

## Le temps des conséquences

"The era of procrastination, of half-measures, of soothing, and baffling expedience of delays is coming to a close. In its place, we are coming to a period of consequences", Winston Churchill, 1936.

### Perspectives 2009-2010 pour l'économie mondiale \*

**L**es délais d'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle ont pu créer un temps l'illusion que l'économie mondiale sortirait sans trop de dommages de la crise qui a éclaté à l'été 2007. Et même si l'économie américaine devait pâtir davantage de ses propres excès que ses homologues européennes plus vertueuses, le dynamisme des pays en développement devait profiter à tous en maintenant finalement la trajectoire des économies à l'intérieur de leurs normes historiques.

Le temps des illusions est maintenant révolu, vient celui des conséquences.

Pertes de richesse, montée de l'aversion au risque, dégradation des solvabilités, résurgence des faillites et du chômage, la récession et ses conséquences se sont généralisées à la quasi totalité de la planète.

Le choc est rude, mais on pourrait se dire après tout que la purge en cours, d'autant plus violente qu'elle serait brève, est une étape incontournable pour refonder le sentier de croissance sur des bases assainies. Rien n'est moins sûr. Les contraintes engendrées par les pertes de richesse et la dégradation des bilans ne se lèveront pas instantanément et, malgré les plans de relance, la cure est partie pour durer. C'est ce que suggère l'expérience japonaise des années 1990.

Depuis l'éclatement de la bulle des *subprime* il y a près de deux ans, la crise s'est propagée à l'ensemble des économies de la planète. Les tendances dépressives se sont d'abord révélées là où la crise a démarré, aux États-Unis, puis ont gagné l'Europe, qui sans avoir été à l'origine des dérives du crédit à risque, s'est trouvée impliquée dans les difficultés bancaires. La crise a franchi une nouvelle étape à la fin de l'année dernière, avec d'un côté l'accélération de la contraction de l'activité là où elle était déjà engagée et de l'autre sa diffusion à nombre de zones émergentes, comme l'Amérique latine, la Corée du Sud ou les dragons d'Asie du sud-est. Et même s'ils ne sont pas entrés en récession, les poids lourds asiatiques, la Chine et l'Inde, subissent un violent freinage de leur croissance.

Cette crise est inédite dans sa profondeur, dans sa synchronisation et dans son étendue. Elle est sans commune mesure avec le choc engendré par le dégonflement de la bulle des nouvelles technologies en 2001 qui ne présentait pas un caractère systémique et dont les conséquences réelles sont restées limitées. Les rythmes de recul des PIB dans les pays développés apparaissent inégalés depuis la Grande Dépression de 1929<sup>1</sup>, emportés par la crise du crédit, la montée de l'aversion au risque, l'ampleur des effets de richesse négatifs et la généralisation aux zones en développement de ces désordres qui démultiplient les effets initiaux du choc.

De mémoire, les prévisions formulées dans ce contexte sont les plus noires qui aient jamais été faites. Le PIB mondial devrait ainsi se contracter en 2009 de 1,5 %, emmené par la plupart des zones du monde. Les pays développés verront ainsi leur taux de croissance s'effondrer à -3,1 % (soit une contribution de -1,7 % à la croissance mondiale), tandis que les économies émergentes ralentiront fortement, à +0,5 %. La Chine et l'Inde resteront épargnées par la récession, mais au regard des performances de ces dix dernières années, une expansion limitée à moins de 5 % constitue une bien piètre performance.

### De la crise financière...

La crise a changé de nature depuis l'éclatement de la bulle des *subprime* aux États-Unis : partie d'un petit segment du crédit aux États-Unis, celui des prêts hypothécaires à risque auprès de ménages insolubles, les difficultés ont gagné l'ensemble du système financier. Le montant en jeu directement lié aux *subprime* est de l'ordre de 500 milliards de dollars. Ce chiffre, en lui-même, est considérable, mais à l'échelle du système financier et des patrimoines du monde, il est négligeable. Rapporté aux 31 000 milliards de pertes de capitalisation boursière ou aux 60 000 milliards de patrimoine des ménages américains, il aurait pu être digéré sans dommages.

La crise a pris une telle ampleur parce que les pertes occasionnées par les *subprime*, au lieu d'être diluées et réparties sur de nombreux portefeuilles, ont été concentrées dans les bilans des banques. Attirées par le rendement des produits structurés issus de ces crédits à risque, produits dont elles étaient les concepteurs, les producteurs et les prescripteurs, les banques ont succombé à l'attrait de la titrisation. Le revers de la médaille est que ces produits ont été l'instrument des institutions bancaires pour échapper aux régulations, un risque transformé en titre n'étant plus inscrit au bilan pour sa totalité, mais seulement à hauteur de l'appréciation qu'en fait le marché sur lequel ce risque est échangé.

Centre de recherche en économie de Sciences Po

69, quai d'Orsay - 75340 Paris Cedex 07  
Tél/ 01 44 18 54 00 - Fax/ 01 45 56 06 15

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

Édité par les Presses de Sciences Po

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

\* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE. L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 10 avril 2009.

1. Cf. Eichengreen et O'Rourke, « A Tale of two depressions », VoxEU.org, 6 avril 2009.

**Tableau 1 : Principales hypothèses et résumé des prévisions**

	Trimestres												Années		
	2008				2009				2010				2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>	96,8	121,5	114,7	54,8	44,3	50	50	50	50	50	50	50	97,2	48,6	50
Matières premières Industrielles en \$ <sup>2</sup>	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	0,5	3,1	3,6	1,7	3,4	1,1	0,5	5,4	-30,0	9,6
<i>Taux de change<sup>1</sup></i>															
1 € = ... \$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,47	1,26	1,25
1 \$ = ... yen	105,3	104,6	107,6	96,0	93,6	100	100	100	100	100	100	100	103,4	98,4	100
1 £ = ... €	1,32	1,26	1,26	1,19	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,26	1,10	1,10
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></i>															
États-Unis	3,2	2,1	2,0	1,05	0,25 <sup>4</sup>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	2,1	0,25	0,25
Japon	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Zone euro	4,0	4,0	4,2	3,4	2,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,9	1,3	1,0
Royaume-Uni	5,3	5,0	5,0	3,3	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7	0,6	0,5
<i>Taux d'intérêt longs<sup>1</sup></i>															
États-Unis	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,6	2,8	2,8
Japon	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,3	1,3
Zone euro	3,9	4,3	4,3	3,5	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	4,0	3,2	3,2
Royaume-Uni	4,5	4,8	4,7	4,0	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,8	4,5	3,4	3,6
<i>Prix à la consommation<sup>3</sup></i>															
États-Unis	4,2	4,3	5,2	1,5	-0,4	-1,6	-3,0	-0,7	0,4	0,8	1,0	1,2	3,8	-1,4	0,1
Japon	1,0	1,4	2,4	1,0	0,0	-0,4	-1,2	-0,7	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	1,4	-0,6	-0,2
Zone euro	3,4	3,6	3,8	2,3	1,1	0,6	0,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,4	3,3	0,7	1,3
Royaume-Uni	2,4	3,3	4,9	3,9	3,0	1,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	3,6	1,6	0,9
<i>PIB en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
États-Unis	0,2	0,7	-0,1	-1,6	-1,3	-0,7	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	1,1	-2,8	0,5
Japon	0,3	-1,2	-0,4	-3,2	-2,1	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,4	-0,8	-5,9	0,3
Zone euro	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	-1,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	-3,3	-0,3
Allemagne	1,5	-0,5	-0,5	-2,1	-1,7	-0,8	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	1,0	-4,4	-0,3
France	0,4	-0,3	0,1	-1,1	-0,7	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,7	-2,3	-0,2
Italie	0,3	-0,6	-0,7	-1,9	-1,4	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	-1,0	-3,9	-0,4
Royaume-Uni	0,3	0,0	-0,7	-1,6	-1,6	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,3	0,3	0,4	0,7	-4,2	-0,4
<i>Importations de marchandises en volume, cvs<sup>2</sup></i>															
Monde	0,8	0,4	0,9	-6,7	-6,8	-2,2	-1,1	-0,4	0,4	0,7	0,9	1,0	3,2	-12,6	0,3
Pays industrialisés	0,8	-0,4	0,1	-4,8	-4,1	-2,4	-1,3	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8	0,5	-10,1	-0,5
PED	0,9	1,8	4,9	-9,7	-11,3	-1,8	-0,6	0,1	0,8	1,0	1,3	1,3	8,1	-17,0	1,8
<i>Balances courantes en points de PIB, cvs<sup>1</sup></i>															
États-Unis	-5,0	-5,1	-5,0	-3,7	-3,9	-3,7	-3,6	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-4,7	-3,7	-3,6
Japon	4,0	3,9	3,0	1,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	3,2	0,6	0,8
Zone euro													-0,7	-1,5	-1,3

1. Moyenne sur la période.

2. Période/période précédente, en %.

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

4. Depuis le 16 décembre 2008, le taux objectif des Fed Funds est fixé entre 0 et 0,25 %.

Sources : Pétrole (Brent) et taux de change : relevé des cotations quotidiennes. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Taux courts à 3 mois : papier commercial aux États-Unis, certificats de dépôts au Japon, EURIBOR pour la zone euro, interbancaire au Royaume-Uni. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'état à 10 ans pour la zone euro, obligations d'état à 10 ans au Royaume-Uni. Prix à la consommation : indice des prix à la consommation harmonisé pour la zone euro et le Royaume-Uni. Prévision OFCE avril 2009.

En tant que tel, ce mécanisme permettait de s'affranchir des règles prudentielles. Il est devenu destructeur avec l'instauration d'un climat d'euphorie engendré par la bulle immobilière, qui a poussé de manière évidente à la sous-évaluation des risques pris. Une fois le point de non retour dépassé, l'éclatement de la crise avec son cortège de faillites a conduit à la paralysie du marché interbancaire, miné par la défiance des intervenants les uns vis-à-vis des autres, chacun ignorant jusqu'où l'autre était impliqué. Cette mécanique infernale a obligé les États à mettre en place des plans de sauvetage du système financier, menacé d'effondrement.

### ... à la crise réelle

Même si ces interventions ont atténué les tensions sur le marché interbancaire à partir d'octobre 2008, les banques ont resserré les conditions de crédits aux ménages et aux entreprises. Malgré les plans de sauvetage, la situation du système financier, et en particulier celle des banques, reste précaire. Les pertes de fonds propres ont été considérables, résultant d'abord des *subprime*, puis de la chute des bourses et enfin des défauts de paiement qui ont augmenté du fait d'une croissance en berne, de la multiplication des faillites d'entreprises et de l'insolvabilité d'un plus grand nombre de ménages. Dans ces conditions, la capacité du système financier à abonder l'économie se trouve diminuée. Les recapitalisations ont simplement permis d'éviter l'effondrement du système mais ne permettent en aucune façon de fournir les nouvelles ressources nécessaires au financement de l'économie. Ensuite, par un mouvement de balancier récurrent, les établissements financiers sont devenus beaucoup moins enclins que par le passé à prendre des risques, d'autant que leur situation financière les forcera à une longue convalescence. Les pertes accumulées devront être absorbées et pendant ce laps de temps, les banques, tout en ne coupant pas complètement les vannes du crédit, seront plus sélectives, privilégiant une rentabilité sécurisée à un risque même mesuré.

Par ailleurs, indépendamment de ces effets restrictifs liés aux conditions d'offre des banques, la crise financière réduit également la solvabilité et la richesse des emprunteurs. La baisse cumulée des bourses et de l'immobilier, ainsi que les moindres perspectives de croissance, réduisent la richesse des emprunteurs non financiers – ménages et entreprises – et donc leur capacité à lever des fonds auprès du système bancaire comme auprès des marchés boursiers et obligataires. Sans connaître de situation de rationnement, les débiteurs subissent une augmentation de leur prime

de financement externe. Ainsi, les taux obligataires privés restent élevés, en dépit des baisses des taux directeurs des banques centrales. Seules les entreprises les mieux notées jouissent d'une amélioration de leurs conditions de financement et bénéficient de taux comparables à ceux d'avant la crise (4,3 % dans la zone euro). La donne a par contre radicalement changé pour les autres. Les entreprises moins bien notées (par exemple BBB par Moody's) sont ainsi contraintes d'émettre des obligations à des taux supérieurs à 10 % alors même que le taux de la BCE est passé de 4,25 % en octobre 2008 à 1,25 % en avril 2009. Pour échapper à cette pénalité imposée par les marchés, les grandes entreprises se tournent de plus en plus vers leurs banques, évinçant par un mécanisme de vases communicants les petites et moyennes entreprises, qui étaient déjà exclues des financements de marché. Cet effet de composition propre au mécanisme d'accélérateur financier s'observe dans la zone euro. L'ensemble des nouveaux crédits accordés aux SNF progresse – montrant bien au passage que le spectre d'un *credit crunch* souvent agité n'est pas à l'ordre du jour – mais ces crédits profitent uniquement aux grandes entreprises et pas aux PME qui ont vu leur financement se tarir.

L'entrée dans un tel processus est éminemment dangereuse car elle crée les conditions d'enclenchement d'une spirale récessive. La matérialisation du risque de crédit, au travers de faillites ou de défauts de paiement des emprunteurs, justifie après coup l'aversion au risque... et l'encouragement. Le processus devient ainsi autoentretenu : face à la montée des risques, les banques optent pour les signatures jugées solides, les États ou les grandes entreprises, quitte à renoncer à une grande part – voire à la totalité en achetant des bons du Trésor américain – de leur rémunération, évinçant les petites et moyennes entreprises. Les défauts de paiement et les faillites de PME, privées de financements, s'étendent justifiant et renforçant le bien fondé de la pusillanimité des banques.

La situation des ménages est également préoccupante. Face à la montée du chômage, aux pertes de richesse et à un sentiment d'insécurité économique au plus haut, les ménages augmentent leur taux d'épargne. Celui-ci est déjà passé de 0 à 3 % en 2008 aux États-Unis et l'on anticipe une hausse de 1,5 point entre 2007 et 2010 en zone euro. Les pertes de richesse se cumulent sur presque tous les segments du patrimoine des ménages : actions, obligations privées, immobilier. L'effondrement de la capitalisation boursière est spectaculaire : il représente par exemple

70 % du PIB en France et 60 % aux États-Unis comme au Japon. Aux États-Unis, cette perte de richesse est principalement supportée par les ménages directement par le biais de la détention d'actions mais aussi de façon indirecte puisque les ménages sont exposés au travers des fonds de pension, des produits d'assurance-vie et des fonds d'investissement. Comparativement, les pertes directes enregistrées par les ménages de la zone euro sont d'une ampleur bien moindre. Les chiffres disponibles uniquement jusqu'au troisième trimestre 2008 font état d'une perte de 1085 milliards sur les actions (soit environ 12 % du PIB de la zone). À cela s'ajoutent seulement 228 milliards liés à leurs actifs intermédiés (2,5 % du PIB). Certes, les systèmes de retraite en Europe accordent une part plus généreuse à la répartition qu'outre-Atlantique, mais on ne peut cependant pas exclure qu'une partie des pertes aient été pour l'instant absorbées par les sociétés d'assurance et qu'elles seront *in fine* transmises aux ménages.

La montée du taux d'épargne, conjuguée à la stagnation – voire à la baisse des revenus en termes réels – brident les dépenses des ménages. La consommation en biens durables et les achats de logement sont particulièrement touchés car ils pâtissent de la raréfaction de l'offre de crédit et, s'agissant d'une demande de remplacement, peuvent matériellement être différés dans le temps. En s'effondrant de 30 % en glissement annuel au début de 2009 dans l'ensemble de l'OCDE, les immatriculations de véhicules neufs sont symptomatiques de ce mécanisme.

### « Ils ne mouraient pas tous,...

Les pays émergents, qui jusqu'au troisième trimestre 2008 ont plutôt bien résisté à la crise financière mondiale, ont vu leurs économies plonger au quatrième trimestre 2008. La thèse du découplage, selon laquelle un plus grand dynamisme interne des économies en développement devait se substituer au moins partiellement au freinage de l'activité dans les pays développés, s'est éteinte d'elle-même. L'effondrement des prix des produits de base à partir de la mi-2008 a tari une source de revenu majeure pour les pays producteurs. Le retrait des investisseurs internationaux et la chute induite des taux de change assèchent les canaux de financement d'économies dont la dépendance à l'épargne externe est structurelle et alourdissent la charge des agents endettés en devises, privant du même coup ces économies d'une part grandissante de leurs ressources internes. L'effondrement du commerce international, d'une ampleur inégalée depuis 50 ans, ajoute aux difficultés, en particulier dans les pays qui ont

fondé leur développement sur l'exportation de produits manufacturés, comme les pays d'Asie. La Chine et l'Inde échapperont à la récession au sens propre, mais n'auront pas une croissance à même de contrebalancer le déclin dans les autres zones, de sorte qu'en moyenne la richesse produite dans le monde reculera en 2009.

### ...mais tous étaient frappés »

La simultanéité des conjonctures contribue à leur brutalité. Un même choc, lorsqu'il se produit dans un seul pays, en économie ouverte, a un effet inférieur à celui qui surviendrait à grande échelle, c'est-à-dire dans une grande économie fermée, en l'occurrence ici l'économie mondiale. La dilution d'un choc « isolé » par les liens existant (principalement le

canal du commerce international), fait qu'au lieu d'être intégralement absorbé par un pays, il est en partie distribué aux partenaires commerciaux. Lorsque le choc est simultané, les canaux de transmission jouent, mais dans les deux sens, renforçant alors l'impact sur chaque pays, comme s'il était en économie fermée. Ceci peut expliquer en partie la difficulté d'anticiper le déroulement de la conjoncture et la sous-estimation systématique de la réduction de l'activité par les indicateurs habituels. Calibrés sur des chocs principalement isolés, ils ne peuvent prendre correctement en compte un choc simultané. Dans ce contexte de globalisation, des plans de relance concertés auraient aussi des effets supérieurs aux plans actuels non coordonnés.

## Une crise longue et dure

Les pertes de richesse des agents économiques sont aujourd'hui considérables. Cet élément est déterminant pour la construction du scénario de sortie de la récession. Dans l'hypothèse où la richesse perdue se reconstituerait rapidement, cet épisode récessif pourra être effacé rapidement comme l'a été celui de l'éclatement de la bulle Internet. La croissance mondiale pourra alors renouer avec des rythmes de 5 % l'an, justifiant le niveau de capitalisation boursière élevé atteint en 2000 ou en 2007 (graphique). Une forte croissance mondiale et une forte capitalisation boursière sont les deux facettes d'une même perspective : la promesse crédible d'un futur plus prospère.

L'autre hypothèse est celle où la richesse perdue ne se reconstitue pas. La capitalisation boursière s'établirait à ses niveaux du milieu des années 1990 ou du creux de 2003. Ces perspectives de profits plus réduits pourront découler d'un partage de la valeur ajoutée moins favorable au profit, d'une modération des risques pris dans le financement des projets, d'une meilleure valorisation du risque, d'un moindre recours à l'effet de levier, c'est-à-dire de tous les éléments qui ont pu faire croire pendant quelques années (de 2003 à 2008 ou de 1996 à 2000) que les profits courants des entreprises pouvaient laisser espérer des perspectives aussi porteuses dans l'avenir. Ce scénario est celui que nous considérons comme le plus probable. Il comporte des implications fortes pour les perspectives de croissance à moyen terme. La première est que la révision à la baisse de la croissance implique une révision du niveau de dette soutenable et donc une phase de désendettement. Cela jouera négativement sur la croissance jusqu'au moment où la dette sera à nouveau jugée soutenable. La réduction de la dette est dans ce cas la stratégie internalisée des agents économiques et pas simplement la décision de leurs créiteurs.

La seconde implication est que la perte de richesse aura un impact sur le comportement des ménages. Ceux d'entre eux qui sont concernés vont devoir soit accepter de perdre une richesse dont ils savaient qu'elle était virtuelle, soit reconstituer leur patrimoine par une épargne plus grande. Cela implique une augmentation de l'épargne et donc une baisse de la consommation à court et à moyen terme. Mais une partie de la richesse perdue peut ne pas être imputée sur le compte des ménages. Pour des raisons contractuelles – dans le cas des placements à capital garanti par exemple – la perte peut être portée par les intermédiaires financiers. Or, ces institutions financières ne possèdent pas aujourd'hui de fonds propres à la hauteur

**Tableau 2 : Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

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

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.

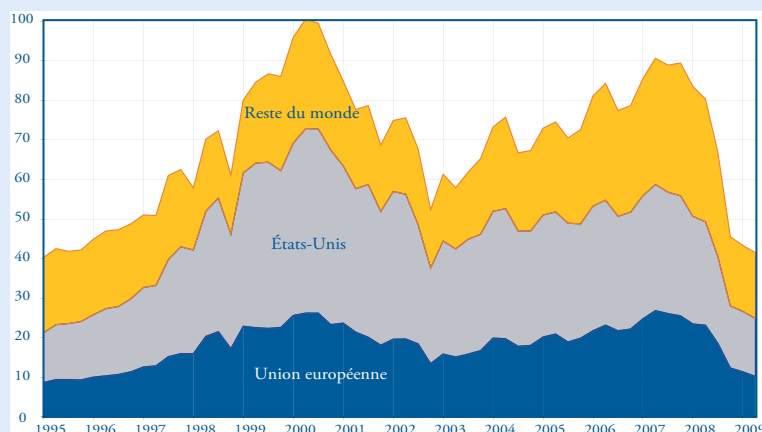
2. Croatie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2009.



**Graphique : Capitalisation boursière en % du PIB mondial**



Source : Datastream.

de la garantie qu'ils sont censés fournir. La seule solution est de garantir *via* l'État, et donc la dette publique, ces promesses intenable mais cristallisées dans des institutions financières. La charge en revient alors à l'impôt.

C'est ainsi qu'une fraction non négligeable de la perte de richesse pourrait se transformer en dette publique, en tout cas dans le scénario où la richesse ne se reconstituerait pas seule. Cette dette publique s'ajouterait bien évidemment aux sommes consacrées à la relance, aux effets des stabilisateurs automatiques sur les déficits publics et aux montants apportés en compensation des pertes sur les produits financiers toxiques. Ce scénario ressemble fortement à celui du Japon des années 1990. Après un choc négatif de richesse, celle-ci ne s'est pas reconstituée ce qui s'est traduit par une décennie perdue et l'enlèvement dans la déflation. La dette publique financière nette s'est accrue de 70 points de PIB et la croissance moyenne a été autour de 1 % par an.

### Plans de relance *a minima* en Europe

La politique budgétaire a été largement mobilisée pour contrecarrer les tendances dépressives à venir. Avec un plan de relance de 5,6 % du PIB répartis sur

trois ans (2008 à 2010), les États-Unis ont adopté une stratégie budgétaire offensive face à la crise. La stimulation budgétaire au niveau de l'UE 27, bien inférieure, représente 1,4 point de PIB sur la même période, soit quatre fois moins qu'aux États-Unis. La zone euro, qui représente 73 % du PIB de l'UE 27, contribue à la hauteur de ce poids à la relance globale en 2009, mais à près de 90 % en 2010. Au sein de la zone euro, l'Allemagne, l'Espagne, le Luxembourg et la Finlande tirent la relance avec des plans supérieurs à 3 points de PIB en moyenne. À l'inverse, la France, l'Italie et le Portugal apparaissent en retrait. L'Irlande contribue négativement à la relance en adoptant une politique procyclique.

Pour les pays de l'UE 27 qui ne sont pas dans la zone euro, des contraintes pèsent sur la stabilité de leur monnaie et sur leur capacité d'endettement. C'est le cas de la Hongrie mais aussi dans une moindre mesure du Royaume-Uni qui pourrait faire les frais d'une relance trop agressive. Le Royaume-Uni, qui présente un plan de relance équivalent à celui de la moyenne européenne (1,4 point de PIB), concentre l'intégralité de son effort en 2008.

L'argument des différences d'impact des stabilisateurs automatiques est souvent

avancé pour justifier des plans de relance moins ambitieux. Afin de comparer le volontarisme de chaque pays à relancer son économie, nous avons corrigé cet effet en prenant l'hypothèse que l'élasticité de la variation du solde conjoncturel à la variation de *l'output gap* était de 0,5 dans tous les pays. Pour les pays anglo-saxons, cela revient à supposer qu'une partie des mesures budgétaires discrétionnaires vise à combler le manque d'amortisseurs sociaux. En effet, pour les pays de la zone euro ayant des systèmes sociaux développés, ces mesures ne peuvent être considérées comme de la relance pure car elles sont équivalentes à des mesures non discrétionnaires propres au fonctionnement du système social européen. Finalement, en corrigeant des différences institutionnelles entre pays, l'impulsion budgétaire en 2009 reste quand même près de 3 fois supérieure aux États-Unis (1,8 point de PIB) par rapport à celle de la zone euro (0,7 point). Elle se situe à un niveau intermédiaire au Royaume-Uni (1,3) et au Japon (1,2) (tableau 3).

En 2010, l'impulsion budgétaire serait pratiquement neutre dans la zone euro et au Royaume-Uni. Si au Royaume-Uni, cette impulsion est cohérente avec le fait que la politique de relance est uniquement concentrée sur 2009, dans la zone euro, cela signifie que les plans de relance seraient contrebalancés par des politiques d'austérité. Aux États-Unis, selon les prévisions de déficit public et d'*output gap* en 2010, l'impulsion budgétaire serait de -3 points de PIB alors même que le plan de relance américain devrait soutenir la croissance de 2,4 point de PIB. Pour atteindre son objectif de réduction de déficit en 2010, les États-Unis vont devoir prendre des mesures budgétaires restrictives (plus de 5 points de PIB) qui vont largement dépasser les effets positifs des politiques de relance. Les États-Unis, qui ont été les plus incisifs dans la relance mondiale, seront sûrement aussi ceux qui appliqueront le plus rapidement et avec le plus d'intensité des politiques d'austérité pour éviter une dérive de leurs finances publiques. ■

**Tableau 3 : Quelle impulsion budgétaire ?**

En point de PIB

	Variation du solde public			Variation de <i>l'output gap</i>			Variation du solde public conjoncturel			Impulsion budgétaire		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Zone euro	-1,2	-3,3	-1,2	-1,3	-5,3	-2,3	-0,6	-2,7	-1,2	0,6	0,7	0,1
Royaume-Uni	-2,8	-4,8	-1,4	-2,1	-7,0	-3,2	-1,0	-3,5	-1,6	1,8	1,3	-0,2
Japon	0,0	-4,8	-0,6	-2,0	-7,1	-0,9	-1,0	-3,6	-0,5	-1,0	1,2	0,1
États-Unis*	-2,0	-4,7	1,7	-1,9	-5,8	-2,5	-0,9	-2,9	-1,3	1,1	1,8	-3,0

Note : Nous décomposons ici la variation du solde public (SP) en une partie conjoncturelle (SPC) et une partie structurelle (SPS). La variation du SPC correspond à la moitié de celle de *l'output gap*. La variation du SPS correspond aux résidus ( $\Delta SPS = \Delta SP - \Delta SPC$ ). L'impulsion budgétaire (IB) correspond aux variations du déficit structurel ( $IB = -\Delta SPS$ ).

\* Hors TARP

Source : Comptabilités nationales, OCDE, calculs et prévisions OFCE

# France : la mer se retire

## Perspectives 2009-2010 pour l'économie française

Après avoir résisté un semestre, l'économie française a flanché au cours de la deuxième partie de l'année 2008, n'échappant pas au repli général dû à la conjonction de chocs économiques violents, concomitants et mondiaux qui se sont succédé depuis l'été 2007.

Le principal choc résidait dans l'envolée du prix des matières premières. Celle-ci est la principale responsable du regain d'inflation qu'ont connu les économies occidentales en 2008. Absorbé principalement par les ménages, ce choc inflationniste a pesé sur leur pouvoir d'achat et limité leurs dépenses. Ce mécanisme étant également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux et notamment européens, cela a provoqué un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. Au total, le choc inflationniste aura coûté plus d'un point de croissance à l'économie française en 2008. À titre de comparaison, les retombées économiques de la crise financière pour la France en 2008 ont été deux fois moindres que celles liées à l'accélération des prix, et finalement d'une ampleur comparable à celle résultant de l'appréciation de l'euro ou de l'amorce de la contraction des prix de l'immobilier.

Après un recul du PIB de -1,1 % au quatrième trimestre, les enquêtes de conjoncture confirment pour le premier trimestre 2009 la poursuite du repli de l'activité. Si contrairement à celui des ménages, le niveau de confiance des industriels a longtemps résisté aux événements de 2007, laissant espérer une sortie rapide de ce ralentissement, celui-ci a lâché prise depuis neuf mois. La crise financière et ses répercussions sur l'environnement économique international affectent désormais de façon très concrète les entreprises et les ménages français. L'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans les enquêtes auprès de l'industrie, des services, du bâtiment et des ménages, suggère que l'économie française devrait connaître un nouveau repli au cours du premier trimestre 2009.

### Désendettement, déstockage et effet de richesse

Si l'année 2009 devait souffrir des mêmes maux que ceux observés en 2008, leur hiérarchie pourrait changer, modifiant alors la perspective d'analyse et les remèdes.

C'est ainsi que l'envolée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires, qui a donné à l'inflation un profil spectaculaire, était en grande partie due à des mouvements de rattrapage ou spéculatifs. Sous l'hypothèse que le prix du pétrole se stabilise autour de 50 dollars le baril et que les produits alimentaires rejoignent un rythme de hausse plus conforme à leur évolution de long terme, l'inflation devrait continuer sa décrue spectaculaire entamée depuis la mi-2008. Cette inversion de tendance ne compensera certes pas les pertes passées du pouvoir d'achat mais limitera son effet asphyxiant pour les salariés français et européens.

Malheureusement, le desserrement de la contrainte inflationniste sera couplé à de fortes destructions d'emplois et à un effondrement de la valeur du patrimoine net des ménages.

Sur le marché du travail, dans la lignée du quatrième trimestre 2008, les pertes d'emplois dans le secteur marchand s'accroîtraient en 2009 en lien avec la forte décélération prévue de l'activité. Nous envisageons une baisse de l'emploi marchand de plus de 940 000 d'ici la fin 2010, dont les deux tiers en 2009. Dans ce contexte de forte dégradation du marché du travail, la politique de l'emploi, par l'intermédiaire du traitement social, ne jouera pas son rôle de « stabilisateur » du chômage. Après avoir amplifié la hausse du chômage en 2008, les nouveaux emplois aidés dans le secteur non marchand permettront tout juste de revenir au niveau observé en début d'année 2008. Le recul conjoncturel de la population active sera finalement le principal amortisseur du chômage. Cela ne sera toutefois pas suffisant et ce dernier devrait progresser avec près de 800 000 pertes d'emploi d'ici 2010, soit la plus forte progression observée au cours des 25 dernières années.

Le retournement simultané des marchés financier et immobilier a par ailleurs un impact direct sur la richesse nette des ménages. Alors que cette dernière n'a cessé de progresser au cours des dix dernières années, atteignant près de 8 fois le revenu disponible brut (RdB) des ménages en 2007, une perte de richesse nette de 36 points de RdB est enregistrée en 2008. Nous envisageons une poursuite de cette correction – de près de 200 points de RdB – de la richesse nette des ménages d'ici 2010.

Ainsi, l'ampleur des répercussions des crises financières et immobilières sur l'économie réelle réduira le pouvoir d'achat des ménages dépourvus d'emploi et incitera les autres à épargner davantage.

Après avoir fortement baissé entre 2002 et 2008, le taux d'épargne devrait augmenter respectivement de 0,7 et 0,5 point en 2009 et 2010 retrouvant alors son niveau de 2002 à l'horizon de notre prévision (16,9 %). Sous ces hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 0,5 % en 2009 et 0,8 % en 2010 après 1,3 % en 2008, rythme peu soutenu et très inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,4 %) et au cours des 10 dernières années (2,6 %).

Jusqu'alors épargné par le retournement, l'immobilier français semble emboîter le pas de ses homologues anglosaxons et espagnol en fin d'année 2008. Le prix de l'immobilier dans l'hexagone devrait connaître une correction significative d'ici à la fin 2010 (-23 %), permettant aux rendements locatifs de combler l'écart enregistré depuis 2006 avec les rendements obligataires. Ce retournement ferait baisser l'investissement des ménages de 4,2 % en 2009 et 2,1 % en 2010, amputant la croissance française de 0,7 point en 2009.

Enfin, si dans notre scénario central la crise financière ne dégénère pas en crise systémique ni même en *credit crunch*, son impact sur l'activité française sera très important en 2009 (près de 2 points de PIB). La grande lenteur de la normalisation du marché interbancaire, conjuguée à une hausse du risque de défaut, conforte les banques dans leur stratégie de durcissement des conditions d'accès au crédit. Cette stratégie adoptée dans un contexte de dégradation des profits, d'un surplus record de capacités de production et d'un fort endettement des entreprises, devrait inciter ces dernières à freiner leurs investissements.

Le surplus de capacités de production se traduira non seulement par un report ou une annulation massifs de leurs projets d'investissement mais aussi par un fort déstockage. La formation brute de capital fixe des sociétés non financières devrait baisser de près de 10 % en 2009 et 2010, après avoir augmenté de 7,3 % en 2007 et de 1,4 % en 2008, recul trois fois supérieur à celui observé à la suite de l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. Cette baisse de l'investissement, corolaire du désendettement, permettra une remontée du taux d'auto-financement des entreprises de près de 20 points à l'horizon de notre prévision.

De son côté, le mouvement de déstockage amorcé en fin d'année 2008 devrait perdurer tout au long de 2010,

**Tableau 1 : Quelques résultats significatifs**

	Évolutions trimestrielles								2008 2009 2010		
	2009				2010						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	-206	-215	-105	-71	-70	-43	-21	-3	139	-513	-273
Nombre de chômeurs* (en milliers)	171	152	109	109	50	56	55	59	-155	482	308
Taux de chômage* (en %)	8,4	9,0	9,3	9,7	9,9	10,1	10,3	10,5	7,4	9,1	10,2
Déflateur de la consommation (en %)	0,0	0,2	0,2	0,3	0,27	0,31	0,33	0,35	2,8	0,5	1,1
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,0	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	1,0	1,6
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	0,0	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	1,0	1,6
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,1	1,3	1,4
Taux d'épargne (en %)	15,7	16,1	16,5	16,8	16,7	16,8	16,8	16,9	15,6	16,3	16,8
Taux d'épargne financière (en %)	5,5	6,1	6,6	7,0	7,0	7,1	7,2	7,2	5,1	6,3	7,1
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	28,7	28,4	28,3	28,3	28,4	28,6	28,8	29,0	30,3	28,4	28,7
Taux d'investissement (en %)	19,2	18,8	18,2	17,7	17,3	17,0	16,7	16,5	19,7	18,5	16,9
Taux d'autofinancement** (en %)	52,4	50,0	52,3	55,5	57,7	59,7	63,2	66,8	54,9	52,5	61,8
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-3,4	-6,0	-7,6
Taux de prélèvement obligatoire (en %)									41,9	41,5	41,2
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	4,2	3,2	3,2
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	4,6	1,3	1,0

\* au sens du BIT.

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

	Niveau (prix chaînés) 2007	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance		
		2009				2010				2008	2009	2010
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 634	-0,7	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,7	-2,3	-0,2
Importations	535	-2,4	-1,4	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,6	0,5	2,0	-5,1	0,0
Consommation des ménages	928	0,3	-0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	0,5	0,8
Consommation des administrations	369	0,7	0,8	0,8	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	1,5	2,6	1,9
FBCF totale, dont :	344	-2,5	-2,2	-1,8	-1,5	-1,3	-1,0	-0,4	-0,3	0,3	-6,8	-4,8
- Sociétés non financières	191	-3,9	-3,7	-3,2	-2,9	-2,3	-2,0	-1,1	-0,7	1,4	-10,3	-9,0
- Ménages	86	-1,4	-1,3	-1,0	-0,7	-0,6	-0,2	0,1	-0,1	-1,1	-4,2	-2,1
- Administrations	51	1,5	1,5	1,5	1,5	0,6	0,6	0,6	0,6	-1,2	1,7	3,8
Exportations	494	-3,2	-1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,5	0,7	0,7	1,1	-7,7	-0,2
Variations de stocks (contrib.)		-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-1,1	-0,1
Demande intérieure totale hors stocks	1 658	-0,2	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	1,1	-0,5	-0,1

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

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

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2009				2010				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	-2,7	-1,8	-1,1	-0,3	0,5	0,7	0,8	0,9	6,4	-2,6	0,4
Prix des concurrents en devises (en %)	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	6,1	6,1	2,2
Prix du pétrole en \$	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	97,2	50,0	50,0
Prix des importations en euros (en %)	-1,1	-0,6	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	-5,0	-0,6
Prix des exportations en euros (en %)	0,7	-0,6	-0,5	-0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,3	-2,6	0,2
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-12,8	-13,0	-13,1	-13,1	-12,9	-12,5	-11,9	-11,2	-55,1	-52,0	-48,5

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



rendant faible la probabilité d'un rebond technique l'année prochaine. Les variations de stocks devraient contribuer très négativement à la croissance en 2009 (-1,1 point de PIB) (tableau 4).

Ces différents chocs ne sont pas propres à la France mais communs à l'ensemble de l'économie mondiale : son effondrement provoque une chute sans précédent de la demande étrangère adressée à la France. Couplé à une baisse de l'activité en France, nous anticipons un recul du commerce extérieur français en 2009 et 2010. Nous prévoyons une baisse des importations et des exportations de respectivement -5,1 % et -7,7 % en 2009 traduisant l'enlèvement dans la crise et amputant la croissance française de 0,6 point.

Au total, l'économie française en 2009 devrait connaître sa plus forte récession depuis les années 1930.

Au cours de l'année 2010, l'activité devrait croître de nouveau mais à un rythme très faible, insuffisant pour parler de reprise. Au désendettement des agents privés, certes moins marqué qu'en 2009, viendrait s'ajouter l'amorce de celui des agents publics. Afin de limiter la dérive des finances publiques, l'impulsion budgétaire fortement expansionniste en 2009 (0,8 point de PIB) ferait place à une impulsion neutre en 2010.

En moyenne annuelle, le PIB reculerait de 2,3 % cette année et de 0,2 % en 2010. Le taux de chômage devrait repartir à la hausse et atteindre 9,8 % à la fin de 2009 et 10,7 % fin 2010 contre 7,8 % fin 2008. De son côté, le déficit public devrait s'établir respectivement à 6,1 % et 7,2 % en 2009 et 2010 portant la dette de l'État à 75,8 % du PIB en 2009 et 81,8 % en 2010 contre en 68,0 % en 2008.

## La France résiste mieux que ses principaux partenaires européens

La période récente (2006-2008) se caractérise par des performances françaises inférieures, pour la première fois depuis la mise en place de la monnaie unique, à celles enregistrées dans le reste de la

zone euro. Cette moindre performance est en partie due à des politiques budgétaires moins restrictives en zone euro qu'en France, permettant à la zone euro de combler son retard de croissance accumulé depuis 2002 avec l'hexagone.

Pour autant, l'économie française semble mieux armée que ses principaux partenaires pour affronter cette crise économique et ce pour plusieurs raisons :

En premier lieu, l'économie française connaît une moindre exposition extérieure que ses partenaires : le commerce international est un vecteur puissant de transmission de la crise, l'effondrement du commerce mondial pèsera lourdement sur les pays les plus ouverts, à l'instar de l'économie allemande. La plus forte exposition extérieure couplée à une politique de compétitivité ont permis à l'économie allemande de profiter pleinement de la croissance mondiale au cours des 10 dernières années. La stratégie de désinflation compétitive de l'Allemagne lui a permis de gagner des parts de marché sur ses partenaires. Aussi, contrairement à ce qu'on a pu observer dans les autres pays européens, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance allemande (0,6 point contre -0,5 en France). Mais cette stratégie a renforcé la dépendance de l'Allemagne vis-à-vis du commerce extérieur, et le retournement de la conjoncture en 2009 et 2010 pénalisera davantage l'économie allemande en amputant la croissance de 3,2 points contre 1,2 point en moyenne en zone euro et 0,6 pour la France.

Deuxièmement, le modèle social français étant plus développé que chez nos voisins (avec 2,8 points de PIB de dépenses sociales en plus par rapport à la moyenne de la zone euro - 4 points de PIB de plus qu'en Italie, 9,2 points de plus qu'en Espagne), cela dote les ménages français de filets de sécurité plus conséquents, appréciable en période de fort ralentissement de l'activité. Au cours des deux prochaines années, cette plus forte socialisation du revenu atténuera les pertes de pouvoir d'achat dans l'hexagone, limitant l'ajustement nécessaire sur les

dépenses de consommation des ménages, principal moteur de l'activité.

Par ailleurs, les agents privés français sont comparativement moins endettés que leurs homologues européens : cela vaut pour les ménages dont le taux d'endettement net a atteint 97 % du RdB en 2007, niveau légèrement inférieur à celui observé en moyenne dans les grands pays de la zone euro (98,2 %). Ce ratio devient inquiétant en Allemagne (105 %) mais surtout en Espagne où il dépasse les 130 %. Ce constat vaut également pour les entreprises. Certes leur endettement a progressé au cours de la dernière décennie mais se situe encore à un niveau très inférieur (53,7 % du PIB) à celui des entreprises italiennes (58,4 %) et surtout espagnoles (106 %), se traduisant par une contribution plus négative de l'investissement total (productif et logement) dans ces deux pays en 2009.

À l'image des agents privés, et malgré un modèle social plus généreux, à l'exception de l'Espagne, l'État français est également moins endetté que ses homologues européens : la dette financière nette de la France est de 34,4 % du PIB contre 46,8 % pour l'ensemble de la zone euro. L'effort de désendettement, privé comme public, sera alors moins important en France qu'ailleurs en zone euro.

Parallèlement à un moindre endettement global, la part des actifs financiers dans le patrimoine net total des ménages français est moins importante qu'ailleurs en Europe (35 % en France contre 44 % en Allemagne et 38 % en Italie), ce qui les expose moins aux fluctuations boursières.

Enfin, même si le marché du travail en France s'est fluidifié au cours de la dernière décennie, avec un développement significatif du recours à l'intérim et aux CDD courts, le pourcentage de salariés en CDD est encore 2,6 fois plus important en Espagne et le développement du temps partiel en Allemagne se situe à 10 points au-dessus de celui de la France. Un emploi plus protégé et moins précaire permet de limiter les fluctuations de pouvoir d'achat et d'épargne de précaution. Conjugué à un modèle social plus généreux, cela permettra à la consommation en France de continuer à contribuer positivement à la croissance en 2009 (0,3 point) contrairement à la moyenne européenne (-0,4 point). ■

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

Moyenne annuelle

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

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

### Abonnements

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

### Directeur de la publication :

**Jean-Paul Fitoussi**

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

Mise en page : Valérie Richard

Imprimerie Bialec, Nancy

Prix : 4,50 €