter que ne se reproduise la séquence des enchaînements dépressifs des années 30. Le soutien du gouvernement au secteur financier, la mise en place par la Banque centrale européenne (BCE) de mesures non conventionnelles sans précédent et l'important soutien budgétaire ont

contribué à limiter l'effondrement de la dépense privée et ont permis à l'économie française de s'écarter de la dynamique observée 80 ans plus tôt et sur laquelle elle s'engageait, lui évitant alors de plonger dans une nouvelle Grande Dépression.

Sans cette politique économique expansionniste en 2009, la baisse du PIB en France en moyenne annuelle aurait été, selon nos simulations, de -4,3 % (au lieu de -2,5 %) et l'activité aurait continué à se contracter au cours de chacun des trimestres de cette année.

Par ailleurs, l'analyse des crises précédentes nous enseigne que la sortie de crise associée à un choc financier et immobilier commun à un grand nombre de pays développés est lente et de faible ampleur. Avec l'arrêt programmé des mesures du plan de relance qui ont soutenu l'économie française en 2009, cette dernière devra donc trouver un second souffle pour éviter une rechute dès 2010.

### ... et l'enclenchement d'une reprise technique (« stock ») en 2010

Celui-ci proviendrait à court terme de la poursuite du « rebond par les stocks » qui s'est amorcé en France au deuxième trimestre 2010. À l'instar de leurs homologues étrangers, les chefs d'entreprises français, surpris par la violence inédite du ralentissement de la demande, ont vu leurs stocks s'accumuler massivement début 2008. Depuis, ils puisent fortement dans ces derniers, amplifiant par là-même l'arrêt de la production. Après cinq trimestres de fort déstockage – qui ont amputé de 2,7 points la croissance du PIB –, les chefs d'entreprises jugent que leurs stocks sont revenus à un niveau normal. Cela devrait permettre à la production de repartir de façon technique afin de répondre à la demande, aussi maigre soit elle, sans que cela n'indique toutefois un redémarrage durable de l'activité industrielle. Ce phénomène a déjà été observé au deuxième trimestre 2010 avec une contribution des stocks à la croissance de 0,6 point. Au cours du prochain semestre, cette « reprise technique » devrait se poursuivre : les variations de stocks contribueraient pour près de 1,2 point à la croissance du PIB. Au total, ce rebond par les stocks expliquerait les deux tiers de la croissance économique de 2010.

### 2011 : fin de la « reprise technique » et plan de rigueur (« stop »)

Mais ce rebond pourrait ne constituer qu'une parenthèse : au-delà de cet épisode technique, qui devrait s'achever au deuxième trimestre 2011, de nombreuses incertitudes demeurent, annihilant tout espoir de relais par la demande.

Après l'arrêt en 2010 des mesures du plan de relance, l'orientation budgétaire change radicalement de cap en 2011 en devenant largement restrictive.

S'il est plus que probable, comme nous l'envisageons dans notre scénario, que la politique de taux de la BCE demeure accommodante tant que la solidité de la reprise économique en Europe n'est pas assurée, l'impulsion budgétaire fortement expansionniste en 2009 (2,6 points de PIB) et quasi nulle en 2010, ferait place à une impulsion franchement négative en 2011 (-1,3 point de PIB).

Ce changement d'orientation de la politique budgétaire se déroulera dans des conditions qui restent quasi identiques à celles qui prévalaient lors de la mise en place du plan de relance en 2009 et qui en a assuré l'efficacité.

En effet, malgré la reprise technique décrite précédemment, le rebond restera limité, et ne permettra pas de retrouver, loin de là, les niveaux d'activité observés au début de l'année 2008. En termes d'*output gap*, c'est-à-dire d'écart de la production effective à la production potentielle, comme de PIB par tête d'ailleurs, la conséquence de la crise est claire : une diminution brutale que les évolutions récentes et prévues pour 2010 ne combleront pas, mais stabiliseront.

Le choix d'une stratégie de sortie de la crise est critique : son efficacité est fonction de la conjoncture dans laquelle celle-ci est mise en place. La mener dans un contexte conjoncturel morose, comme cela sera le cas fin 2010, aura des conséquences lourdes sur l'activité. De manière symétrique à ce qui a prévalu pour le plan de relance, le resserrement de la politique budgétaire permettra bien de réduire rapidement les déficits publics. Mais l'impact de cette réduction rapide du déficit sur la croissance sera important et immédiat : il infléchira les anticipations de croissance future, ce qui pèsera en retour sur les finances publiques, annulant en partie l'effet bénéfique initial. Cela aura également comme effet joint une persistance du chômage à un niveau élevé et pourrait avoir des conséquences à moyen terme en reportant les déficits publics sur les agents privés.

**Tableau 1 : Quelques résultats significatifs**

	Évolutions trimestrielles								2009	2010	2011
	2010				2011						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	21	34	0	19	4	-32	-14	-11	-324	-32	-7
Nombre de chômeurs* (en milliers)	-8	-70	18	3	14	40	23	16	512	72	53
Taux de chômage* (en %)	9,5	9,3	9,4	9,4	9,4	9,5	9,6	9,7	9,1	9,4	9,6
Déflateur de la consommation (en %)	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,6	1,1	0,8
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	2,2	1,1
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,7	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	2,2	1,6
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,1	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	-0,1	-0,1	1,6	1,3	0,8
Taux d'épargne (en %)	15,8	16,1	16,2	16,4	16,3	16,2	16,0	15,8	16,2	16,1	16,1
Taux d'épargne financière (en %)	6,7	7,0	7,3	7,6	7,5	7,3	7,1	6,9	6,8	7,2	7,2
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,1	30,0	30,5	30,8	30,7	30,5	30,3	30,1	29,8	30,4	30,4
Taux d'investissement (en %)	18,2	18,3	18,2	18,2	18,2	18,2	18,3	18,4	18,9	18,2	18,3
Taux d'autofinancement** (en %)	68,1	64,5	68,2	69,9	67,6	66,0	64,2	62,6	63,7	67,6	65,1
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-7,5	-7,7	-6,4
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									41,6	41,9	42,9
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,6	3,3	3,2
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,2	0,7	0,7

\* au sens du BIT.

\*\* Epargne brute/FBCF.

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

	Niveau (prix chaînés) 2007	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance		
		2010				2011				2009	2010	2011
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 639	0,2	0,7	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	-2,5	1,7	1,6
Importations	531	2,0	3,9	3,2	2,9	1,2	1,4	1,3	1,2	-10,6	8,6	8,0
Consommation des ménages	928	0,0	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	1,4	0,8
Consommation des administrations	369	0,0	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	2,8	1,5	1,1
FBCF totale, dont :	345	-0,9	0,8	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	-7,0	-2,0	1,0
- Sociétés non financières	191	-1,0	1,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	-7,9	-1,9	1,7
- Ménages	87	-0,5	0,1	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-8,6	-3,1	0,2
- Administrations	52	-1,5	0,8	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,6	-0,7	-0,1
Exportations	488	4,5	2,8	2,2	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5	-12,2	9,9	7,5
Variations de stocks (contrib.)		-0,2	0,6	0,6	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	-1,8	0,9	1,1
Demande intérieure totale hors stocks	1 661	-0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	0,7	0,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2010.

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

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	4,0	3,5	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5	-12,7	12,9	7,1
Prix des concurrents en devises (en %)	-1,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,7	0,4	-0,5
Prix du pétrole en \$	76,3	78,2	76,6	78,0	80,0	82,0	85,0	90,0	61,5	77,3	84,3
Prix des importations en euros (en %)	1,6	1,4	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,2	-5,2	4,3	0,3
Prix des exportations en euros (en %)	0,8	0,9	0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-3,5	1,6	0,3
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-10,0	-12,8	-13,9	-15,1	-14,8	-14,7	-14,8	-15,0	-37,1	-51,8	-59,3

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2010.

Par ailleurs, bien que le pilotage des taux directeurs par la BCE reste toujours accommodant, la persistance d'une trappe à liquidité – illustrée par la nouvelle augmentation depuis le début de l'année de l'écart entre les taux d'intérêt des entreprises et le rendement des obligations publiques – limite son efficacité. Dans ces conditions, la cure d'austérité va empêcher l'enclenchement d'un enchaînement vertueux permettant à l'économie française de croître à un rythme supérieur à son potentiel et donc au chômage de baisser.

Point de départ à toute reprise de l'activité au cours des vingt dernières années, le redémarrage du crédit ne devrait pas constituer, en 2010 et 2011, le relais efficace pour pérenniser la croissance. Du côté de l'offre, le ralentissement du revenu des ménages induit par l'explosion du chômage, cumulé à une forte dégradation du bilan des entreprises, font peser une incertitude supplémentaire sur le risque de défaut des agents privés et renforce les banques dans leur stratégie de limitation de prise de risque. Cette stratégie adoptée dans un contexte de dégradation des profits et de surplus record des capacités de production, devrait inciter les entreprises à se désendetter.

### Poursuite du désendettement privé

Du côté des entreprises, un faisceau d'indices conduit à envisager une faible croissance de l'investissement. Le principal se situe du côté de la demande : le faible rebond de l'activité des entreprises ne permettra pas d'absorber l'intégralité du surplus des capacités de production apparu au cours de la crise et sera un puissant frein à une véritable reprise de l'investissement. Du côté de l'offre également, la très faible profitabilité du capital, couplée à un taux d'autofinancement très dégradé et des sources de financement externes moins abondantes, devrait conduire les sociétés non financières (SNF) à adopter une politique d'investissement extrêmement prudente afin de rétablir progressivement leur situation financière dans un univers où les marchés financiers restent extrêmement instables.

La FBCF des SNF, qui a baissé de -7,9 % en 2009, devrait poursuivre sa correction en 2010 (-1,9 %) avant de légèrement repartir en 2011 (1,7 % en moyenne annuelle). Le taux d'investissement devrait s'établir à 18,3 % fin 2011, niveau légèrement supérieur à celui qui prévalait à la suite de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000 (17,3 %) et très largement supérieur aux niveaux observés au cours

**Tableau 4 : Contribution à la croissance du PIB**

Moyenne annuelle				
	2008	2009	2010	2011
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
Dépenses des ménages	0,5	0,6	1,4	0,8
Investissement total	0,3	-7,0	-2,0	1,0
Dépenses des administrations	1,6	2,8	1,5	1,1
Total de la demande intérieure hors stocks	0,7	-0,6	0,7	1,0
Variations de stocks	-0,3	-1,8	0,9	1,1
Solde extérieur	-0,3	-0,2	0,1	-0,4
<b>Taux de croissance du PIB (zone euro)</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* 2010 et 2011.

des années 1993 et 1997 (respectivement 16,6 % et 16,3 %). Le crédit sera également freiné par les pertes de patrimoine immobilier et financier enregistrées par les ménages au cours des deux dernières années. Cette perte de richesse nette des ménages se poursuivra en 2010 et aura une incidence sur leur potentiel et leur velléité d'endettement. L'investissement des ménages continuerait alors de s'ajuster en 2010 (-3,1 % en 2010 après -8,6 % en 2009).

### Une consommation moins dynamique...

Mise à mal en 2008 par le choc inflationniste survenu à la fin 2007, puis par la crise bancaire qui a conduit à un durcissement des conditions de crédit, la consommation des ménages a bien résisté en 2009 en contribuant positivement à la croissance (0,3 point en moyenne annuelle). Cette bonne résistance trouve son origine dans l'effet conjugué du recul de l'inflation et de l'impact du plan de relance. Ces deux facteurs vont aller en s'amenuisant en 2010. C'est le cas notamment de la prime à la casse mise en place au début de l'année 2009 qui a permis de soutenir le marché automobile français et par là-même la consommation des ménages. Le redémarrage de la consommation des ménages en 2009 a donc culminé au quatrième trimestre 2009, pour s'interrompre au premier semestre 2010. À l'horizon de notre prévision nous envisageons un sentier de croissance de la consommation inférieur à 1 % l'an.

### ... pénalisée par une croissance peu riche en emploi

Sur le marché du travail, les entreprises profiteront de cette reprise technique pour rétablir progressivement leur productivité qui augmenterait de 2,3 % en moyenne annuelle en 2010, et de 1,7 % en 2011. La croissance dans les trimestres à venir sera, selon nous, pauvre en emplois : l'emploi marchand continuera à croître jusqu'à la fin 2010 (+74 000 emplois),

avant de baisser à nouveau en 2011 avec le ralentissement de la croissance (-71 000 emplois). D'ici à la fin de l'année 2011, nous envisageons une nouvelle dégradation du taux de chômage : celui-ci s'établirait à 9,7 % fin 2011, après 9,4 % fin 2010.

L'effet de richesse négatif, et surtout l'épargne de précaution résultant de l'explosion du chômage, ont engendré une forte hausse du taux d'épargne en 2009 qui efface en l'espace d'une année la moitié de la baisse enregistrée entre 2002 et 2008. En 2010 et 2011, le taux d'épargne devrait se maintenir au-dessus des 16 %, niveau très significativement supérieur à celui des vingt dernières années (15,0 %). La consommation des ménages ne devrait donc pas être un soutien vigoureux de l'activité au cours des prochains trimestres : sa croissance atteindrait 1,4 % en 2010 et 0,8 % en 2011 après 0,6 % en 2008, rythme peu soutenu et très inférieur à celui observé au cours des dix dernières années (2,6 % l'an).

Au total, au cours de l'année 2010, l'activité devrait croître de nouveau, soutenue principalement par la reconstitution des stocks des entreprises. Le rythme d'activité sera de 1,7 % en moyenne annuelle et de 2 % en glissement annuel. En 2011, la mise en place d'une politique budgétaire restrictive affaiblira l'espoir de relais interne à la reconstitution des stocks. En progressant de 1,6 % en moyenne annuelle en 2011 et de 1 % en glissement annuel, le PIB connaîtra un rythme de croissance inférieur à son potentiel. Le déficit public devrait s'établir respectivement à 7,7 % du PIB et 6,4 % en 2010 et 2011, après 7,5 % en 2009. ■

#### Abonnements

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

**Directeur de la publication :**  
**Jean-Paul Fitoussi**

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

Mise en page : Claudine Houdin

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,50 €