

# L'économie mondiale en 2008 : du ralentissement à la récession

Olivier Redoulès\*

En 2008, l'économie mondiale a basculé dans la récession. La crise financière a débuté en 2007 aux États-Unis sur le marché des subprimes. Elle s'est ensuite amplifiée et propagée. Les conditions de financement des ménages et des entreprises se sont durcies partout dans le monde. Le repli de la demande des ménages et, partant, des entreprises, dans les économies victimes de crise immobilière s'est diffusé aux autres économies via l'effondrement du commerce mondial. La dégradation de la conjoncture mondiale a mis fin à la montée des prix des matières premières et de l'inflation. Un mouvement de désinflation rapide s'est alors amorcé. Fin 2008, les économies avancées étaient en récession et l'activité des pays émergents ralentissait fortement.

## La crise financière s'est amplifiée

En 2008, les marchés financiers ont subi des tensions aiguës. Ces tensions s'inscrivent dans le sillage de la crise du marché des subprimes qui a éclaté en juillet 2007. La montée des défauts sur ces prêts immobiliers américains de la catégorie la plus risquée a obligé les banques à enregistrer des dépréciations d'actifs et, pour les plus exposées, à restaurer leur

## Taux de croissance du Produit intérieur brut (PIB, en volume)

	en % par rapport à l'année précédente		
	2006	2007	2008
<b>Économies avancées</b>			
UE (27 pays)	3,1	2,9	0,9
Zone euro	2,9	2,6	0,8
Allemagne	3,0	2,5	1,3
Espagne	3,9	3,7	1,2
France	2,2	2,3	0,4
Italie	2,0	1,6	-1,0
Royaume-Uni	2,8	3,0	0,7
États-Unis	2,8	2,0	1,1
Japon	2,0	2,3	-0,7
<b>Pays émergents</b>			
Turquie	6,9	4,5	1,1
Fédération de Russie	7,7	8,1	5,6
Chine	11,6	13,0	9,0
Inde	9,7	9,0	6,0
Brésil	3,8	5,4	5,1

Sources : Eurostat, OCDE, sources nationales.

\* Olivier Redoulès fait partie de la division Synthèse conjoncturelle.

bilan dès l'été 2007. Début 2008, la plupart des marchés financiers des pays développés subissaient des tensions : le développement de la « titrisation » avait disséminé ces emprunts dans de nombreux véhicules de dette auprès de nombreux investisseurs. Le niveau élevé d'interdépendance des systèmes financiers explique le caractère exceptionnellement synchrone de cette crise (cf. encadré 1).

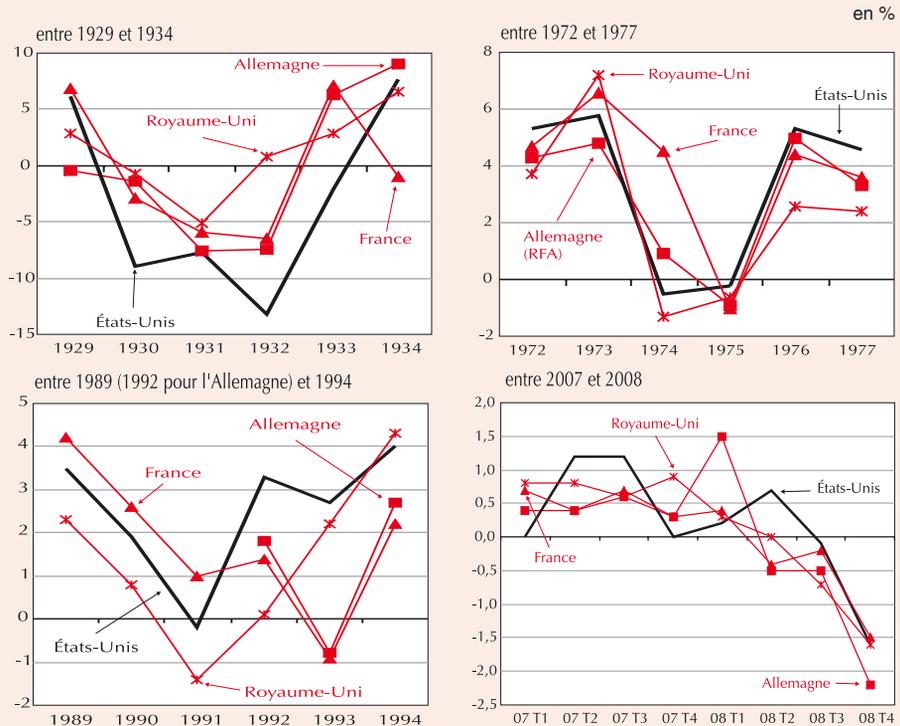
Encadré 1

**La crise des subprimes : une crise exceptionnellement synchronisée au niveau mondial\***

La crise actuelle a été comparée à de nombreux précédents : « Grande Dépression » des années 1930, chocs pétroliers des années 1970, crises

bancaires ou immobilières du début des années 1990 ou encore récession française de 1993.

**1. Taux de croissance du PIB en Allemagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni**



Source : Angus Maddison, « Statistics on World Population, GDP and Per Capita GDP, 1-2006 AD » (dernière mise à jour en mars 2009), disponibles sur <http://www.ggdc.net/maddison/> pour les données portant sur les années 1929 à 1934 ; instituts de statistiques nationaux pour les autres années. Les trois premiers graphiques représentent des taux de croissance annuels, le dernier représente des taux trimestriels.

\* Vincent Lapègue et Olivier Monso, division Croissance et Politiques Macroéconomiques. Les auteurs remercient Jean-Charles Bricongne et Jean-Marc Fournier pour leurs commentaires sur une version préliminaire de l'encadré, ainsi qu'Angus Maddison pour ses conseils et pour l'autorisation d'utiliser les séries de PIB disponibles sur son site.

Cet encadré revient sur ces analogies et décrit les singularités de la crise des subprimes.

### **Née aux États-Unis, la crise des subprimes s'est propagée à l'économie mondiale avec une célérité sans précédent**

La grande spécificité de la crise des subprimes est sans doute d'être la première crise à affecter à la fois l'ensemble des pays industrialisés et des pays émergents avec une telle simultanéité. À la fin de l'année 2008, les principales économies avancées et émergentes ont en effet connu un recul ou un ralentissement concomitant de leur activité.

*A contrario*, lors des épisodes de crise précédents, les économies n'avaient pas réagi de manière aussi synchrone (*figure 1*). Les chocs s'étaient transmis avec un certain délai d'un pays à l'autre. C'est notamment le cas de la « Grande Dépression » des années 1930. Ainsi, en 1929, l'Allemagne était déjà en récession, avant même que le krach boursier d'octobre aux États-Unis ne fasse sentir ses effets : le ralentissement des entrées de capitaux américains, plus portés à s'investir sur le marché américain alors orienté à la hausse, ainsi que les problèmes de rentabilité de l'économie allemande avaient pu contribuer à cette entrée en crise précoce. En France et au Royaume-Uni, le recul du PIB en 1930 était encore modéré au regard de la chute brutale du PIB aux États-Unis. La crise américaine n'a fait sentir pleinement ses effets sur l'Europe qu'en 1931, avant que les situations nationales ne divergent à nouveau.

Le choc pétrolier intervenu à l'automne 1973 a affecté de façon beaucoup plus simultanée les principaux pays avancés, avec cependant des nuances selon les pays, la France notamment ayant été touchée un peu plus tardivement. Néanmoins, cette crise n'est pas comparable à la crise actuelle, un choc pétrolier et un choc financier étant de natures très différentes. Vingt ans plus tard, les récessions du début des années 1990 ont été vécues avec un décalage dans le temps suivant les pays. Le Royaume-Uni et les

États-Unis, atteints très tôt, ont subi une récession en 1991. La même année, l'Allemagne connaissait encore une croissance forte liée à la réunification. Par la suite, les effets positifs de ce choc de demande se sont rapidement estompés et la croissance allemande a été négative en 1993. En France, combiné aux effets d'un retournement de l'immobilier, le durcissement de la politique monétaire décidé afin de conserver la parité nominale entre le franc et le mark explique en partie l'ampleur de la récession de 1993<sup>1</sup>.

Enfin, la crise des pays du Sud-Est asiatique en 1997 et 1998, également citée dans les analyses sur la crise actuelle, s'en distingue toutefois dans la mesure où elle ne touchait pas directement les pays avancés, dont l'activité, au total, a résisté : certes, elle a pâti de la baisse de leurs exportations vers les pays du Sud-Est asiatique, mais elle a dans le même temps bénéficié d'importants gains de termes de l'échange induits par la baisse des prix des matières premières, ainsi que de la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes permises par cette désinflation importée.

Au total, la crise actuelle se caractérise donc par un impact inhabituellement synchrone sur l'activité des grands pays industrialisés, des pays émergents et des pays d'Europe centrale et orientale. Cette synchronisation qui tend à amplifier la crise vient aussi en faciliter la résolution : confrontées à des périls communs, les politiques de stabilisation macroéconomiques s'en trouvent plus spontanément coordonnées.

### **À l'origine de la crise, une sous-estimation du risque par les acteurs des marchés financiers**

Apparue d'abord sous la forme d'une crise financière et immobilière aux États-Unis, la crise actuelle a redoublé de vigueur au moment où les systèmes bancaires de plusieurs pays avancés ont été affectés par les chutes de prix d'actifs. Elle s'est ensuite propagée au monde par l'intermédiaire des mouvements de capitaux et du commerce extérieur. Un retour sur les précé-

1. Cf. l'encadré « Éléments de comparaison entre la situation de l'économie française aujourd'hui et durant la récession de 1993 », éclairage de la Note de conjoncture de décembre 2008.

dents historiques est là encore utile, cette fois pour mieux illustrer chacun des mécanismes à l'œuvre<sup>2</sup>.

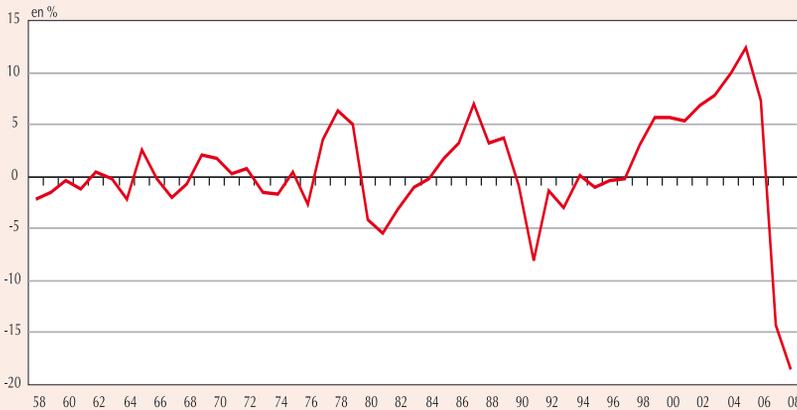
À l'instar de la crise financière débutée aux États-Unis à l'été 2007, les phases de correction de grande ampleur sur les marchés financiers succèdent généralement à des périodes de hausses excessives et auto-entretenues de prix d'actifs (les « bulles ») dans des périodes d'euphorie.

La difficulté à évaluer le rendement des innovations entraîne fréquemment des anticipations trop optimistes. Ainsi, l'effondrement des bourses et les crises bancaires qui ont frappé l'Europe au début des années 1870 avaient eu pour origine, notamment, des rendements escomptés très élevés dans le secteur du chemin de fer. De même, la bulle financière des années 1920 aux États-Unis, prélude à la crise de 1929, s'était appuyée sur une forte croissance économique associée à la mise en œuvre de nouvelles technologies (autour de l'électricité) et de nouvelles organisations du travail (travail à la chaîne, etc.). Celles-ci avaient généré des anticipations de profit très fortes, surtout dans le secteur de l'automobile ou dans l'électricité. Plus récemment,

la « bulle Internet » de la fin des années 1990 avait reposé sur des anticipations extrêmement optimistes associées aux innovations dans le secteur des technologies de l'information et de la communication.

Le contexte macroéconomique international peut également soutenir le développement des bulles, notamment par son influence sur la politique monétaire. Ainsi, la dépréciation du dollar entre 1985 et 1988 et le contre-choc pétrolier de 1986 ont pu inciter certaines banques centrales à assouplir de manière excessive leur politique monétaire et ainsi contribuer à la formation de bulles immobilières, notamment au Japon. De surcroît, les années 1980 ont vu une forte déréglementation des marchés bancaires et financiers. La levée des contrôles sur les mouvements de capitaux et l'ouverture aux institutions financières étrangères ainsi qu'à des acteurs non bancaires ont profondément modifié le paysage financier international, démultipliant ainsi les possibilités de financement offertes aux agents économiques. De nouvelles sources de profits sont apparues, mais aussi de nouveaux risques pour les investisseurs.

## 2. Taux de croissance annuel des prix de l'immobilier aux États-Unis, 1958-2008



Source : R. Shiller (2000), *DataInsight*. Le dernier point correspond à l'année 2008. L'indice de Shiller est disponible à la page <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

2. Une description plus fine des mécanismes de la crise financière actuelle est disponible dans J.C. Bricongne, V. Lapègue et O. Monso : « La crise des subprimes : de la crise financière à la crise économique », dossier de la Note de conjoncture de mars 2009.

La crise des subprimes aux États-Unis a été précédée par une bulle des prix d'actifs immobiliers jusqu'en 2006 (figure 2) et des actifs financiers jusqu'en 2007. La sous-estimation du risque est typique des périodes d'euphorie et de mise en œuvre d'innovations, au cas d'espèce d'ordre financier. Ainsi, l'essor du mécanisme de titrisation, par lequel des prêts consentis par des établissements financiers sont regroupés dans un fonds dont les parts sont revendues à des investisseurs, a notamment entraîné une envolée des prêts risqués dits « subprime » à destination des ménages modestes, passés de 2,4 % de l'encours des prêts immobiliers en 1998 à 13 % en 2007. La plus grande répartition du risque permise par la titrisation s'est malheureusement également accompagnée d'une forte réduction de l'incitation des prêteurs à contrôler la solidité financière des ménages. Le maintien par la Réserve Fédérale des États-Unis (Fed) de faibles taux d'intérêt jusqu'en 2005 a rendu moins onéreux le coût de l'endettement et poussé à la hausse les prix des actifs, contribuant ainsi au développement des prêts à risque. La hausse régulière des prix de l'immobilier a en effet conduit à une sous-estimation du risque de perte de valeur des créances détenues sur des ménages : même en cas de défaut, la perspective d'une hausse de la valeur de revente du bien permettait de limiter le risque financier. La crise immobilière à partir de 2006, en accroissant les défauts et en dévalorisant les biens immobiliers correspondants, a entraîné des pertes de valeur des créances immobilières, qui s'est donc propagée dans la sphère financière par le canal de la titrisation.

Au-delà de sa violence et de sa simultanéité, la crise actuelle se singularise par le niveau très élevé de l'endettement des agents privés dans les pays avancés. Par exemple, au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'endettement des ménages avait atteint ou dépassé 100 % du PIB en 2005.

#### **La fragilité et l'exposition du système bancaire ont contribué à entraîner une crise économique mondiale**

3. FMI (2008), « Financial Stress and Economic Downturns », in IMF World Economic Outlook, chapitre 4, pp. 129-158.

4. Mishkin F. (2008), « Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ? », Revue de la stabilité financière de la Banque de France, n°12, pp. 73-82.

Quand les banques sont touchées, les conséquences d'une chute brutale des prix d'actifs immobiliers ou boursiers sur l'économie apparaissent plus dures : ce constat se vérifie sur les épisodes de tensions financières survenus au cours des trente dernières années (FMI, 2008)<sup>3</sup>. Les conséquences négatives sur l'économie réelle sont alors plus sévères, notamment dans le premier semestre suivant le choc financier.

L'implication des banques dans les crises financières est souvent associée au fait qu'elles ont accordé beaucoup de crédits dans la période d'expansion qui a précédé (Mishkin, 2008)<sup>4</sup>. Dans ces périodes, les banques acceptent comme gages pour leurs prêts des actifs qui s'apprécient. Elles entretiennent ainsi la hausse des cours et s'exposent à un retournement du marché. Lors de ce retournement, elles sont touchées par les défauts de paiement et la dépréciation de leurs actifs. Prudentes, elles limitent alors l'octroi de nouveaux crédits (situation dite de « credit crunch »).

Ce mécanisme, qui conduit à rendre le crédit plus difficile, soit par un renchérissement soit par un durcissement des conditions d'accès, a été observé lors de la crise de 1929 ou, plus récemment, des crises bancaires survenues à la fin des années 1980 et au début des années 1990 dans plusieurs pays. Les crises les plus graves sont alors apparues dans les pays nordiques (Norvège, Suède, Finlande) et au Japon. Les répercussions d'une crise financière sur l'économie réelle sont moins graves lorsque le système bancaire est épargné, comme cela fut le cas lors du krach boursier d'octobre 1987. De même, l'éclatement de la bulle Internet en 2000 n'a pas eu de répercussions aussi notables sur les économies industrialisées que ce que l'ampleur de la correction des marchés boursiers observée en 2000 pouvait laisser présager.

Dans la crise actuelle, les systèmes bancaires ont été touchés en même temps dans les principaux pays avancés : dès l'été 2007, la réévaluation du risque associé à l'ensemble des actifs financiers et la difficulté à évaluer l'exposition

des partenaires financiers au risque de pertes massives a entraîné un tarissement de la liquidité sur de nombreux marchés, en particulier monétaires. La faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers en septembre 2008 a amplifié ces difficultés dans des proportions considérables.

### **Cette crise s'est propagée à l'échelle mondiale par le canal des mouvements de capitaux et du commerce international**

Les économies frappées par une crise financière rapatrient des capitaux investis à l'étranger lors des périodes d'expansion précédentes. Elles procèdent ainsi soit parce qu'elles ont besoin de fonds, soit parce qu'en phase d'accroissement général de l'incertitude sur la valeur des actifs elles réévaluent à la hausse le risque dans les pays tiers. Ces sorties impliquent une conversion des capitaux de la monnaie des pays où ils étaient placés vers la monnaie des pays qui les rapatrient. Ces retraits sont susceptibles d'engendrer des déséquilibres et des dévaluations dans les pays où des capitaux étaient placés en quantité importante.

Au début de la Grande Dépression des années 1930, les puissances européennes, surtout l'Allemagne, étaient elles-mêmes fortement dépendantes des capitaux des États-Unis, alors pays créancier. Le retrait des capitaux américains après le krach boursier d'octobre 1929 avait alors pesé sensiblement sur l'économie de l'Allemagne et, par-là, sur celles de toute l'Europe. Dans un contexte tout à fait différent, le mécanisme de retrait des capitaux frappe aujourd'hui durement de nombreux pays émergents, dont certains ont dû pour cette raison faire appel à l'aide du Fonds Monétaire International (FMI).

Les crises se propagent également *via* la contraction du commerce mondial, qui a ainsi chuté de 6 % au quatrième trimestre 2008<sup>5</sup>. Cette dynamique est initialement induite par la diminution de la demande adressée aux pays partenaires par les pays en crise. Les pays partenaires voient ainsi leurs débouchés se limiter, ce qui les conduit à leur tour à restreindre leur demande de produits étrangers. Les difficultés bancaires peuvent exacerber ce mouvement en rendant moins facile le

crédit à l'exportation, qui permet d'ordinaire aux entreprises de supporter les délais entre leur production et le paiement après livraison. Dans les années 1930, le canal de transmission et d'aggravation des crises par le commerce extérieur avait été exacerbé par une montée des protectionnismes, écueil qui a été jusque-là très largement évité.

### **Les précédents historiques montrent la nécessité de politiques réactives et coordonnées au niveau mondial**

Les banques centrales ont fait preuve de réactivité en intervenant très tôt, dès l'été 2007, pour résorber les tensions sur les marchés financiers. Elles ont injecté massivement des liquidités et baissé les taux d'intérêt directeurs. Sur le plan budgétaire, les États ont entrepris de soutenir l'activité par l'intermédiaire de plans de relance décidés en 2008 et au début de 2009. L'idée de maintenir l'activité économique par la dépense publique est ancienne. En France, par exemple, des investissements dans les transports ont rempli cette fonction à la fin du XIXe siècle. La Grande Dépression des années 1930 lui a donné une popularité particulière avec les deux plans du New Deal aux États-Unis : le second a été influencé par la diffusion des théories keynésiennes, notamment l'idée qu'une dépense publique peut enclencher un cercle vertueux en stimulant la dépense privée (multiplicateur keynésien).

L'aide à la recapitalisation des institutions financières par les États a des précédents, comme lors des crises bancaires dans les pays nordiques au début des années 1990. Contrairement au Japon, qui a tardé à prendre de telles mesures, les autorités norvégiennes et suédoises avaient ainsi rapidement restructuré leurs systèmes bancaires, ce qui leur avait permis de fonctionner à nouveau normalement deux ans seulement après le déclenchement de la crise.

Dans la crise actuelle, ces mesures ont été décidées à peu près au même moment dans la plupart des pays, en lien avec le caractère simultané du choc. L'existence d'une monnaie commune européenne a évité les risques inhérents à l'instabilité des taux de change qui s'étaient manifestés lors des crises passées. La coopération

5. Évolution trimestrielle, source : Central Plan Bureau des Pays-Bas.

internationale semble de manière générale avoir été nettement plus forte.

Au niveau mondial, les chefs d'État et de gouvernement du G20 réunis à Londres en avril 2009 ont souhaité une réforme du système financier international. Le sommet de Londres a ainsi notamment conduit à l'augmentation des fonds à la disposition du FMI, afin de renforcer sa capacité à venir en aide aux pays faisant face à un tarissement des financements internationaux. Le FMI devrait également coopérer avec le Conseil de stabilité financière<sup>6</sup> à la supervision des marchés financiers.

Par les mécanismes qu'elle développe et son fort impact sur les économies développées, la crise des subprimes présente des similarités avec la Grande Dépression des années 1930. Toutefois,

elle s'en distingue sous plusieurs aspects, dont le rôle moteur du marché immobilier, alors que la crise de 1929 était partie des marchés boursiers, et par la synchronisation exceptionnelle des chocs dans les pays avancés et la rapidité de sa propagation internationale. Cette synchronisation, associée à un niveau d'endettement très élevé chez les agents privés, contribue à en faire une crise inédite, dont les effets et la durée restent à ce jour très incertains. À l'inverse, la politique économique est aujourd'hui mieux armée pour répondre à la crise : contrairement à ce qui s'était produit en 1929, la politique monétaire a été assouplie très rapidement, la politique budgétaire soutient l'activité et les autorités publiques affichent un souci de concertation et de coordination qui permet d'éviter un repli des pays sur eux-mêmes, repli qui avait contribué à dégrader la situation dans les années 1930.

6. Cette instance remplace le Forum de stabilité financière à la suite de la réunion du G20.

Au cours de l'année 2008, les tensions sur les marchés financiers ont été accentuées tout d'abord par les difficultés de Bear Stearns et, surtout, par la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre.

Les difficultés de Bear Stearns, qui a dû être sauvée par les autorités de régulation américaines à la mi-mars 2008, ont engendré un climat de défiance qui a pesé sur le marché interbancaire tout le restant de l'année. Après le sauvetage de Bear Stearns, la prime de risque que les banques se facturent entre elles lorsqu'elles se prêtent des liquidités a significativement augmenté et elle est restée élevée ensuite. En effet, les banques sont devenues réticentes à se prêter entre elles, chacune doutant de la solvabilité des autres.

La faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a marqué une amplification brutale de la crise financière. La panique qui a suivi le défaut de cette banque d'investissement de premier plan se mesure à l'envolée des primes de risques sur les prêts interbancaires, qui ont dépassé temporairement le niveau record des 300 points de base. Le mouvement de défiance s'est étendu à tous les marchés financiers privés. Dans tous les pays, les cours boursiers et obligataires privés se sont effondrés et la recherche effrénée de placements sûrs (ce qu'on appelle la « fuite vers la qualité ») a fait baisser les rendements des titres publics. En particulier, les taux des bons du Trésor américain à court terme sont tombés à des niveaux proches de zéro.

L'ampleur des tensions sur les marchés financiers, dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, a nécessité une implication beaucoup plus forte des pouvoirs publics face à la crise financière (cf. *encadré 2*). Jusqu'en septembre, à l'exception de quelques opérations de sauvetages comme la nationalisation de Northern Rock au Royaume-Uni ou la mise sous tutelle des deux institutions de refinancement hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae aux États-Unis, l'action des pouvoirs publics a surtout visé à faciliter l'accès des banques à la liquidité. Ainsi, les banques centrales ont régulièrement injecté des liquidités dans le marché interbancaire et procédé à des baisses de leurs taux directeurs. Après la faillite de Lehman Brothers, les gouvernements sont massivement intervenus aux côtés des banques centrales, notamment sous la forme de prises de participation, de prêts et de ga-

ranties de créances, voire de nationalisation d'institutions financières. Enfin, à la fin de l'année 2008, certaines banques centrales se sont orientées vers des achats directs de titres (politique monétaire « non conventionnelle ») pour pallier la quasi disparition de leurs marges de manœuvre via les taux d'intérêt, ceux-ci étant proches de 0.

## Encadré 2

### Face à la crise financière, les banques centrales et les États sont intervenus massivement\*

À partir de l'année 2007 et plus encore au cours de l'année 2008, la crise financière initiée aux États-Unis sur le marché des « subprimes » s'est étendue à la totalité des marchés financiers dans le monde. Au-delà de leur action contra-cyclique traditionnelle, les politiques monétaires et budgétaires ont été mobilisées pour pallier les dysfonctionnements de certains marchés et pour éviter les faillites en chaîne d'établissements financiers ou la disparition de grandes entreprises du fait d'une chute brutale de la demande (secteur automobile notamment).

Les principales banques centrales (Réserve fédérale aux États-Unis (Fed), BCE ou Banque d'Angleterre) sont intervenues rapidement, dès l'été 2007, de façon massive et répétée : elles ont augmenté la quantité de liquidité fournie aux banques et elles ont baissé leurs taux directeurs. Il s'en est suivi une période de relative stabilisation courant 2008. Toutefois, en septembre, la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers a provoqué un fort regain de tensions. Les établissements financiers ont alors nettement revu à la hausse la probabilité qu'ils attribuaient au défaut des autres banques, ce qui a conduit à un blocage des marchés interbancaires, les banques refusant de prendre le risque de se prêter entre elles. Pour maintenir la stabilité du système financier, les banques centrales sont intervenues de façon encore plus massive et les États ont complété leurs actions. Ils ont notamment renforcé le capital des banques ou apporté leur garantie à leurs emprunts, afin de restaurer la confiance entre les banques. Ils ont aussi mené des politiques budgétaires expansionnistes en complément des politiques monétaires (*policy-mix*).

#### Les banques centrales sont intervenues massivement pour soutenir les banques

À partir de l'été 2007, les banques commerciales ont fait preuve de réticence à se prêter entre elles dans un contexte de défiance croissante. Pour leur permettre de continuer à se financer à court terme, les banques centrales ont réagi en augmentant les liquidités mises à disposition des banques commerciales.

Elles ont ensuite procédé à des baisses de leurs taux directeurs, pour permettre aux banques de se financer à moindre coût et limiter l'impact de la crise sur l'octroi de crédit des banques aux ménages et aux entreprises. Ainsi, la Fed a baissé massivement son taux directeur, de 5,25 % en septembre 2007 à une fourchette comprise entre 0 % et 0,25 % en décembre 2008. De son côté, la BCE a ramené son taux principal de refinancement de 4,25 % en octobre 2008 à 1,25 % en avril 2009.

Les banques centrales ont également assoupli les conditions auxquelles elles ont accordé des refinancements aux banques : elles ont exigé des garanties moins strictes en acceptant de recevoir des titres réputés moins sûrs que les titres publics et pour une durée plus longue.

#### Les États ont accompagné les actions des banques centrales dans le domaine financier

Dans le domaine financier, les États sont intervenus pour accompagner l'action des banques centrales et lutter contre le surcroît de défiance, principalement en renforçant les financements des banques. Les États ont d'abord apporté leurs garanties aux dépôts des banques afin d'éviter des retraits importants de la part des déposants (comme cela a pu se produire au Royaume-Uni

\* Jean-Charles Bricongne, division Synthèse conjoncturelle.

dans le cas de la banque Northern Rock). Ces garanties se sont ajoutées aux mécanismes existants, comme le fonds de garantie des dépôts en France, qui est un système d'assurance auxquelles les banques cotisent. Les États ont également pris des dispositions pour soutenir la liquidité du marché interbancaire. Nombre d'entre eux ont en particulier apporté leur garantie au refinancement des banques, c'est-à-dire aux fonds qu'elles doivent lever à court et moyen terme dans le cadre de leur activité normale. Enfin, pour assurer des ressources stables aux banques qui leur permettent de garantir leur solvabilité, les États ont apporté des fonds propres, ces apports pouvant dans certains cas être suffisamment importants pour constituer des nationalisations de droit ou de fait.

Suite à ces mesures prises par les États et à l'action des banques centrales, les tensions financières sont retombées par rapport aux sommets atteints au cours des semaines qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers, mais elles restent encore vives.

Les États-Unis ont également envisagé en 2008, dans la première version du plan Paulson, de racheter les actifs de mauvaise qualité détenus par les banques. Temporairement abandonné, ce projet est de nouveau étudié en 2009 aux États-Unis ou dans d'autres pays tels que l'Allemagne. Cette solution présente l'avantage de cantonner les actifs douteux et de ramener la confiance sur les autres actifs maintenus au bilan des banques. Cette mesure est toutefois délicate à mettre en œuvre, car la fixation du prix d'achat des actifs douteux est problématique : trop élevé, il induit un surcoût pour les finances publiques ; trop faible, il oblige les banques à matérialiser immédiatement leurs pertes potentielles, accroissant ainsi leurs besoins de financement.

La crise financière a progressivement fait sentir ses effets sur l'économie réelle, malgré les interventions des pouvoirs publics. Ces derniers sont donc également intervenus directement auprès des ménages et des entreprises.

### **Les banques centrales et les États sont intervenus pour soutenir la conjoncture et les agents non financiers**

Face aux limites de leurs politiques traditionnelles et du fait du bas niveau atteint par leurs taux d'intérêt directeurs, les principales banques centrales ont commencé à recourir à des politiques dites « non conventionnelles ». Il s'agit principalement pour la banque centrale d'acquiescer directement des titres auprès des émetteurs, privés ou publics. Cette politique permet aux marchés des titres privés de fonctionner à nouveau, alors qu'ils risquaient la paralysie en raison de la crise de défiance à l'œuvre. Elle permet également d'assurer le financement des agents non financiers directement, sans passer par les banques.

Ainsi, la Fed est intervenue pour améliorer les conditions de financement à la fois des entreprises et des ménages. D'une part, elle a lancé un programme d'achat de *commercial paper* (titres de dette à court terme) auprès des entreprises et des banques. D'autre part, elle a mis en œuvre un plan de rachat d'actifs des titres des agences hypothécaires (*Fannie Mae* et *Freddie Mac*) pour soutenir le marché immobilier et les ménages américains. Ce plan aurait permis de réduire la prime de risque sur les titres de ces deux agences de 100 points<sup>1</sup>. Enfin, la Fed s'est également lancée au début de 2009 dans des achats de titres du Trésor américain pour abaisser de façon générale le niveau des taux d'intérêts.

Les achats directs de titres ne figurent pas dans les prérogatives traditionnelles des banques centrales. L'adoption d'une telle politique nécessite en général une modification des règles qui régissent leur fonctionnement. Ainsi, en janvier 2009, le Trésor britannique a donné à la Banque d'Angleterre les moyens d'une politique visant à accroître la liquidité disponible pour les banques et les entreprises (politique dite d'« assouplissement quantitatif ») en leur rachetant directement des actifs. De même, la Banque d'Angleterre procède à des achats de titres d'État depuis le début de 2009. En revanche, l'achat direct de titres publics par la BCE pose problème, car il peut s'apparenter à du financement des déficits publics, prohibé par les traités européens.

Le soutien à la conjoncture par les États a pris la forme de soutien à la trésorerie des entreprises (remboursements anticipés de crédits d'impôt, délais supplémentaires exceptionnellement ac-

1. Source : Banque de France, La crise financière, documents et débats n°2, février 2009.

cordés pour s'acquitter de cotisations sociales...), d'aides ponctuelles à certains secteurs, de baisses d'impôts ou de hausses des transferts directs pour soutenir la demande à court terme et de programmes d'investissements et de grands travaux. Les montants annoncés représentent depuis 1 à 2 points de PIB (France, Allemagne) jusqu'à plus de 10 points (Chine). Ces montants recouvrent toutefois des projets qui seront éventuellement étalés sur plusieurs années (les programmes d'investissement, en particulier, sont plus longs à mettre en œuvre) et ils peuvent inclure certaines mesures qui avaient déjà été programmées.

Plus spécifiquement, compte tenu des problèmes de remboursement des emprunts immobiliers par certains ménages aux États-Unis, l'État américain a annoncé en novembre 2008 une extension massive du programme *Hope Now* lancé un an auparavant. Cette extension doit permettre aux emprunteurs ayant manqué trois mensualités de remboursement de plafonner leurs charges à un certain pourcentage de leur revenu.

**Les interventions des banques centrales se sont traduites par une augmentation de leur bilan, et une déformation de celui-ci en faveur des actifs risqués**

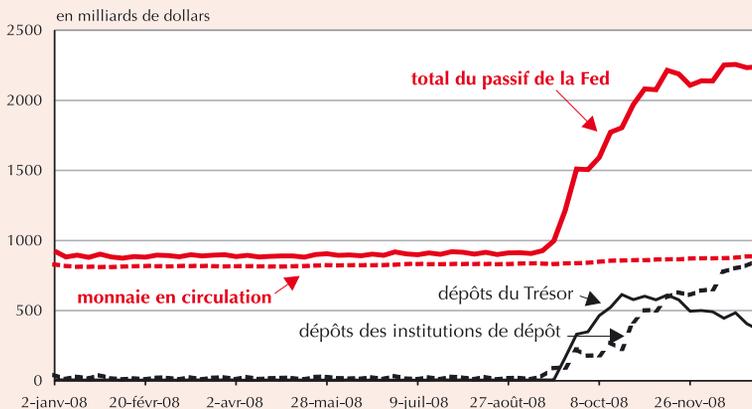
Le bilan des principales banques centrales s'est déformé selon deux directions. D'une part, le niveau de risque des actifs a augmenté, pouvant entraîner des pertes pour les banques centrales en cas de faillite de la contrepartie. D'autre part, leur taille a augmenté notablement : le bilan de

la Fed a plus que doublé entre le début et la fin de l'année 2008. Cette croissance a été permise par les apports de fonds des institutions de dépôt et du Trésor, plutôt que par l'augmentation de la monnaie en circulation (figure). L'intervention de l'État fédéral a donc été essentielle pour soutenir l'action de la Fed.

**Les interventions des États pour agir contre les effets de la crise n'ont pas toutes les mêmes coûts pour les finances publiques**

- Les garanties apportées sur les dépôts ou le refinancement des banques, qui peuvent représenter plusieurs centaines de milliards d'euros par pays, n'impliquent de coût qu'en cas de défaillance d'un établissement et d'exercice de la garantie. Certains États peuvent même, à l'inverse, se faire rémunérer la garantie apportée.
- Les apports de fonds propres aux banques, qui nécessitent effectivement un apport d'argent public et une émission de dette, ont une contrepartie en termes d'actifs. Les titres souscrits (titres subordonnés notamment) rapportent une rémunération et les États pourront recouvrer tout ou partie des fonds ainsi engagés, voire même engranger des plus-values lors de la revente ultérieure de ces participations.

**Passif du bilan de la Fed**



Source : Federal reserve.

## L'activité mondiale s'est repliée

En 2008, l'activité mondiale s'est repliée : le ralentissement amorcé à l'été 2007 s'est poursuivi en début d'année avant de déboucher, à partir du printemps, et plus particulièrement au quatrième trimestre, sur un recul de la production. La dégradation des perspectives d'activité des entreprises a d'abord touché les pays victimes de crises immobilières. La contagion au reste des économies avancées et aux grands pays émergents, où la conjoncture s'est également dégradée dès l'été 2007 puis tout au long de l'année 2008, est passée par deux canaux principaux. D'une part, le ralentissement puis la baisse de la demande des pays touchés par des crises immobilières ont fortement pesé sur les exportations de leurs partenaires commerciaux. D'autre part, la crise financière amorcée en juillet 2007, et son amplification après la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers en septembre 2008, ont durci les conditions de financement des entreprises et des ménages. L'évolution extrêmement contrastée de l'inflation, à la hausse jusqu'à l'été 2008, puis en net repli, fait écho à celui de la conjoncture mondiale. En effet, jusqu'en juillet 2008, la croissance de la demande, même ralentie, a continué à alimenter en amont les tensions déjà présentes sur les marchés des matières premières. La diffusion au reste de l'économie de l'augmentation des prix des matières premières a poussé à la hausse les prix à la consommation. L'entrée en récession de l'économie mondiale à l'été 2008 s'est traduite par une détente générale des marchés des matières premières et du travail, débouchant sur un mouvement global de désinflation.

Le glissement annuel des prix à la consommation dans les économies avancées, parti de + 1,6 % en août 2007, a atteint 5,5 % en juillet 2008, puis s'est replié à 1,0 % en décembre 2008. Les prix à la consommation ont suivi le profil des cours des matières premières, en particulier le pétrole. Ainsi, d'août 2007 à juillet 2008, les prix du pétrole sont passés de 70,8 \$ à 133,4 \$ par baril de Brent ; ils ont ensuite baissé pour s'établir à 40,3 \$ en décembre 2008. Ces variations extrêmes sont le fait d'une offre qui s'est ajustée avec retard en réponse à l'augmentation rapide de la demande puis à son repli avec le retournement de l'activité mondiale.

Au total, 2008 marque la fin d'une période de croissance inhabituellement soutenue de l'économie mondiale et l'entrée dans une phase de contraction de la demande. Le dynamisme de l'activité mondiale de ces dernières années était porté par un mouvement de rattrapage très rapide des pays en développement, Chine en tête, mais aussi par un endettement croissant des ménages des économies avancées. La saturation des capacités de production et la montée des tensions sur les marchés des matières premières, en particulier du pétrole, ont débouché sur une forte augmentation de l'inflation. À partir de l'été 2007, et plus encore après septembre 2008, le durcissement des conditions de financement a cassé cette dynamique pour partie artificielle, et provoqué l'entrée en récession de l'économie mondiale ainsi qu'une détente générale de l'inflation.

## La récession touche l'ensemble des économies avancées et les grands pays émergents

Au cours de l'année 2008, les économies avancées, mais également de nombreux pays émergents, sont entrés en récession. Jusqu'en 2007, la croissance mondiale était tirée par le dynamisme de la demande des ménages, financée par un endettement croissant, dans un certain nombre de pays, notamment les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne. Ces pays entretenaient par ailleurs un déficit commercial important et durable. Cette demande profitait aux économies exportatrices, en particulier l'Allemagne et le Japon, qui souffraient d'une demande des ménages atone, et celle des grands pays émergents en pleine phase de rattrapage industriel. La crise financière de 2007 a donné un coup d'arrêt à cette dynamique, avec la contraction de la demande des ménages des économies en déficit commer-

cial. Par le biais des échanges extérieurs, les économies japonaise et allemande, qui semblaient moins exposées à la crise, du fait du faible niveau d'endettement des ménages et de la modération de leur marché immobilier, ont été touchées par la contraction de la demande de leurs partenaires commerciaux. Par ailleurs, les pays affectés de handicaps structurels - atonie de la demande intérieure et faible compétitivité à l'exportation - ont subi de plein fouet la récession mondiale. Ainsi, l'Italie est le seul grand pays de la zone euro à enregistrer une baisse du PIB en moyenne en 2008.

Les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Espagne sont entrés en récession du fait de la contraction de la demande des ménages. Dans ces trois pays, la demande avait été soutenue jusqu'en 2007 par l'endettement croissant des ménages, en particulier sous la forme d'emprunts hypothécaires, dans un contexte de hausse persistante des prix immobiliers. Le retournement des prix immobiliers, dès 2005 aux États-Unis, a d'abord réduit les capacités d'emprunt des ménages dont le patrimoine s'est trouvé diminué. Ainsi, aux États-Unis, en Espagne, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni, le secteur de la construction a été le premier touché par la contraction de la demande des ménages : l'activité s'est repliée et les stocks de logements ont atteint des niveaux records. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le durcissement des conditions de financement des ménages s'est accentué à partir de l'été 2007, du fait de la crise du marché des subprimes. Dans les trois pays, l'amplification de la crise financière en septembre 2008 a accéléré le mouvement de désendettement des ménages amorcé sous l'effet du retournement des prix immobiliers. Ainsi, la demande des ménages dans son ensemble, consommation et investissement logement, a accentué son repli aux troisième et quatrième trimestres 2008. Parallèlement, la montée du chômage, à l'œuvre depuis 2007 en Espagne et depuis début 2008 aux États-Unis, s'est accélérée au troisième trimestre, et s'est étendue au Royaume-Uni, incitant les ménages à accroître leur épargne de précaution.

L'entrée en récession de l'Allemagne et du Japon est liée à la baisse de leurs exportations dès le deuxième trimestre 2008. Dans ces deux pays, la demande des ménages est peu dynamique : la consommation est atone et l'investissement logement porte encore les séquelles des crises immobilières des années 1990. La croissance de l'économie est donc principalement tirée par le commerce extérieur et l'investissement des entreprises du secteur exportateur. Le ralentissement puis l'effondrement du commerce extérieur sont donc à l'origine de leur entrée en récession. L'Allemagne est surtout victime du repli de la demande des pays européens. Le Japon a subi à la fois la forte appréciation du yen face aux principales devises et le repli de la demande de ses partenaires commerciaux, qui expliquent la forte contraction de ses exportations au quatrième trimestre notamment.

Les principales économies émergentes, en particulier la Chine, dont la croissance est très dépendante de la demande des pays développés, ont fortement pâti de leur entrée en récession. Ainsi, l'activité industrielle chinoise a sensiblement ralenti au second semestre 2008 sous l'effet de la forte contraction des exportations, notamment à destination de la zone euro et des États-Unis. La demande intérieure chinoise, quant à elle, est demeurée soutenue tout au long de l'année 2008. En particulier, les dépenses d'investissement des entreprises sont restées vigoureuses en dépit du fléchissement de la croissance, en lien direct avec la politique monétaire plus accommodante mise en œuvre par la banque centrale chinoise au second semestre 2008.

Au total, fin 2008, l'ensemble des économies avancées est en récession. D'une part, la demande des ménages se contracte du fait du durcissement des conditions d'octroi des crédits par les banques, des pertes de richesse induites par le retournement général des marchés immobiliers et boursiers, et de la baisse de leurs revenus d'activité, avec la montée du chômage notamment. D'autre part, les entreprises, qui ont ajusté avec retard leur activité à la baisse de la demande, sont confrontées à des stocks élevés et à des conditions de financement difficiles ; elles réduisent fortement leurs stocks et leurs dépenses d'investissement et accélèrent le rythme des licenciements. Partout, la contraction de l'acti-

tivité accentue le mouvement de désinflation déclenché par la chute des cours pétroliers. Au Japon, l'apparition d'importantes surcapacités de production, conjuguée à l'appréciation du yen et à un marché du travail très lâche, font le lit du retour de la déflation.

# Retournement de l'activité en France

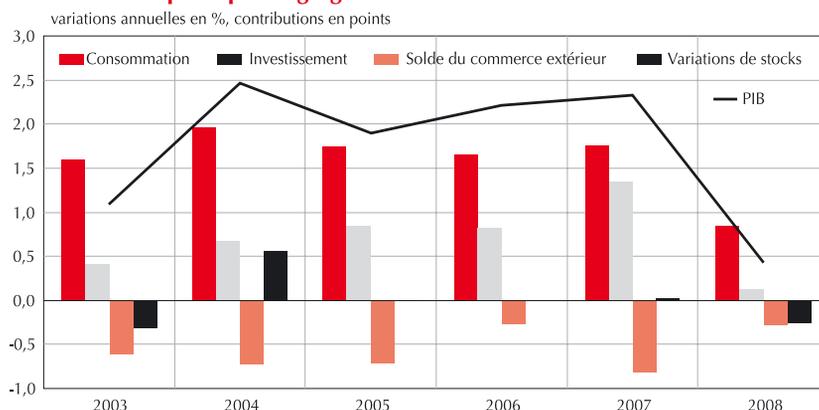
Jean-Marc Fournier et Pierre Leblanc\*

Comme les autres pays industrialisés, la France a souffert en 2008 de la crise mondiale. Le PIB n'a ainsi progressé que de 0,4 %, après + 2,3 % en 2007 [1]. Cette très faible croissance en moyenne annuelle cache une forte dégradation en cours d'année : l'activité s'est retournée à la baisse à compter du printemps et ce recul s'est accentué à l'automne.

La demande intérieure, qui avait progressé de près de 3 % par an en moyenne de 2004 à 2007, a sensiblement ralenti (+ 0,7 %). Les dépenses de consommation des ménages ont crû de 1,0 % en 2008, après + 2,4 % en 2007. Au cours des dix dernières années, elles avaient toujours augmenté de plus de 2 % par an. L'investissement total, en vive progression sur les quatre années précédentes, a quasiment stagné (+ 0,6 %) : celui des ménages (hors entrepreneurs individuels) a baissé en 2008 pour la première fois depuis 1993 (- 1,4 % après + 5,5 %), celui des administrations publiques a franchement reculé (- 4,4 % après + 4,5 %) et celui des entreprises non financières a fortement ralenti (+ 2,6 % après + 8,7 %). Par ailleurs, les entreprises non agricoles ont déstocké, ce qui a amputé la croissance de 0,3 point (après une contribution nulle en 2007). Ce déstockage est concentré et massif en fin d'année. L'aggravation de la crise financière à l'automne a en effet poussé les entreprises à limiter au maximum leurs besoins de trésorerie alors que, de surcroît, leurs anticipations de demande se dégradaient.

Au ralentissement de la demande intérieure s'est ajouté celui de la demande extérieure. Les exportations ont en effet reculé légèrement (- 0,2 % après + 2,6 %), affectées par le ralentissement du commerce mondial. Dans le même temps, les importations n'ont progressé que faiblement (+ 0,8 % après + 5,4 %). Ces chiffres en moyenne annuelle atténuent la violence du retournement à l'œuvre : du printemps à l'automne, en l'espace de neuf mois, le niveau des exportations et celui des importations reculent respectivement de 7,3 et 3,5 points<sup>1</sup>.

## 1. Contributions des principaux agrégats à la croissance du PIB



Source : Insee, comptes nationaux - base 2000.

\* Jean-Marc Fournier et Pierre Leblanc font partie de la division Synthèse conjoncturelle.

1. Chiffres trimestriels corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables.

## Le ralentissement a touché la production de toutes les branches d'activité

En 2008, l'activité a nettement ralenti dans pratiquement toutes les branches. C'est cependant l'industrie manufacturière qui a été la plus affectée, tout particulièrement en fin d'année, du fait notamment d'une chute inédite de la production automobile. Les branches de biens de consommation et d'équipement ont mieux résisté, car leur demande s'est dans l'ensemble maintenue. La situation de la construction s'est retournée, à la fois pour le bâtiment et les travaux publics. L'activité des services a nettement décéléré : elle a subi le contrecoup du ralentissement industriel, mais souffert aussi de la moindre progression de la consommation.

### 2. Contributions des principales branches à la valeur ajoutée totale



Source : Insee, comptes nationaux - base 2000.

### L'industrie manufacturière, et tout particulièrement l'automobile, a subi la crise de plein fouet

Le retournement de l'activité en 2008 a touché la plupart des branches (figure 2), mais la branche manufacturière a été particulièrement affectée. Sa production a décroché dès le deuxième trimestre et elle a lourdement chuté au quatrième trimestre, de 7,8 %, soit la plus forte baisse sur un trimestre enregistrée depuis 1949<sup>2</sup> (si l'on exclut le deuxième trimestre 1968 marqué par les événements de mai). En moyenne sur l'ensemble de l'année, la production de la branche manufacturière a baissé de 1,6 % en volume, après une progression de 2,2 % en 2007.

La branche des biens de consommation et surtout celle des biens d'équipement<sup>3</sup> ont relativement résisté (- 0,5 % et + 4,2 %), encore soutenues par le maintien d'une certaine demande (consommation de ces produits encore en progression, croissance de l'investissement manufacturier des entreprises, exportations d'avions dynamiques). En revanche, la branche des biens intermédiaires, en amont du processus de production, donc des retournements cycliques, a vu sa production baisser de 3,1 %. Mais c'est la branche automobile qui a été particulièrement affectée par la crise : sa production s'est affaissée de 9,3 %, avec une baisse dès le début de l'année et un effondrement de près de 30 % à l'automne. Cette forte baisse de production dans l'automobile a touché tous les grands pays

2. Des séries trimestrielles des comptes nationaux sont désormais disponibles depuis 1949.

3. Cette branche regroupe la construction de moyens de transport hors automobiles, la fabrication d'équipements mécaniques, électriques et électroniques.

producteurs (Allemagne, États-Unis, Italie, Japon). Au-delà d'un mouvement cyclique prononcé, le secteur traverse une crise plus structurelle (cf. dossier sur l'automobile).

### ***Le secteur du bâtiment a connu un coup d'arrêt***

Le secteur de la construction était dynamique depuis 2004, avec une croissance annuelle de la production en volume de près de 4,5 % en moyenne. Il était en particulier porté par un fort investissement des ménages, lui-même soutenu par des taux d'intérêt bas, des anticipations de hausse des prix immobiliers et des mesures fiscales incitatives (dispositifs d'aide à l'investissement locatif et, depuis la mi-2007, déductibilité partielle des intérêts des crédits habitats). La situation s'est retournée en 2008. D'une part, les conditions d'accès au crédit, à la fois en termes d'accès et de taux, se sont durcies dans le sillage des difficultés rencontrées par de nombreux établissements financiers. D'autre part, après plusieurs années de très fortes hausses, les anticipations de prix dans l'immobilier se sont retournées à la baisse.

Pour sa part, l'investissement en BTP des administrations publiques a franchement reculé, après avoir sensiblement progressé l'année précédente, ce qui est souvent le cas au lendemain d'élections locales. L'investissement en construction des entreprises non financières a quant à lui ralenti, mais sa croissance est restée nettement positive (+ 3,7 % en 2008, après + 9 % en 2007).

Au total, la production de la construction a quasiment stagné en 2008, après une progression de 5,4 % en 2007. Elle s'est inscrite en repli dès le deuxième trimestre.

### ***Le secteur des services a résisté, mais la production a nettement ralenti***

L'ensemble des services principalement marchands<sup>4</sup> a un peu mieux résisté (+ 1,5 %), mais sa production a néanmoins nettement ralenti par rapport à 2006 et 2007 (respectivement + 4,2 % et + 3,5 %). Du fait du poids de ce secteur dans l'économie française, ce ralentissement explique comptablement l'essentiel de la décélération de l'activité totale (figure 3), mais les services aux entreprises, qui comprennent notamment les activités liées à l'intérim, ont en fait décélééré dans le sillage de la conjoncture industrielle. Les services de promotion et de location immobilières ont marqué le pas, dans un contexte où le retournement du marché immobilier a touché le neuf comme l'ancien. Les services aux particuliers ont pâti du ralentissement de la consommation, tandis que commerce et transport ont subi la décélération de la demande des ménages comme des entreprises.

En 2008, la branche agricole a nettement progressé (+ 2,9 % après + 1,5 %). Elle a en particulier bénéficié de récoltes abondantes pour les céréales, portées par l'amélioration des rendements et l'augmentation des surfaces consécutive à la remise en culture des jachères. À l'inverse, la production de la branche agro-alimentaire a baissé (- 0,7 % après + 1,4 %), dans un contexte où la hausse des prix alimentaires a conduit à un repli du volume de la consommation.

## **Les entreprises ont dû faire face à un retournement des anticipations de demande et de prix, doublé d'un brusque durcissement de leurs conditions de financement**

Le retournement de la demande a conduit les entreprises à freiner leurs investissements et à déstocker massivement, spécialement dans le secteur automobile. Par ailleurs, les conditions de financement des entreprises se sont durcies en 2008. L'aggravation de la crise fi-

---

4. Cet ensemble regroupe les branches Commerce, Transports, Activités financières, Activités immobilières, Services aux entreprises et Services aux particuliers.

nancière à la suite de la faillite de la banque d'affaires *Lehman Brothers* en septembre a rendu l'accès au crédit plus difficile et en a augmenté le coût. En effet, les banques ont cherché à restaurer leur bilan, dans un contexte où leurs actifs se dépréciaient et leurs difficultés de refinancement sur le marché interbancaire s'aggravaient.

### ***L'investissement a ralenti ...***

### **3. Taux interbancaire européen et taux des crédits aux entreprises**



Source : Banque de France.

Au cours de 2008, la baisse des débouchés et des perspectives d'activité ont pesé sur l'investissement des entreprises. Le durcissement des conditions financières a accentué ce phénomène sur la fin de l'année. Au total, après avoir très fortement progressé en 2007, l'investissement des entreprises non financières ralentit nettement (+ 2,6 % après + 8,7 %). Cette croissance en moyenne annuelle, modérée, cache en fait un recul à partir du printemps.

### ***... et le déstockage a fait chuter l'activité à l'automne***

Par ailleurs, l'aggravation de la crise financière à l'automne a également poussé les entreprises à minimiser leurs appels de trésorerie. En outre, alors que la progression des prix des matières premières incitait encore en début d'année à reconstituer les stocks en amont de la chaîne de production, ces prix ont baissé par la suite (cf. encadré 3). Dans un contexte de perspectives de demande mal orientées, les entreprises ont déstocké massivement en fin d'année, tout en coupant dans la production. Ce phénomène a été particulièrement visible dans l'automobile, où de nombreuses chaînes ont été arrêtées partiellement ou totalement à l'automne, de façon à écouler des stocks devenus pléthoriques. Au total, le déstockage a réduit, à lui seul, de 0,8 point le PIB du quatrième trimestre 2008. Sur l'ensemble de l'année, la contribution des stocks à la croissance a été de - 0,3 point, alors qu'elle avait été neutre l'année précédente.

### Prix du pétrole, cours de l'euro et croissance\*

Le prix du pétrole a connu ces dernières années des évolutions spectaculaires : en dollar, le prix du baril de Brent a été multiplié par un facteur proche de 5 entre 2002 et la mi-2008 (de 30 dollars à 140 dollars), avant d'être quasiment divisé par 4 durant la seconde partie de l'année (de 140 dollars à 40 dollars) (figure 1). Dans le même temps, l'euro a connu plusieurs épisodes successifs d'appréciation, vis-à-vis du dollar, mais aussi de la livre sterling ou du yen.

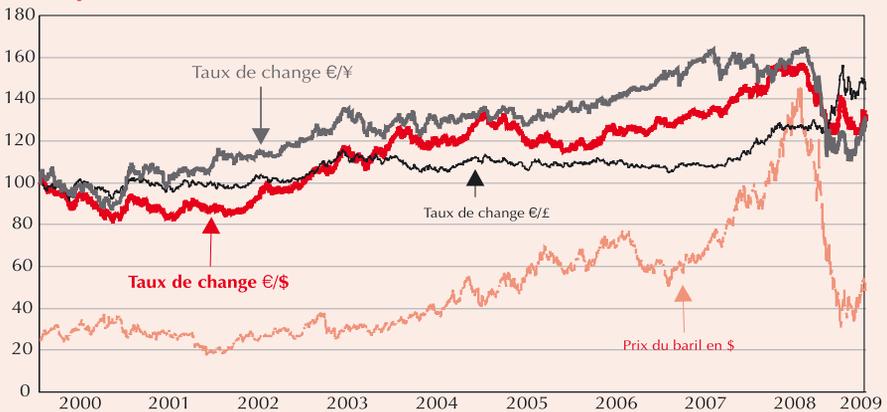
L'année 2008 a notamment été marquée par de très fortes fluctuations des cours du pétrole et des taux de change. Le prix du baril de Brent était à un niveau proche de 100 dollars en début d'année. Il a continué à augmenter et a atteint le 14 juillet un niveau maximal de 145 dollars en moyenne journalière. Il a ensuite chuté pour s'établir à un niveau de l'ordre de 40 dollars en décembre. Le taux de change entre l'euro et le dollar a également connu de fortes fluctuations : l'euro s'est brusquement déprécié à l'été et à l'automne de l'ordre de 27 % avant de connaître un regain relatif en fin d'année. L'évolution de l'euro face au yen est comparable. Le comporte-

ment face à la livre sterling est différent : celle-ci s'est fortement dépréciée au dernier trimestre après avoir été relativement stable par rapport à l'euro lors des trois trimestres précédents.

L'évolution heurtée du prix du pétrole sur la période récente résulte de la conjonction de nombreux facteurs œuvrant simultanément :

- La croissance mondiale des années 2002 à 2007, notamment celle des pays émergents d'Asie, aurait été mal anticipée par les pays producteurs de pétrole. Le temps nécessaire à la mise en place de nouvelles capacités de production est relativement long et la demande des économies émergentes peu sensible au prix à court terme. Ceci pourrait donc expliquer en partie la hausse tendancielle du prix du pétrole de 2002 à 2007.
- Le prix d'une ressource épuisable est également soumis à une rente de rareté<sup>1</sup>. Du fait de l'épuisement progressif attendu des ressources de pétrole, les prix devraient augmenter régulièrement afin d'encourager les produc-

**1. Évolutions journalières du cours du prix du pétrole en dollar et des taux de change de l'euro par rapport au dollar, au yen et à la livre sterling (base 100 au 1er janvier 2000, dernier point : 6 avril 2009)**



Source : DataInSight.

\* Auteurs : Guy Lalanne, Olivier Simon, division Croissance et politiques macroéconomiques.

1. Hotelling H., « The Economics of Exhaustible Resources », *Journal of Political Economy*, vol. 39, 1931, pp. 137-175.

teurs à mettre leur pétrole sur le marché plutôt qu'à en retarder l'extraction. Une telle explication pourrait également être à l'origine de la croissance régulière du prix du pétrole sur la période 2002-2007.

- Les prix d'extraction augmentent depuis le début des années 2000. Le prix d'extraction d'une unité supplémentaire de pétrole serait passé de 15 dollars en 2000 à 30 dollars en 2008<sup>2</sup>. Il s'agirait principalement d'une conséquence du renchérissement du prix du Brent, qui rend l'exploitation de certains gisements rentable, mais peut-être aussi d'une cause à court terme : pour approvisionner une demande plus forte, il faut mettre en service des gisements plus coûteux à exploiter.
- La flambée des prix de l'été 2008 pourrait être due à des anticipations auto-réalisatrices haussières des prix du pétrole<sup>3</sup>. Cette spirale aurait été brisée par l'amplification brutale de la crise économique, qui aurait induit une baisse de la demande anticipée.
- La dépréciation du dollar face à l'euro et à d'autres monnaies, observée jusqu'en septembre 2008, pourrait également expliquer une partie de la hausse du prix du pétrole. En effet, d'une part, la dépréciation du dollar tend à réduire l'offre de pétrole par la perte de revenu disponible qu'elle induit dans les pays producteurs, les poussant à être plus exigeants pour maintenir leur « pouvoir d'achat ». D'autre part, elle accroît la demande de pétrole dans les pays dont la monnaie se renchérit par rapport au dollar. Enfin, la montée en puissance de la Chine et sa politique d'ancrage de sa monnaie sur les cours du dollar peuvent également jouer un rôle : la Chine, deuxième consommateur mondial de pétrole, a une demande énergétique qui ne cesse de croître ; par le régime de taux de change fixe qu'elle maintient *de facto* face au dollar, la dépréciation de la monnaie améri-

caine renforce son activité et, par là, sa demande d'énergie, ce qui peut contribuer à augmenter le prix du pétrole<sup>4</sup>.

Le lien entre la parité du dollar et le prix du pétrole est toutefois complexe. Théoriquement, les deux sens possibles d'une relation entre taux de change du dollar et prix du pétrole sont justifiables. Le premier, de la parité du dollar vers le prix du pétrole, vient d'être explicité. À l'inverse, une hausse du prix du pétrole conduit à un accroissement de la demande de titres libellés en dollar par les pays exportateurs de pétrole, favorisant l'appréciation du dollar. Ce type de causalité ne semble toutefois pas prédominer dans la situation récente.

Quel est l'impact sur la croissance française des évolutions conjointes du prix du pétrole et de la parité de l'euro du premier trimestre 2002 au quatrième trimestre 2008 ? L'évaluation reprend la méthodologie détaillée dans l'édition 2008 de l'Économie Française<sup>5</sup>. Quatre types d'effets sont à l'œuvre :

- une hausse du prix du pétrole a un effet dépressif sur l'activité en raison de la perte de revenu qu'elle entraîne pour les ménages et les entreprises, une baisse ayant naturellement des effets inverses ;
- une appréciation de l'euro, toutes choses égales par ailleurs, a elle aussi un effet négatif sur l'activité, du fait de la perte de compétitivité-prix à l'exportation et à l'importation qu'elle induit ;
- en revanche, une appréciation de l'euro a un effet protecteur vis-à-vis d'une hausse du prix du pétrole, car elle modère le prix des importations en produits pétroliers et tend par conséquent à atténuer les deux effets précédents ;

2. Percebois J., « Prix internationaux du pétrole, du gaz naturel, de l'uranium et du charbon : la théorie économique nous aide-t-elle à comprendre les évolutions ? », Cahiers de recherche du CREDEN N°09.02.81.

3. Hamilton J.D., « Understanding Oil Prices », NBER Working Paper, n°14492, 2008.

4. Coudert V., Mignon V. et Penot A., « Oil Price and Dollar », Energy Studies Review, vol. 15, n°2, 2008.

5. « Impact sur la croissance française de l'appréciation de l'euro et de la hausse du prix du pétrole au cours des cinq dernières années », Économie Française - Édition 2008, encadré 3 de la vue d'ensemble, pp. 36-38.

□ enfin, une appréciation de l'euro n'est pas sans incidence sur la politique monétaire : la baisse d'activité à court terme qui en résulte permet en effet à la banque centrale de mener une politique plus accommodante que celle qu'elle aurait conduite à parités constantes.

En outre, la manière dont l'environnement international de la France réagit à la hausse du prix du pétrole et l'appréciation de l'euro se répercute sur l'économie française. L'impact négatif de la hausse du prix du pétrole vaut aussi bien pour l'économie française que pour les pays partenaires de la France non producteurs de pétrole, mais suscite à l'inverse une hausse de la demande de la part des pays producteurs. Les effets liés à l'appréciation de l'euro concernent à la fois la France et ses partenaires membres de la zone euro. L'évaluation de ces différents effets est donc effectuée ici en mobilisant deux modèles économiques : le modèle multi-pays Nigem, utilisé pour chiffrer les évolutions dans les pays partenaires de la France, et le modèle Mésange<sup>6</sup>, modèle macroéconométrique de la France, mobilisé pour en déduire l'impact sur l'économie française.

L'exercice est effectué sur la période allant du premier trimestre 2002 au quatrième trimestre 2008. D'après les chiffrages réalisés (*figure 2*), l'évolution du prix du pétrole observée du premier trimestre de 2002 au quatrième trimestre 2008 à parités fixes et politique monétaire inchangée occasionne une perte de 0,3 point de croissance moyenne par an sur cette période. La perte est deux fois plus forte si l'on se restreint aux deux dernières années. En 2007 et 2008, en effet, la hausse du prix du pétrole a été la plus importante de la période, même si le prix du baril de Brent a diminué au troisième trimestre 2008.

L'effet toutes choses égales par ailleurs de la perte de compétitivité-prix, liée à l'appréciation de l'euro en moyenne sur la période, est évalué à

- 0,5 point de croissance annuelle entre 2002 et 2008. Il n'est que faiblement compensé par l'effet protecteur de l'euro vis-à-vis du pétrole, qui permet un gain de 0,2 point de croissance moyenne par an en 2007 et 2008 (l'effet est positif et proche de zéro en moyenne par an sur 2002-2008). Enfin, le gain lié à la politique monétaire, plus accommodante du fait de l'appréciation de l'euro, se chiffre à 0,3 point de croissance moyenne par an sur 2002-2008<sup>7</sup>. Ce chiffrage suggère que l'effet global provenant de l'appréciation de l'euro en moyenne entre 2002 et 2008 aurait conduit à une perte de croissance de 0,2 point par an sur cette période.

Au total, les effets conjoints de la hausse du prix du pétrole et de l'appréciation de l'euro auraient induit un déficit de croissance de 0,5 point par an entre 2002 et 2008. La perte s'élèverait également à 0,5 point de croissance par an sur les deux dernières années, malgré la diminution du prix du pétrole observée depuis le troisième trimestre 2008. En effet, malgré cette baisse récente, le prix du pétrole demeure supérieur à sa valeur au premier trimestre 2002, tout comme le taux de change effectif de l'euro.

La hausse importante du prix du pétrole en moyenne entre 2002 et 2008 aurait donc eu un impact significatif sur l'économie française, mais plus limité au regard des chocs pétroliers des années 1970, entre autres en raison de l'effet protecteur de l'appréciation de l'euro. Cet affaiblissement du lien entre le prix du pétrole et l'activité a été mis en évidence dans de nombreuses études économétriques, en particulier par Barlet et Crusson<sup>8</sup>.

Ce chiffrage doit être considéré avec prudence. Il dépend en effet des hypothèses inhérentes aux modèles utilisés. De plus, traditionnellement dans ce type d'exercice, les modifications structurelles résultant de l'adaptation de l'économie aux chocs qu'elle subit ne peuvent que très difficilement être prises en compte.

6. Allard-Prigent C., Audenis C., Berger K., Carnot N., Duchene S. et Pesin F., « Présentation du modèle Mésange », Document de travail de la Direction de la Prévision, mai 2002.

7. Ce chiffrage est cohérent avec d'autres évaluations, notamment celle menée par Carton, B. (2003) : « Effets d'une appréciation de l'euro sur l'activité de la zone euro : que disent les modèles ? », DP-Analyse Économique, n° 14.

8. Barlet M. et Crusson L., « Quel impact des variations du prix du pétrole sur la croissance française ? », Document de travail de l'Insee-DESE, G2007/04.

## 2. Décomposition des effets de la hausse du prix du pétrole et de l'appréciation de l'euro entre le premier trimestre 2002 et le quatrième trimestre 2008

	Impact sur la croissance moyenne annuelle de la période ...	
	2002 T1-2008 T4	2007 T1-2008 T4
Effet de la hausse du prix du pétrole à parités fixes (écarts en points de %)	- 0,3	- 0,6
Effets de l'appréciation de l'euro :		
- Perte de compétitivité-prix	- 0,5	- 0,5
- Effet protecteur vis-à-vis de la hausse du prix du pétrole	+ 0,0	+ 0,2
- Prise en compte de la politique monétaire	+ 0,3	+ 0,4
Total des effets de l'appréciation de l'euro (écarts en points de %)	- 0,2	+ 0,1
<b>Effet global (écarts en points de %)</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 0,5</b>
Appréciation de l'euro par rapport au dollar par an (en %)	+5,2	-0,3
Hausse du prix du pétrole en dollar par an (en %)	+17,0	+1,4

Lecture : L'effet global joint de la hausse du prix du pétrole et de l'appréciation de l'euro entre le premier trimestre 2002 et le quatrième trimestre 2008 a conduit à une perte de de 0,5 point de croissance par an, toutes choses égales par ailleurs.

### **Le taux de marge des sociétés non financières se replie, leur taux d'autofinancement continue de baisser**

En 2008, le taux de marge<sup>5</sup> des sociétés non financières (SNF) s'est légèrement replié, à 31,3 % contre 31,6 % en 2007, car en période de ralentissement l'emploi s'ajuste avec retard sur l'activité. De fait, la progression de la masse salariale brute versée par les SNF est supérieure à celle de la valeur ajoutée qu'elles ont dégagée (+ 3,8 % contre + 3,1 %). La progression des cotisations patronales a été plus contenue (+ 3,2 %), grâce à la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, dite loi TEPA (exonération sur les heures supplémentaires). Cela a atténué, mais sans l'annuler, l'écart entre la progression de la rémunération totale (masse salariale « superbrute » à + 3,6 %) et celle de la valeur ajoutée.

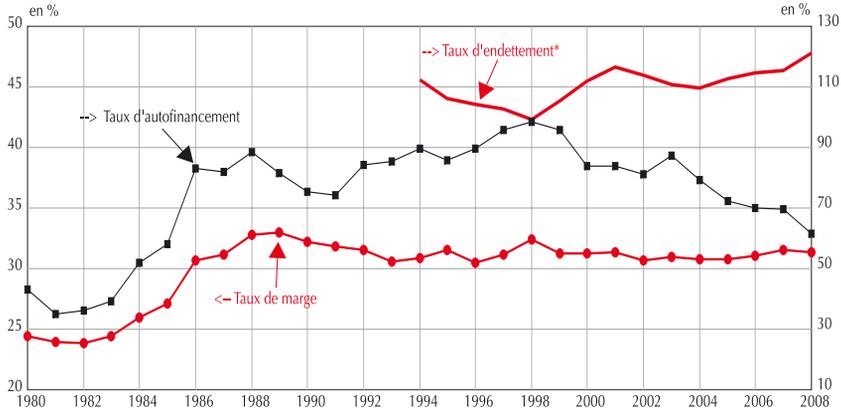
La diminution du taux de marge, relativement modérée en moyenne annuelle, est nettement plus marquée en cours d'année (-1,2 point entre l'automne 2007 et l'automne 2008), ce qui atteste de la violence du retournement conjoncturel.

Sous le coup du retournement de l'activité, l'excédent brut d'exploitation (EBE) des sociétés non financières a nettement ralenti (+ 2,2 % après + 7,4 % en 2007). Dans le même temps, les dividendes que versent les sociétés non financières et l'impôt sur les sociétés ont continué de progresser car ils étaient assis sur les bons résultats de l'année précédente. Il en est de même des intérêts d'emprunts dont elles ont dû s'acquitter, dans un contexte de hausse des primes de risque. Au total, leur épargne a baissé de 6,6 %, alors qu'elle avait progressé de près de 11 % en 2007.

5. Le taux de marge correspond au rapport de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée (en valeur).

Ce repli de l'épargne conjugué à la progression, même ralentie, de l'investissement s'est traduit par une baisse de plus de 8 points du taux d'autofinancement (figure 4, qui avoisine désormais les 60 %. En recul de 37 points depuis 1998, l'autofinancement retrouve le niveau qui était le sien au milieu des années 80.

#### 4. La baisse du taux d'autofinancement va de pair avec l'augmentation du taux d'endettement



\* Encours de dette en fin d'année rapporté à la valeur ajoutée annuelle.

Sources : Insee, Banque de France, calculs Insee.

#### L'activité des sociétés financières stagne

En 2008, la valeur ajoutée des sociétés financières se stabilise (+ 0,1 %), après avoir décéléré en 2007 (+ 1,1 % contre + 6,2 % en 2006).

Le repli de la valeur ajoutée des banques (établissements de crédits et entreprises d'investissement) de - 0,4 % en 2008 (après + 2,8 % en 2007 et + 3,6 % en 2006) peut sembler très limité dans un contexte de crise financière. Ceci tient au fait que la mesure de l'activité bancaire par la comptabilité nationale n'intègre ni les gains, ni, en l'occurrence, les pertes de valeur de leurs actifs financiers. La production des banques comprend les commissions reçues au titre des services interbancaires et les services facturés à la clientèle. Elles incluent également les services d'intermédiation financière indirectement mesurés (Sifim, correspondant aux marges sur les dépôts et crédits).

En 2008, les services facturés des banques ont stagné (+ 0,3 %) après deux années de vive croissance (+ 11 % en 2007 et + 14 % en 2006) et les Sifim ont progressé de 2,5 %, après une baisse de 3,9 % en 2007 (sous l'effet notamment d'opérations avec le reste du monde).

La légère réduction de la valeur ajoutée des banques s'est accompagné d'un recul des charges de personnel (baisse des bonus et de l'intéressement). Par ailleurs, le solde des intérêts reçus a très fortement progressé et les dividendes comme l'impôt sur les sociétés versés ont nettement baissé. Bien que ces évolutions très favorables des revenus aient été atténuées par la diminution des bénéfices réinvestis reçus des filiales à l'étranger, elles ont conduit à une progression sensible de la capacité de financement des banques. Toutefois, ces dernières ont dû dans le même temps procéder à de substantielles dépréciations d'actifs.

La stabilité de l'activité des sociétés d'assurance en 2008 (valeur ajoutée en hausse de 0,2 %, après une baisse de 7,4% en 2007) résulte de deux mouvements opposés. L'activité de l'assurance-vie se replie à nouveau en 2008 (- 5,2 %, après 2,7 % en 2007 et + 6 % en 2006). Au-delà du contrecoup du transfert massif en 2006 d'encours de PEL vers des sup-

ports d'assurance vie<sup>6</sup>, ce recul s'explique par la perte d'attrait des ménages pour cette forme d'épargne lorsque les marchés financiers s'inscrivent en forte baisse, qui plus est dans un contexte de forte hausse de la rémunération du livret A. La chute des cotisations d'assurance-vie s'est ainsi poursuivie en 2008. Dans le même temps, les prestations versées (retraits d'épargne) ont fortement augmenté, dans un contexte où les produits de placement des sociétés d'assurance attribués aux assurés se sont inscrits en net repli. Le recul de l'assurance-vie a toutefois été compensé par la progression des autres services d'assurance.

## Retournement du marché du travail

Alors que l'emploi était dynamique depuis 2006, avec pour conséquence une décreue du taux de chômage, il s'est retourné à la mi-2008, en ligne avec la baisse de l'activité. Entre le premier trimestre 2006 et le premier trimestre 2008, près de 470 000 emplois salariés avaient été créés dans le secteur marchand non agricole<sup>7</sup> (un peu plus de 490 000 en équivalents temps plein<sup>8</sup>). Sur l'ensemble du marché du travail (y compris branche agricole et branches principalement non marchandes), près de 600 000 emplois avaient été créés sur la même période. Ce mouvement s'est enrayé dès le printemps. Bien que l'évolution de l'emploi soit un peu retardée par rapport à la baisse de l'activité, le marché du travail a été touché assez rapidement. Au quatrième trimestre 2008 notamment, le secteur marchand non agricole a perdu plus de 85 000 emplois, tandis que pour l'ensemble de l'économie la baisse est de l'ordre de 65 000 emplois. Ce retournement s'est traduit par une remontée du taux de chômage (cf. *infra*).

### Des évolutions de l'emploi contrastées

Les pertes d'emploi au second semestre sont majoritairement le fait des branches de services (*figure 5*), du fait notamment de la baisse de l'emploi intérimaire (l'intérim est classé dans les services, même si une partie importante des intérimaires travaille dans l'industrie). Par ailleurs, les pertes d'emploi se sont accélérées dans l'industrie manufacturière, tandis que l'emploi dans la construction a ralenti.

L'emploi dans les branches manufacturières suit une tendance baissière depuis 2002. Son repli s'est accentué au second semestre 2008 par rapport aux trois semestres précédents. L'emploi dans la construction a ralenti à la fin de l'année, alors qu'il était dynamique depuis 2004. Dans les services marchands, la baisse est marquée, alors que les créations d'emplois dans cette branche ont contribué, pour plus de la moitié, à la croissance de l'emploi salarié en 2006 et 2007. Au quatrième trimestre 2008, l'emploi salarié dans les services marchands a contribué négativement à l'emploi salarié total, à hauteur de - 0,3 point pour une évolution totale de - 0,5 %. Ce sont les services aux entreprises qui ont le plus souffert, avec une baisse de 1,3 % au quatrième trimestre 2008. Ceci reflète principalement la contraction de plus de 13 % de l'emploi dans l'intérim à la fin du dernier trimestre, contraction inégalée depuis 1982. En outre, la part de l'intérim dans l'emploi, de l'ordre d'un pour cent au début des années 80, a quadruplé depuis. Aussi, la baisse de 79 500 intérimaires observée en fin d'année est-elle sans précédent. Les services aux particuliers ont résisté, tandis que les autres services marchands ont peu évolué. Dans les services administrés,

---

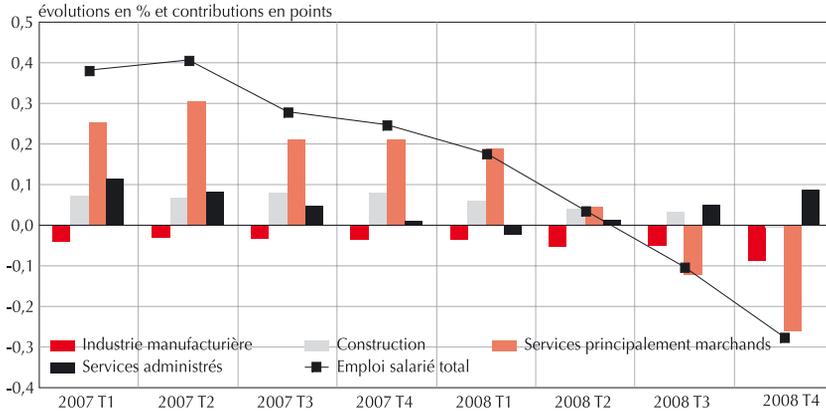
6. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006, les intérêts des PEL de plus de 10 ans sont soumis, à la source et non plus au moment de leur clôture, à prélèvements sociaux (CSG, CRDS) et ceux de plus de 12 ans à l'impôt sur le revenu (taux forfaitaire libérateur ou taux marginal de l'IRPP).

7. Le secteur marchand non agricole regroupe l'industrie et les services principalement marchands.

8. Pour tenir compte de façon plus précise de la force de travail mobilisée par l'économie française, il faut recourir à la notion d'« équivalent temps plein » qui comptabilise, pour un équivalent temps plein, deux personnes travaillant à mi-temps. La prise en compte du temps partiel réduit le nombre d'emplois comptabilisés en équivalent temps plein par rapport à ceux comptabilisés en personnes physiques. À l'inverse, la multi-activité et les corrections pour travail au noir ou fraude relèvent le compte en équivalent temps plein.

l'emploi a rebondi au second semestre, après avoir presque stagné au premier semestre 2008. Ce rebond est dû à l'arrêt de la baisse des contrats aidés dans le secteur non marchand et à la progression de l'emploi dans la branche « santé et action sociale ».

### 5. Contribution à l'emploi salarié total des principales branches

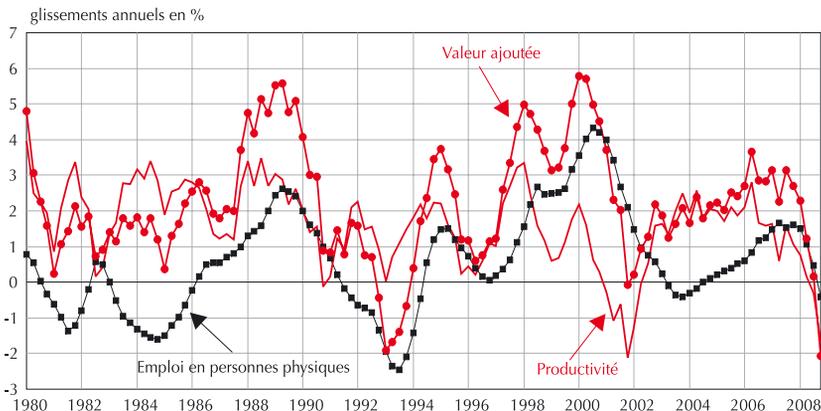


Source : Insee.

L'emploi s'ajuste avec retard aux retournements de l'activité ; la productivité, rapport entre la valeur ajoutée et l'emploi, est de ce fait tirée temporairement à la baisse lorsque l'activité fléchit, pour ensuite rebondir lorsque l'activité repart. C'est bien ce que l'on observe au cours de l'année 2008 (figure 6) : sur l'ensemble du secteur marchand non agricole, la productivité du travail (ici la valeur ajoutée rapportée au nombre de salariés) baisse de 0,1 %, alors qu'elle croissait en moyenne de 1,8 % au cours des cinq années précédentes. En glissement annuel, elle a reculé nettement au quatrième trimestre 2008, pour la première fois depuis 2002.

Dans l'industrie manufacturière, la productivité apparente du travail a baissé de 0,9 % - pour la première fois depuis 1975, et dans le secteur des services principalement marchands elle a fortement ralenti. Ce recul de la productivité doit cependant être relativisé.

### 6. Emploi, valeur ajoutée et productivité apparente du travail dans le secteur marchand non agricole



Source : Insee.

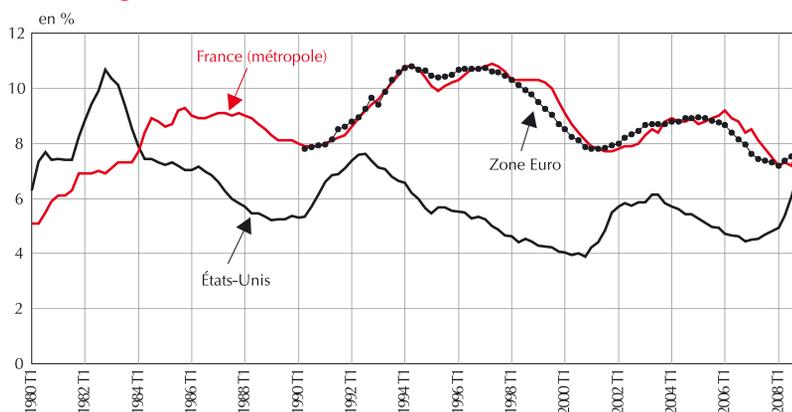
En effet, la productivité est ici définie comme la valeur ajoutée rapportée au nombre de salariés du même champ. Or, la baisse de l'activité sur la deuxième partie de l'année 2008 a entraîné des périodes de chômage partiel pour les salariés. Ces périodes de chômage partiel sont prises en comptes dans le volume horaire travaillé, mais pas dans l'emploi en lui-même, qu'il soit comptabilisé en personnes physiques ou en équivalents temps plein. Cette non-prise en compte du chômage partiel entraîne a priori une sous-estimation de la productivité apparente du travail.

### Le taux de chômage repart à la hausse

Dans le sillage du retournement de l'emploi, le taux de chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) est reparti à la hausse à la fin de l'année 2008, après deux années de baisse. Après un pic de 9,2 points atteint au premier trimestre 2006, il était ainsi revenu à 8,4 points fin 2006 et à 7,5 points fin 2007. Le taux de chômage s'établit, en revanche, à 7,8 % au quatrième trimestre 2008, soit près de 2,2 millions de chômeurs, et à 7,4 % en moyenne sur l'année. Sur l'ensemble constitué de la Métropole et des DOM, il s'établit enfin à 8,2 % fin 2008 contre 7,9 % et 8,8 % à la fin des deux années précédentes.

La hausse du chômage a été notable en 2008 dans la plupart des pays développés (figure 7), mais dans des proportions différentes et à l'exception notable de l'Allemagne où l'emploi semble avoir réagi plus tardivement. Aux États-Unis, le taux de chômage a connu une hausse marquée : il est passé de 4,9 % au premier trimestre 2008 à près de 7 % au dernier trimestre 2008, soit le niveau le plus haut enregistré depuis près de 20 ans. En Espagne, le taux de chômage a bondi de près de 5 points en un an.

### 7. Taux de chômage en France, aux États-Unis et en Zone Euro



Sources : BEA, Eurostat, Insee.

En France métropolitaine, la hausse du chômage s'est fait particulièrement sentir pour les jeunes de 15 à 24 ans : leur taux de chômage a augmenté de près de deux points entre le troisième et le quatrième trimestre 2008 et est repassé au-dessus de la barre des 20 %, alors qu'il avait baissé de 5,6 points entre le premier trimestre 2006 et le premier trimestre 2008.

### Malgré la dégradation du marché du travail, le salaire moyen par tête a résisté

En 2008, la masse salariale du secteur marchand a progressé à peu près au même rythme que la valeur ajoutée nominale. Sur le champ des sociétés non financières, la progression

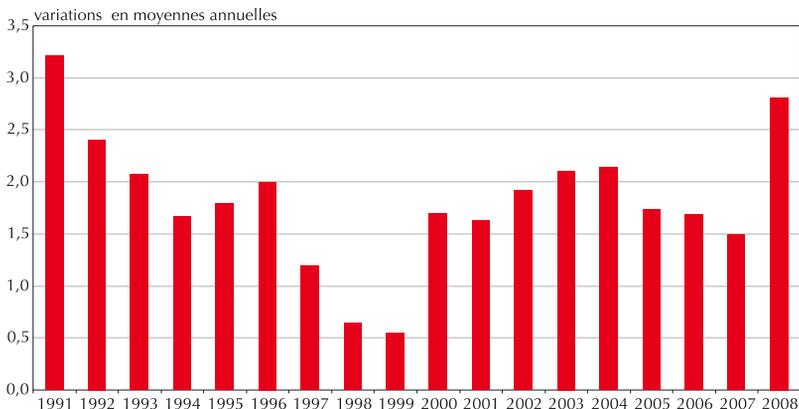
de la masse salariale a même été un peu plus dynamique. Le salaire moyen par tête dans le secteur marchand non agricole a progressé de 2,8 % en 2008<sup>9</sup>. Même si le salaire par tête est en léger ralentissement par rapport aux deux années précédentes (+ 3 % en 2007 et + 3,9 % en 2006), sa progression est comparable au rythme moyen observé depuis 2000.

Plusieurs éléments expliquent cette progression encore robuste, malgré le retournement du marché du travail en cours d'année. D'une part, jusqu'au premier trimestre 2008, l'activité est restée dynamique et le taux de chômage s'inscrivait en recul. D'autre part, la hausse de l'inflation jusqu'à la mi-2008 (*cf. infra*) a poussé à la hausse les salaires nominaux, entraînant notamment une augmentation plus rapide qu'en 2007 du salaire minimum interprofessionnel de croissance (SMIC) (+ 3,2 % entre juillet 2007 et juillet 2008), augmentation qui a pu se diffuser aux salaires proches.

## La hausse de l'inflation a contribué au ralentissement du pouvoir d'achat et de la consommation

Après une stabilisation de l'inflation entre 1,5 % et 2,1 % depuis 2000, les prix à la consommation ont accéléré en 2008. La hausse des prix a ainsi atteint 2,8 % en moyenne annuelle en 2008 (*figure 8*). L'inflation est restée toutefois bien en deçà des niveaux observés avant la désinflation des années 1980.

### 8. Nette hausse de l'inflation en 2008



Source : Insee.

## La forte chute du prix du pétrole à partir de juillet 2008 a contribué à la baisse de l'inflation

L'évolution en moyenne annuelle de l'inflation cache une évolution très contrastée en cours d'année. En effet, l'inflation en glissement annuel a connu une forte hausse, jusqu'à 3,6 % en juillet, puis s'est repliée à 1,0 % en décembre 2008 (*figure 9*). Ce profil a été essentiellement dicté par celui de l'inflation énergétique et alimentaire. La flambée des prix du pétrole en dollars (+ 44 % entre janvier et juillet 2008) a poussé à la hausse les prix des carburants et du gaz, même si l'appréciation de 7 % de l'euro par rapport au dollar sur la même période a permis d'atténuer légèrement ce mouvement. Par ailleurs, l'envolée des cours des matières premières alimentaires de près de 62 % entre janvier 2007 et juin 2008

9. Sur le même champ, le salaire par équivalent temps plein a progressé de 2,8 % en 2008, après + 2,9 % et + 4 % en 2007 et 2006.

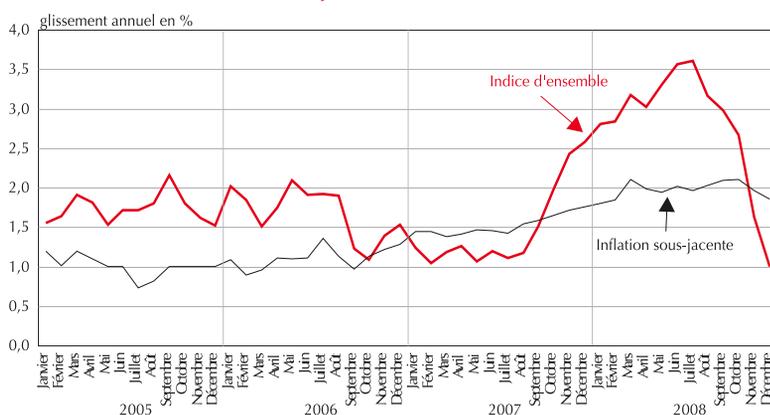
s'est traduite par de fortes hausses de prix de l'alimentaire hors produits frais. Depuis la mi-2008, avec la contraction de la demande mondiale, ces cours se sont repliés rapidement, engendrant un net mouvement de désinflation. En particulier, le prix du pétrole en euros en décembre 2008 est divisé par trois par rapport à juillet 2008 et par deux par rapport à décembre 2007.

En marge de ces grands mouvements, les changements de réglementation dans le secteur de la grande distribution ont contribué à la baisse à l'inflation, à hauteur d'environ 0,2 point sur la moyenne annuelle 2008<sup>10</sup>.

### ***L'inflation sous-jacente est en revanche restée proche de 2 %***

L'inflation sous-jacente<sup>11</sup>, habituellement plus inerte, est restée proche de 2 % au cours de l'année 2008 (figure 9). En effet, les hausses de prix du *Brent* et des matières premières alimentaires ne se sont que progressivement et modérément diffusées à l'inflation sous-jacente, la faisant passer de 1,8 % en janvier à 2,1 % en octobre. Sous l'effet du retournement des prix du pétrole et des matières premières, de l'excès des capacités de production et de l'atonie de la demande, l'inflation « sous-jacente » est revenue à 1,9 % en décembre 2008.

### **9. Relative stabilité de l'inflation sous-jacente**



Source : Insee.

### ***Après deux années dynamiques, le pouvoir d'achat a ralenti en 2008***

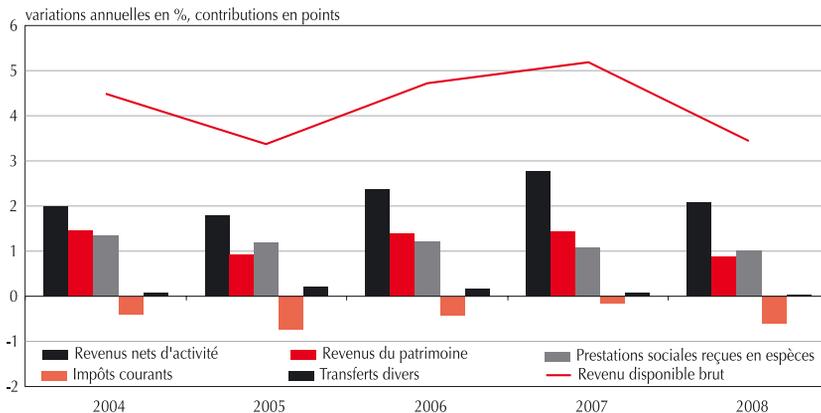
Le pouvoir d'achat<sup>12</sup> du revenu disponible des ménages a fortement ralenti, s'inscrivant en hausse de 0,6 %, après 3,1 % en 2007 et 2,6 % en 2006. Il a stagné (0,0 %) par unité de consommation (cf. encadré 4). En effet, le revenu nominal des ménages a ralenti en 2008 (figure 10), alors que dans le même temps l'inflation a augmenté.

10. Estimation fondée sur le dossier « Loi Galland et prix à la consommation » [3] et la fiche thématique « Prix à la consommation », *Note de conjoncture* de mars 2009, Insee.

11. Hors tarifs publics et produits à prix volatils, comme les produits frais, l'énergie ou le tabac, corrigée des mesures fiscales et des variations saisonnières.

12. Pour une analyse de la répartition des surplus de productivité, voir le dossier « Le partage des fruits de la croissance de 1950 à 2008 : une approche par les comptes de surplus ».

## 10. Contributions à l'évolution du revenu disponible brut



Source : Insee.

Trois éléments expliquent pour l'essentiel le ralentissement du revenu disponible brut des ménages : les revenus nets d'activité (pour -0,7 point), les revenus du patrimoine (pour -0,6 point) et les impôts (pour -0,4 point). Les prestations sociales ont crû à un rythme proche de celui observé les années précédentes.

### Encadré 4

#### Du pouvoir d'achat du revenu disponible au pouvoir d'achat du revenu « arbitral » par unité de consommation\*

Le terme de pouvoir d'achat est largement utilisé, mais peut recouvrir des acceptions très différentes. Le cadre global et cohérent de la comptabilité nationale a le mérite d'en fournir une définition précise, sur des bases harmonisées au plan international. Il retient le pouvoir d'achat du revenu disponible brut de l'ensemble des ménages (ou revenu réel disponible). Le revenu disponible brut s'entend comme la part du revenu qui reste à la disposition des ménages pour la consommation et l'épargne, une fois déduits les prélèvements sociaux et fiscaux<sup>1</sup>. L'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut rapporte l'évolution du revenu disponible brut à celle du prix de la dépense de consommation des ménages.

Cette mesure macroéconomique peut toutefois différer de la perception des ménages quant à l'évolution de leur niveau de vie. Les ménages peuvent notamment appréhender leur pouvoir d'achat sur un champ plus étroit, en considérant qu'ils ont en réalité peu de prise face à certaines de leurs dépenses de consommation, qui de toute façon doivent être payées. Ils se focalisent alors sur les marges de manœuvre disponibles pour effectuer librement des choix de consommation et d'épargne. Pour se rapprocher de cette perception du pouvoir d'achat, on peut examiner l'évolution du revenu réel « arbitral », c'est-à-dire celle du revenu disponible une fois déduit un ensemble de dépenses de consommation dites « pré-engagées ».

\* Auteurs : Maryse Fesseau, Georges Consalès, département des Comptes nationaux.

1. Le revenu disponible brut comprend les revenus d'activités (salaires et traitements bruts des ménages, augmentés des bénéfices des entrepreneurs individuels), les revenus du patrimoine hors plus-values latentes ou réalisées (dividendes, intérêts et loyers), les transferts (notamment les indemnités d'assurance nettes des primes) et les prestations sociales (pensions de retraite, indemnités de chômage, allocations familiales, minima sociaux, etc.). Le revenu disponible brut est diminué des impôts et cotisations sociales versés. Les quatre principaux impôts directs pris en compte sont : l'impôt sur le revenu, la taxe d'habitation, la contribution sociale généralisée (CSG) et la contribution à la réduction de la dette sociale (CRDS). En revanche, les droits de succession ne figurent pas dans ce décompte.

## Un poids croissant des dépenses « pré-engagées » dans le budget des ménages

Les dépenses « pré-engagées » sont celles réalisées dans le cadre d'un contrat difficilement négociable à court terme. Cette approche complémentaire, présentée en particulier dans le rapport sur l'économie française de 2007<sup>2</sup> sous l'appellation de dépenses « contraintes », a été reprise, affinée et préconisée par la commission « Mesure du pouvoir d'achat des ménages », dans son rapport, remis le 6 février 2008 au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi. Ces dépenses « pré-engagées » comprennent :

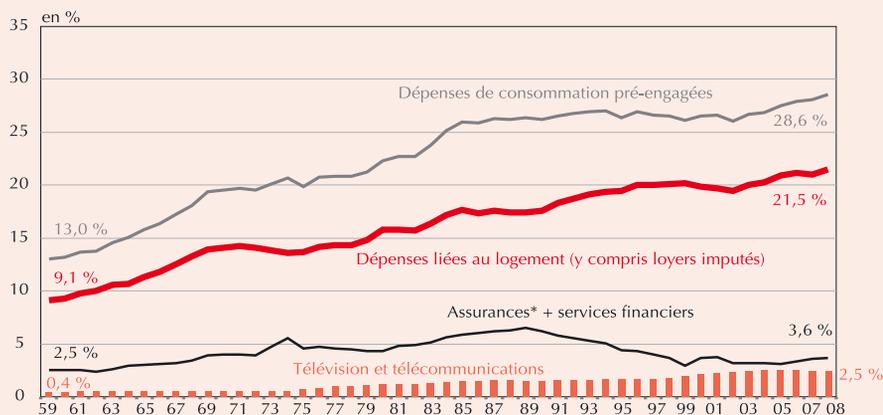
- les dépenses liées au logement (y compris les loyers imputés<sup>3</sup>), ainsi que celles relatives à l'eau, au gaz, à l'électricité et aux autres combustibles utilisés dans les habitations ;
- les services de télécommunications ;
- les frais de cantines ;
- les services de télévision (redevance télévisuelle, abonnements à des chaînes payantes) ;
- les assurances (hors assurance-vie) ;

- les services financiers (y compris les services d'intermédiation financière indirectement mesurés<sup>4</sup>).

La part des dépenses « pré-engagées » représente une fraction croissante du budget des ménages : elle est passée de 13,0 % de leur revenu disponible en 1959, à 28,6 % en 2008, soit une hausse de près de 16 points en 48 ans (figure 1).

La fonction logement explique les trois quarts de cette hausse : sa part grimpe de 9,1 % en 1959, à 21,5 % en 2008, avant d'accélérer sur les six dernières années pour atteindre 21,5 % en 2008. La part des assurances et des services financiers (y compris Sifim) dans le revenu des ménages est plus réduite. Elle a d'abord augmenté, passant de 2,5 % en 1959, à 6,5 % en 1989, avant de revenir à 3,6 % en 2008 en raison de la montée de la concurrence entre établissements bancaires et de la baisse des taux d'intérêts réels, qui s'est accompagnée d'un resserrement des marges bancaires sur les dépôts et crédits. Pour leur part, les dépenses de télévision et de télécommunications sont passées de 0,4 % en 1959 à 1,8 % en 1998, puis ont nettement progressé au cours de la première moitié des années 2000, pour atteindre 2,5 % en 2008.

### 1. Part des dépenses de consommation « pré-engagées » dans le revenu disponible brut



\* Hors assurance-vie.

Source : Comptes nationaux - base 2000, Insee.

2. « La mesure du pouvoir d'achat et sa perception par les ménages » - Lien : [http://www.insee.fr/fr/ffc/docs\\_ffc/ref/ECOFRA07C.PDF](http://www.insee.fr/fr/ffc/docs_ffc/ref/ECOFRA07C.PDF)

3. La comptabilité nationale considère que les ménages propriétaires occupant leur logement se versent un loyer dit « imputé », évalué en référence aux prix pratiqués sur le marché. Ce loyer vient réhausser à la fois le niveau de leur revenu disponible et celui de leurs dépenses de consommation.

4. Les Sifim correspondent à la marge réalisée par les banques sur les rémunérations des dépôts et des crédits.

## 2. Pouvoir d'achat du revenu disponible et pouvoir d'achat du revenu « arbitral » par unité de consommation



Source : Comptes nationaux - base 2000, Insee.

L'alourdissement des dépenses « pré-engagées », notamment à partir de 2003, a pu entretenir chez les ménages le sentiment d'un certain appauvrissement, confortant la perception d'un décalage avec la mesure effective du pouvoir d'achat. Il faut toutefois se rappeler que, sur le long terme, cette montée en puissance s'est effectuée à mesure que le poids des biens de première nécessité (alimentaire et habillement) diminuait dans leur budget, compte tenu d'une élévation générale du niveau de vie.

### Une perte de pouvoir d'achat du revenu « arbitral » par unité de consommation en 2008

De la même manière qu'on calcule un pouvoir d'achat des ménages à partir de leur revenu disponible, on peut définir un pouvoir d'achat du revenu « arbitral ». Ce dernier rapporte l'évolution du revenu disponible après paiement des dépenses « pré-engagées » à celle du prix de la dépense de consommation non « pré-engagée ». Sur longue période, les évolutions du pouvoir d'achat du revenu disponible et du pouvoir d'achat du revenu « arbitral » sont très proches. Les gains de pouvoir d'achat « arbi-

trable » sont néanmoins légèrement inférieurs en raison du poids croissant des dépenses « pré-engagées » dans le budget des ménages : ils progressent de + 1,9 % l'an en moyenne depuis 1974, contre + 2,1 % pour les gains de revenu réel disponible (figure 2).

Revenu disponible et revenu « arbitral » sont des grandeurs macro-économiques. Pour les rapprocher d'une notion plus individuelle du pouvoir d'achat, il faut rapporter leur progression à la croissance démographique. De fait, compte tenu de la croissance de la population, la croissance du pouvoir d'achat par tête est amortie. La croissance du pouvoir d'achat par ménage l'est plus encore, car la progression du nombre de ménages est plus rapide que celle de la population (du fait du vieillissement de la population et de la tendance à la décohabitation). En définitive, la meilleure mesure de la progression moyenne du pouvoir d'achat d'un point de vue individuel consiste à calculer la croissance du pouvoir d'achat par unité de consommation, pour tenir compte de l'évolution non seulement du nombre mais aussi de la composition des ménages<sup>5</sup>.

5. Les besoins d'un ménage ne s'accroissent pas en stricte proportion de sa taille. La taille de chaque ménage en nombre d'unités de consommation est calculée de la façon suivante : le premier adulte compte pour 1 unité de consommation (UC), chaque personne supplémentaire de 14 ans et plus compte pour 0,5 UC et chaque enfant de moins de 14 ans compte pour 0,3 UC. Le pouvoir d'achat par unité de consommation permet ainsi de prendre en considération l'évolution de la structure des ménages.

Au final, les évolutions du pouvoir d'achat « arbitrable » par unité de consommation et du pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation restent voisines (respectivement + 1,2 % et + 1,4 % depuis 1974), y compris sur la

période récente. En 2008, cependant, l'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation est stable alors que celle du pouvoir d'achat « arbitrable » par unité de consommation baisse de 0,7 %.

Le ralentissement de l'activité a pesé sur la masse salariale brute reçue par les ménages et sur les revenus des entrepreneurs individuels. À l'inverse, le ralentissement des cotisations sociales à la charge des ménages a soutenu le revenu disponible brut (à hauteur de 0,2 point), notamment du fait des nouvelles exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires<sup>13</sup>. Au total, les revenus nets d'activité ont contribué à hauteur de 2,2 points à la hausse du revenu disponible brut des ménages en valeur, après une contribution de 2,8 points en 2007 (figure 10).

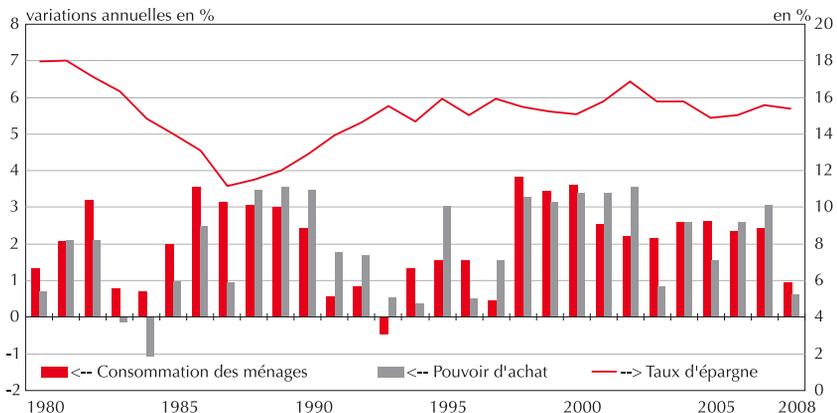
Par ailleurs, les revenus du patrimoine ont continué à ralentir. Les loyers (réels ou imputés) perçus par les ménages décélèrent (+ 3,3 % après + 5,9 %) dans un contexte de stabilisation des prix de l'immobilier. De même, les revenus de la propriété (intérêts et dividendes reçus, nets des intérêts versés) sont moins dynamiques en 2008, notamment sous l'effet du ralentissement des revenus de l'assurance-vie.

Enfin, le total des impôts sur le revenu et le patrimoine (IRPP, CSG, CRDS, ISF...) payés par les ménages progresse plus rapidement qu'en 2007 (+ 4,6 % après + 1,3 %). C'est le contrecoup de la baisse de l'IRPP de l'année précédente, avec la refonte du barème votée dans le cadre de la loi de finances 2007.

### Le ralentissement du pouvoir d'achat a pesé sur la consommation des ménages

La consommation des ménages a ralenti à + 1,0 % en 2008 (après + 2,4 % les deux années précédentes), dans une proportion presque comparable au ralentissement du pouvoir d'achat. Par conséquent, leur taux d'épargne a peu évolué : il s'inscrit en légère baisse à 15,3 %, après 15,6 % en 2007, et 15,1 % en 2006 (figure 11). La relative stabilité du taux d'épargne des ménages français contraste avec l'ampleur du mouvement observé aux États-Unis : outre-Atlantique, le taux d'épargne a crû de 3,4 points entre décembre 2007 et décembre 2008.

#### 11. Le taux d'épargne s'est stabilisé



Source : Insee.

13. Loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

Le ralentissement de la consommation des ménages français touche la plupart des produits. La consommation de produits manufacturés, en baisse de 0,6 % après une hausse de 4,9 % en 2007 est particulièrement sensible à cet ajustement. En effet, nombre d'achats de produits manufacturés, notamment ceux de biens durables, peuvent être reportés ou annulés plus aisément.

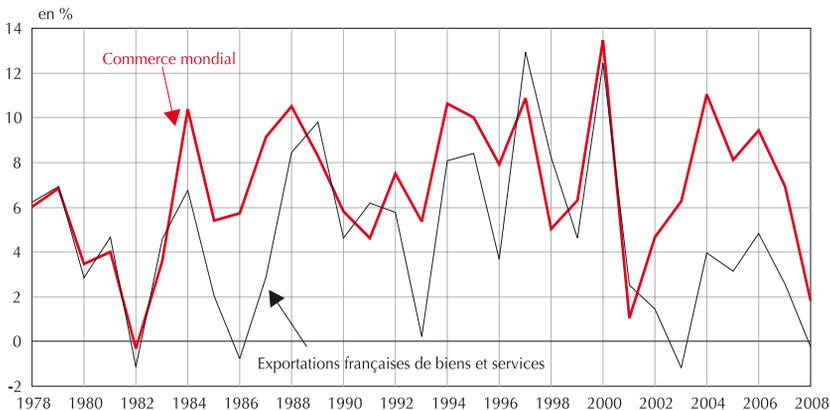
Parmi les biens durables, la consommation d'automobile recule de 3,1 % (soit une contribution de - 0,7 point à la baisse de la consommation en produits manufacturés). La mise en place d'un bonus/malus variable selon les émissions de dioxyde de carbone pour l'achat d'un véhicule a accentué en 2008 la faveur des ménages pour les petites voitures. Cette baisse de gamme conduit à une diminution plus marquée de la consommation des ménages en automobile<sup>14</sup>, que celle des immatriculations (- 0,7 %).

La consommation en produits agricoles et agro-alimentaires stagne (- 0,1 % après + 1,2 %), sous le coup de la forte progression de leur prix. La consommation énergétique, après trois années de baisse, augmente un peu (+ 0,6 %), l'hiver et l'automne ayant été plus froids que l'année précédente. Les dépenses de consommation en services marchands, habituellement peu volatiles, décélèrent nettement à + 1,1 %, après + 2,2 % en 2007 et + 2,8 % en 2006. La consommation de services aux particuliers a ainsi stagné en 2008, après 2,1 % en 2007 et 2,4 % en 2006 et les dépenses de télécommunication ont ralenti.

## Le ralentissement brutal du commerce mondial a pesé sur les exportations françaises

En 2008, le commerce mondial a fortement ralenti, après s'être montré dynamique entre 2002 et 2007. Ce ralentissement est d'autant plus marqué que la crise actuelle touche simultanément la plupart des pays, contrairement à ce qui s'était passé par exemple au début des années 90. Le dynamisme des exportations françaises s'en est nettement ressenti (figure 12). Par ailleurs, l'appréciation de l'euro sur la première partie de l'année 2008 a pesé sur la compétitivité-prix des exportateurs français. L'ensemble des exportations de biens et services a ainsi baissé en 2008, de 0,2 %, après quatre années dynamiques : entre 2004 et 2007, les exportations ont en effet progressé à un rythme moyen annuel de près de 4 %, ce qui est resté tout de même inférieur à celui observé en Allemagne et dans le reste de la zone Euro.

### 12. Croissance des exportations françaises et du commerce mondial



Sources : Insee, OCDE.

14. Alors que les immatriculations additionnent sans les discriminer modèles de gammes inférieure et supérieure, le volume de la consommation des ménages les pondère différemment, un modèle de gamme inférieure ayant un poids moindre.

Le profil infra-annuel a été particulièrement marqué en 2008. Après un premier trimestre dynamique, les exportations de biens et services ont fortement reculé au deuxième trimestre, le commerce mondial s'étant légèrement contracté pour la première fois depuis 2001. Ce recul s'est nettement amplifié au quatrième trimestre, les volumes d'importation de l'ensemble des partenaires commerciaux de la France s'étant brutalement contractés.

### Les exportations d'automobiles ont chuté

La plupart des grands postes d'exportation ont été touchés par le ralentissement, puis l'effondrement du commerce mondial. Ainsi, les exportations de produits manufacturés ont baissé de 1,5 %, après des progressions de 2,5 % et 6,1 % en 2007 et 2006. Cette baisse est principalement due à la chute des exportations d'automobiles (- 10,9 %) et au recul des exportations de biens intermédiaires (-3,8 %). Les exportations d'automobiles se sont effondrées à l'automne (près de - 20% entre le troisième et le quatrième trimestre).

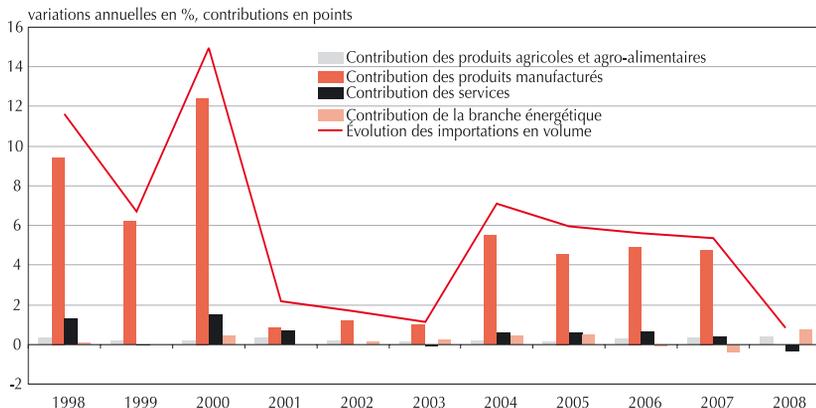
Sur l'ensemble de l'année, les autres produits manufacturés ont davantage résisté. Cependant, cette résistance en moyenne annuelle cache une importante détérioration en fin d'année, à l'exception des biens d'équipement, grâce au dynamisme des livraisons d'Airbus. Au total, par leur importance dans l'ensemble des exportations françaises<sup>15</sup>, les produits manufacturés expliquent à eux seuls la baisse des exportations de biens et services.

Les exportations des autres branches ont fait preuve de résistance. Dans les services, elles s'inscrivent encore en hausse (+ 2,6 %), bien qu'en ralentissement. Les exportations agricoles et énergétiques ont connu un rebond en 2008 après deux années de baisses. Les ventes agricoles ont bénéficié d'une demande mondiale toujours soutenue et de bonnes récoltes en céréales. Elles ont progressé de près de 18 %. Mais dans le même temps, les exportations de produits agro-alimentaires ont fortement ralenti (+ 0,5 % en 2008, après + 1,6 % en 2007 et + 6,3 % en 2006).

## Ralentissement des importations et nouvelle dégradation du solde extérieur

### Les importations dans le sillage de la demande

#### 13. Net ralentissement des importations en 2008



Source : Insee.

15. Les exportations de produits manufacturés représentaient 67 % de l'ensemble des exportations françaises de biens et services en 2007.

Le volume des importations s'est inscrit en net ralentissement, avec une hausse de seulement 0,8 % après 5,4 % en 2007. Cette évolution est largement imputable au retournement des importations de produits manufacturés (figure 13). Le repli de la production manufacturière notamment, débouché important des importations de biens intermédiaires, a pesé sur la demande adressée à l'étranger. Ainsi, les importations de biens intermédiaires se sont inscrites en baisse de 1,9 %, après une hausse de 5,5 % en 2007.

### **Les importations de biens de consommation et de produits alimentaires ont résisté et les importations de produits énergétiques ont nettement augmenté**

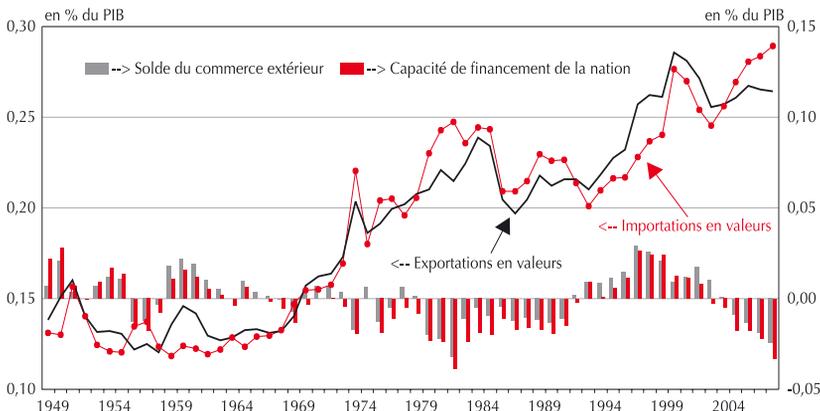
En revanche, d'autres postes d'importations ont continué de progresser sensiblement. Les importations de biens de consommation ont crû de 3,0 %, du fait en particulier d'une hausse des parts de marché des importateurs. Les importations de produits énergétiques ont rebondi (+ 6,2 % en volume) après avoir baissé l'année précédente (- 3,0 %). De fait, le début d'année 2008 a été plus froid que le début de l'année 2007, ce qui s'est traduit dans les dépenses consacrées au chauffage. Le rebond des importations énergétiques n'a toutefois contribué que modérément à la croissance des importations totales.

### **Les déficits extérieurs se creusent**

Avec des importations encore en croissance et des exportations en contraction légère, le solde des échanges extérieurs a pesé sur l'activité en 2008, amputant de 0,3 point la croissance du produit intérieur brut. Cette contribution négative des échanges extérieurs était toutefois plus prononcée l'année précédente, à hauteur de - 0,8 point.

Par ailleurs, 2008 est une année de dégradation des termes de l'échange : les prix des importations (+ 4,0 % en moyenne annuelle), dans le sillage de la hausse du prix du pétrole, ont crû davantage que les prix des exportations (+ 2,8 % en moyenne annuelle). Le déficit du commerce extérieur en valeur s'est donc nettement creusé sur l'année 2008, prolongeant la tendance observée depuis le début des années 2000 (figure 14). Le solde extérieur a atteint - 48,2 milliards d'euros, soit 2,5 points de PIB.

### **14. Creusement du déficit extérieur**



Source : Insee.

À la détérioration du solde des biens et services s'est ajoutée celle du solde des opérations courantes : les bénéfices réinvestis reçus par les entreprises françaises de leurs filiales à l'étranger ont chuté, en particulier pour les banques. Ainsi, le solde des bénéfices réinvestis, positif en 2007 (+1,5 Md€), est devenu très négatif en 2008 (-10,5 Mds€).

Au total, en 2008, le besoin de financement de la nation s'est creusé de 22,8 Mds€ pour atteindre 64,2 Mds€, soit 3,3 points de PIB, un niveau que l'on n'avait pas connu depuis le début des années 1980.

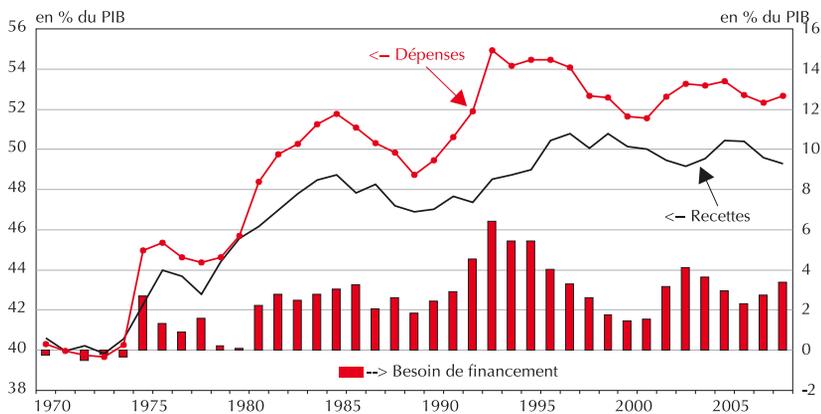
## Dégradation des finances publiques

### ***Le déficit de l'État se creuse, entraînant à la hausse le déficit public au sens de Maastricht.***

Affecté par le ralentissement de l'activité, le déficit public est passé en 2008 à 3,4 % du PIB, contre 2,7 % en 2007 [2]. Cette dégradation de près de 15 milliards d'euros s'explique essentiellement par une aggravation du déficit des administrations centrales. Les besoins de financement des administrations publiques locales et des administrations de sécurité sociale se sont creusés également, mais plus légèrement : respectivement de 0,9 et 0,6 milliard d'euros. Les administrations de sécurité sociale sont en effet restées proches de l'équilibre : les déficits du régime général et des hôpitaux sont presque compensés par les excédents des régimes de retraite complémentaire, des régimes de non-salariés, et du régime de l'assurance chômage.

Les recettes ont progressé moins vite (2,3 %) que les dépenses (3,6 %) (figure 15). Le creusement des déficits publics amorcé en 2007 se poursuit donc et le léger repli de la part des dépenses publiques dans le PIB entamé en 2006 s'est interrompu. Les évolutions de ce ratio demeurent relativement modérées : depuis une quinzaine d'années, le rapport entre dépenses publiques et PIB oscille autour de 53 % et la part des recettes publiques dans le PIB autour de 50 %.

### 15. Besoin de financement des administrations publiques



Source : Insee.

## Les principales mesures fiscales et sociales et leur impact sur l'évolution des prélèvements obligatoires en 2008\*

En 2008, les mesures fiscales et sociales contribuent à diminuer le niveau des prélèvements obligatoires de l'ensemble des administrations publiques de 9,5 Mds€, dont 5,9 Mds€ d'allègements d'impôts et 3,6 Mds€ d'allègements de cotisations sociales. Cela représente au total 0,5 point de produit intérieur brut.

Les principaux allègements d'impôts et de cotisations sont liés à l'entrée en vigueur de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi TEPA). Ces mesures se traduisent par des allègements d'impôts d'un montant de 3,1 Mds€ et de cotisations sociales de 3,3 Mds€. Par ailleurs, les mesures de la loi de finances pour 2008 ainsi que diverses mesures, principalement concentrées sur l'impôt sur les sociétés, se traduisent par une baisse supplémentaire des prélèvements obligatoires de 3,1 Mds€.

### **Ménages : les différentes mesures de la loi TEPA baissent les prélèvements obligatoires des ménages de 5,2 Mds€.**

En 2008, le niveau des prélèvements obligatoires sur les ménages recule de 3,9 Mds€ du fait de nouvelles mesures fiscales.

Les principaux allègements fiscaux sont la conséquence des mesures de la loi TEPA avec l'exonération des heures supplémentaires (-0,2 Md€), le bouclier fiscal étendu à 50 % (-0,4 Md€), le crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunts (-0,3Md€), les allègements sur les droits de successions et de donations (-1,5 Md€) et enfin l'exonération de l'ISF au titre de l'investissement dans les PME (-0,7 Md€). Par ailleurs, sont également intervenues la suppression de l'impôt bourse (-0,3 Md€) ainsi que l'imposition des dividendes au prélèvement forfaitaire libératoire (+1,0 Md€).

Les mesures sur la CSG et les prélèvements sociaux afférents induisent une hausse de la pression fiscale de 0,4 Md€. En effet, le contrecoup de la réforme de la CSG capital (notamment sur le champ et l'assiette des acomptes<sup>1</sup>) réduit les prélèvements obligatoires de 0,6 Md€, mais la mise en place du prélèvement à la source sur les dividendes les augmente de 1,0 Md€.

Par ailleurs, l'exonération de cotisations sociales sur les heures supplémentaires allège de 2,1 Md€ les prélèvements obligatoires sur les ménages.

Enfin, la hausse des taux des impôts recouvrés par les collectivités locales alourdit les prélèvements obligatoires sur les ménages de 0,2 Mds€.

### **Entreprises : les mesures visant à diminuer l'imposition sur les sociétés se conjuguent aux allègements de cotisations sociales.**

En 2008, l'impôt sur les sociétés a diminué de 2,3 Md€, principalement sous l'effet de l'abaissement du taux d'imposition sur les plus-values à long terme (-1,0 Md€). L'« exit tax » (-0,7 Md€), le crédit d'impôt recherche (-0,4 Md€), le crédit d'impôt première accession à la propriété (-0,2 Md€) et la moindre imposition des intérêts capitalisés (-0,1 Md€) y contribuent également.

Mais ces baisses de la pression fiscale sont contrebalancées par la suppression des exonérations de cotisations accident du travail et maladie professionnelle (AT/MT) (+0,4 Md€), les nouvelles contributions sociales sur les stock-options et actions gratuites (+0,3Md€) et l'effet de la réforme des indemnités de mise à la retraite d'office et de départ en retraite (+0,3 Md€).

\* Auteur : Nicolas Hengy, Direction générale du Trésor et de la Politique Économique (DGPE).

1. La réforme de la CSG capital intervenue en 2007 a modifié le mode de calcul des acomptes de CSG sur les produits de placement (l'assiette des acomptes est désormais égale à la totalité des revenus de placement constatés en décembre N-1 et janvier N alors qu'elle n'était égale qu'à 90 % de ce montant auparavant). Le paiement s'effectuant par acompte l'année N puis par régularisation l'année N+1, la modification de ce calcul a donc augmenté les acomptes de 2007 et baissé les régularisations de 2008.

Concernant la taxe professionnelle (TP), l'effet des dispositifs de dégrèvements pour investissements nouveaux (DIN) et de plafonnement de la valeur ajoutée (PVA) bénéficie aux entreprises à hauteur de 2,9 Md€.

(-0,5 Md€) et à d'autres allègements de cotisations patronales, dits « allègements Fillon », dont la neutralisation de la majoration sur les heures supplémentaires (-0,7 Md€).

Par ailleurs, les exonérations de cotisations patronales de Sécurité Sociale progressent de 1,5 Md€ grâce aux exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires de la loi TEPA

Enfin, les hausses de taux des impôts directs locaux par les collectivités locales conduisent à une hausse des prélèvements obligatoires sur les entreprises de 0,2 Md€.

### Les principales mesures fiscales et sociales entrées en vigueur en 2008 et leur impact sur l'évolution des prélèvements obligatoires

en milliards d'euros	
<b>TOTAL</b>	<b>-9,5</b>
<b>Mesures relatives aux impôts</b>	<b>-5,9</b>
<i>dont ménages</i>	<b>-1,8</b>
mesures sur l'impôt sur le revenu	-1,2
mesures CSG	0,4
mesures successions et donations	-1,6
hausse de la fiscalité locale	0,2
autres (mesures ISF, bouclier fiscal étendu à 50%, écopastille, imposition dividendes aux prélèvements forfaitaire libératoire)	0,4
<i>dont entreprises</i>	<b>-4,1</b>
mesures sur l'impôt sur les sociétés	-2,3
taxe professionnelle	-2,9
hausse de la fiscalité locale	0,2
autres (suppression exonération AT/MT, contributions aux stocks options)	0,9
<i>dont autres mesures de fiscalité indirecte</i>	<b>0,0</b>
<b>Mesures relatives aux cotisations sociales</b>	<b>-3,6</b>
<i>dont ménages</i>	<b>-2,1</b>
<i>dont entreprises</i>	<b>-1,5</b>

Source : Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique (DGTPÉ).

### Les recettes des administrations ont progressé de 2,3 % en valeur

En 2008, le taux de prélèvements obligatoires des administrations publiques recule de 0,4 point pour s'établir à 42,8 % (cf. encadré 5). Alors que le ralentissement de l'activité économique commence à peser sur les recettes de TVA et d'impôt sur les sociétés, la masse salariale privée résiste, ce qui permet de préserver les recettes spontanées des administrations de sécurité sociale : sans tenir compte des modifications des législations fiscale et sociale, les prélèvements obligatoires augmentent de 3,1 %, soit un rythme très légèrement supérieur à l'évolution du PIB en valeur.

Le recul du taux de prélèvements obligatoires s'explique donc par des mesures d'allègements de la charge fiscale. Ces allègements résultent, pour 0,3 point de PIB, des mesures prises dans le cadre de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (dite TEPA). En particulier, l'exonération de cotisations sociales salariées sur les heures supplé-

mentaires réduit de 2,1 milliards d'euros les cotisations sociales payées par les ménages. Les allègements sur les droits de succession et de donation s'élèvent à 1,5 milliard d'euros. Les entreprises bénéficient aussi d'allègements, en particulier via des dégrèvements de taxe professionnelle.

**Les dépenses des administrations ont progressé de 3,6 % en valeur.**

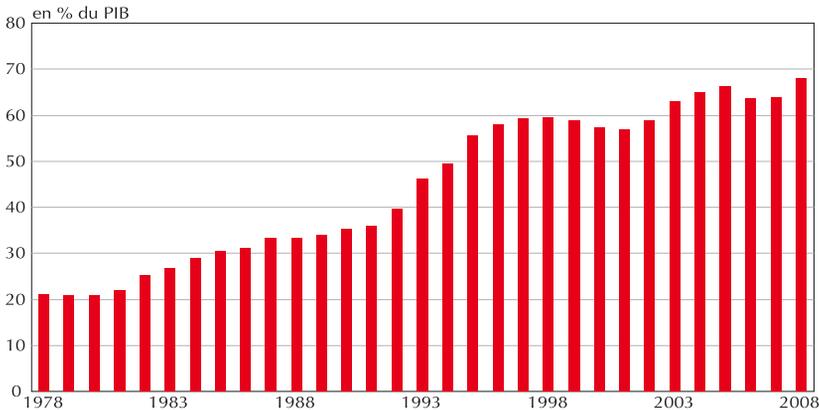
Les dépenses de l'État ont crû de 2,6 %. Les rémunérations versées par l'État se sont repliées de 1,3 %, sous le double impact de la décentralisation de certains postes de l'éducation et de l'équipement (jouant pour environ 1,7 point) et du non-remplacement partiel des fonctionnaires partant à la retraite. En revanche, la progression des pensions de retraites des fonctionnaires d'État est demeurée vive (+ 4,4 %), des générations nombreuses partant en retraite. Enfin, les intérêts versés par l'État ont augmenté de 8,6 % en 2008, poussés par la hausse de l'inflation, qui accroît automatiquement les montants dus au titre des obligations indexées sur l'inflation.

La hausse des dépenses a été plus marquée dans les collectivités locales. La masse salariale progresse de 6,4 %, en partie du fait des transferts de compétences : à champ constant, la hausse demeure de 3,7 %, soit un rythme comparable à l'évolution de la masse salariale privée. Les dépenses des collectivités locales décélèrent toutefois (+ 3,6 %, après la nette hausse de 7,3 % en 2007). Leurs dépenses d'investissement notamment se sont stabilisées en valeur. Enfin, les prestations versées par les administrations de sécurité sociale ont progressé de 4,1 %, comme en 2007. Si les prestations vieillesse ont été dynamiques (+ 5,4 %), les dépenses d'assurance maladie (+ 3,4 % après + 4,0 % en 2007) ont ralenti et les prestations chômage se sont stabilisées en moyenne annuelle.

**La dette publique s'inscrit en nette hausse, le besoin de financement de l'État se cumulant avec des mesures exceptionnelles.**

La dette publique au sens du traité de Maastricht représentait 68,1 % du PIB fin 2008, soit une hausse de 4,3 points par rapport à l'année précédente. La contribution de l'État à la dette publique a notamment progressé de 4,1 points de PIB, pour atteindre 53,1 points de PIB. Au-delà du besoin de financement de l'État, cette hausse a résulté du financement de

**16. Dette publique**



Source : Insee.

la Société de prise de participation de l'État, de la reprise des dettes du Fond de financement des prestations sociales des non-salariés agricoles (0,4 point de PIB) et d'une hausse de la trésorerie de l'État de l'ordre de 0,6 point de PIB. La dette des organismes divers d'administration centrale a augmenté de 0,4 point de PIB, affectée notamment par l'endettement à hauteur de 13 milliards d'euros (soit 0,7 points de PIB) de la Société de financement de l'économie française.

#### *Encadré 6*

### **Principales révisions intervenues sur les comptes de la Nation en 2006 et 2007**

À l'occasion de la publication du compte provisoire 2008, les comptes annuels définitif 2006 et semi-définitif 2007 apportent des révisions aux comptes semi-définitif 2006 et provisoire 2007 publiés l'an passé.

#### **Principales révisions sur l'équilibre emplois-ressources de 2006**

Le PIB augmente de 2,2 % en volume dans le compte 2006 définitif, une hausse inchangée par rapport à celle estimée dans le compte semi-définitif. La hausse en valeur est elle-aussi inchangée : le PIB augmente de 4,7 %, comme dans la précédente campagne. La contribution de la consommation finale à la croissance en volume du PIB est de + 1,7 point, soit une révision de + 0,1 point par rapport au compte semi-définitif, proche de celle de 2005 (+ 1,8 point). La contribution de la FBCF est de + 0,8 point, révisée en légère baisse. Le mouvement est compensé par la contribution des variations des stocks à l'évolution en volume du PIB, désormais neutre en 2006 (- 0,1 point au compte semi-définitif). La contribution négative du solde extérieur est un peu plus importante dans ce compte définitif (- 0,3 point) qu'elle ne l'était dans le compte semi-définitif (- 0,2 point), mais nettement moins importante que dans le compte 2005 définitif (- 0,7 point). Cette moindre contribution négative du commerce extérieur reste le principal facteur d'accélération de l'activité par rapport à 2005.

#### **Principales révisions sur l'équilibre emplois-ressources de 2007**

Dans le compte 2007 semi-définitif, le PIB augmente de 2,3 % en volume, une hausse un peu supérieure à celle estimée dans le compte provisoire (+ 2,2 %), ainsi qu'à celle du compte 2006 définitif (+ 2,2 %). La révision en valeur est un peu plus forte : le PIB augmente de 4,9 %, contre + 4,7 % estimé lors de la précédente campagne.

La FBCF voit sa contribution à la croissance du PIB en volume revue à la hausse de 0,3 point (de + 1,0 à + 1,4 point). La contribution de la consommation est révisée en hausse de 0,1 point à + 1,8 point. Ce léger relèvement porte sur les administrations publiques. Alors que les variations de stocks contribuaient pour + 0,1 point à la croissance dans le compte provisoire, cette contribution est annulée dans ce compte semi-définitif. Enfin, la contribution du solde extérieur est aggravée de - 0,7 point à - 0,8 point.

#### **Des révisions liées aux délais de disponibilité des sources d'information statistique**

Pour un compte semi-définitif, les révisions par rapport au compte provisoire proviennent principalement des révisions des sources d'information sur les comptes des administrations publiques et des sociétés financières, de la disponibilité d'informations fines relatives à la consommation des ménages et de la disponibilité des données du « système intermédiaire d'entreprises » (SIE) dans sa version semi-définitive. Le SIE rassemble les informations statistiques et administratives sur les entreprises non financières issues des déclarations fiscales et des enquêtes annuelles d'entreprises. Il permet d'en effectuer la synthèse. Ces informations détaillées ne sont pas disponibles au moment de la confection du compte provisoire.

Pour un compte définitif, la principale source de révision par rapport au compte semi-définitif provient de la disponibilité des données du SIE dans sa version définitive (soit sur un champ exhaustif). En particulier, la valeur ajoutée des entreprises non financières du compte définitif est calée sur ces données d'entreprises.

## Fiche de PIB en volume, en valeur et en prix

**Tableau A : fiche de PIB en volume, données brutes (évolution en %)**

	Anciennes séries		Nouvelles séries	
	2006	2007	2006	2007
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
Importations	6,1	5,5	5,6	5,4
Dépenses de consommation des ménages	2,3	2,5	2,4	2,4
Consommation des administrations publiques	1,3	1,4	1,3	1,5
Formation brute de capital fixe (FBCF) totale	4,8	4,9	4,1	6,5
<i>dont ménages</i>	<i>7,1</i>	<i>3,0</i>	<i>6,4</i>	<i>5,5</i>
<i>dont entreprises non financières</i>	<i>4,9</i>	<i>7,4</i>	<i>4,2</i>	<i>8,7</i>
<i>dont administrations publiques (APU)</i>	<i>-2,3</i>	<i>1,8</i>	<i>-2,7</i>	<i>4,5</i>
Exportations	5,4	3,1	4,8	2,6
Stocks (contribution au PIB)	-0,1	0,1	0,0	0,0

**Tableau B : fiche de PIB en valeur, données brutes (évolution en %)**

	Anciennes séries		Nouvelles séries	
	2006	2007	2006	2007
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>
Importations	9,2	6,1	9,0	6,1
Dépenses de consommation des ménages	4,5	4,5	4,5	4,5
Consommation des administrations publiques	3,4	3,7	3,3	3,5
Formation brute de capital fixe (FBCF) totale	9,2	8,1	8,4	9,5
<i>dont ménages</i>	<i>14,0</i>	<i>6,6</i>	<i>12,9</i>	<i>9,6</i>
<i>dont entreprises non financières</i>	<i>8,0</i>	<i>10,1</i>	<i>7,3</i>	<i>11,2</i>
<i>dont administrations publiques (APU)</i>	<i>2,2</i>	<i>6,1</i>	<i>1,5</i>	<i>7,8</i>
Exportations	7,7	3,6	7,4	4,0
Stocks (contribution au PIB)	0,0	0,4	0,1	0,1

**Tableau C : fiche de PIB en prix, données brutes (évolution en %)**

	Anciennes séries		Nouvelles séries	
	2006	2007	2006	2007
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>
Importations	2,9	0,6	3,2	0,7
Dépenses de consommation des ménages	2,2	2,0	2,1	2,1
Consommation des administrations publiques	2,1	2,2	2,1	1,9
Formation brute de capital fixe (FBCF) totale	4,2	3,0	4,1	2,8
<i>dont ménages</i>	<i>6,5</i>	<i>3,5</i>	<i>6,1</i>	<i>4,0</i>
<i>dont entreprises non financières</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>	<i>3,0</i>	<i>2,3</i>
<i>dont administrations publiques (APU)</i>	<i>4,6</i>	<i>4,2</i>	<i>4,3</i>	<i>3,2</i>
Exportations	2,2	0,5	2,5	1,4
Stocks (contribution au PIB)	0,1	0,2	0,1	0,1

*Anciennes séries : comptes nationaux annuels publiés le 15 mai 2008.*

*Nouvelles séries : comptes nationaux annuels publiés le 15 mai 2009.*

Toutefois, les mesures d'aide au secteur financier n'ont eu qu'un impact marginal sur la dette publique *nette*<sup>16</sup>. En effet, ces mesures augmentent l'actif des administrations centrales en même temps que leur passif. Au total, la dette publique nette a sensiblement moins progressé que la dette brute, à 61,3 % du PIB fin 2008 après 59,1 % fin 2007. ■

---

16. La dette publique nette est égale à la dette publique au sens du traité de Maastricht diminuée des dépôts, des crédits et des titres de créance négociables (évaluées à leur valeur nominale) détenus par les administrations publiques sur les autres secteurs.

---

### Pour en savoir plus

[1] Aviat A., Houriez G., Mahieu R., « Les comptes de la Nation en 2008 », *Insee Première*, mai 2009.

[2] Brière L., Guyon T., Izzo P., Poiblanç B., Rodriguez E. Uteza A., « Les comptes des administrations publiques en 2008 », *Insee Première*, mai 2009.

[3] Guerrero G., « Loi Galland et prix à la consommation », *Note de conjoncture Insee*, juin 2008.

[4] Insee (2008), « Les salaires en France », Collection Références, édition 2008.

---