



La rentrée économique 2007 : questions en débat

Tous les pays de la zone euro ne sont pas égaux devant la hausse de leur monnaie, l'opposition entre les performances à l'exportation de l'Allemagne et les pertes de parts de marché à l'exportation de la France est devenue emblématique. Ce constat nourrit un débat de politique économique : Convient-il, pour préserver les parts de marché des exportateurs français, de compenser la hausse de l'euro par un allègement de leurs coûts de production, du coût du travail en particulier, ou faut-il agir sur leur spécialisation industrielle ? La première voie est celle du gouvernement actuel, alors que les arguments en faveur de la seconde voie semblent déterminants.

La crise des « subprime » vient encore assombrir les perspectives de croissance. Malgré leur importance limitée (13% du marché du crédit immobilier américain), ce qui n'était à l'origine qu'un problème spécifique aux Etats-Unis a fini par devenir un problème mondial du fait, non seulement de la diffusion des risques inhérents à ce marché à l'ensemble du système financier mondial, mais surtout de l'impossibilité pour les acteurs de les localiser avec certitude. La question de la régulation financière à l'échelle mondiale resurgit donc. En effet, si la probabilité d'un étranglement du crédit (« credit crunch ») et d'une explosion des taux d'intérêt semble, pour l'instant, faible, d'ores et déjà les activités financières les plus risquées se financent difficilement ou avec des primes de risque élevées, et certains établissements financiers ne survivent qu'au prix du soutien des banques centrales et de leurs homologues.

L'économie française a été l'une des économies les plus affectées par la révision à la baisse des prévisions de croissance de septembre. Le ralentissement de sa croissance est intervenu dès le second trimestre 2007, la consommation des ménages en reste le seul soutien significatif du fait du fléchissement inattendu de l'investissement des entreprises, et cela malgré la gestion extrêmement stricte des coûts unitaires du travail par les entreprises. Il convient de noter que la croissance actuelle de l'emploi, qui contribue fortement à la croissance des revenus, résulte d'une baisse marquée de la productivité par salarié, baisse que ses déterminants usuels expliquent mal depuis 2006. Par ailleurs la situation des entreprises reste caractérisée par la forte croissance de leur endettement, malgré le fléchissement de leurs investissements. Ceci constituerait un facteur de fragilité si la conjoncture s'orientait durablement vers une baisse du rythme de croissance et une hausse des taux d'intérêt.

Ce tableau pose la question des marges de manœuvre dont peut disposer la politique économique. En reportant de 2010 à 2012 l'objectif de restauration de l'équilibre des comptes publics, le gouvernement s'est donné un ballon d'oxygène, avant le retour espéré d'une croissance de 3 % en 2009-2010. Or les turbulences de la conjoncture internationale et la faible capacité de relance du « choc » fiscal de 2007, érodée par l'importance des avantages accordés aux plus hauts revenus (fuite par l'épargne financière) font douter de la réalisation de ce scénario. Le respect des engagements européens de la France, tels qu'inscrits dans le plan de stabilité notifié à la Commission Européenne apparaît donc difficile, alors même que celle-ci s'appête à prendre la présidence de l'Union. Le gouvernement a donc toutes chances de se trouver, après les élections municipales, devant le choix d'ouvrir une crise européenne ou de lancer un plan d'austérité, et d'en subir les conséquences en termes de croissance et d'emploi.

I. LA CONJONCTURE MONDIALE AU PERIL DES DESEQUILIBRES FINANCIERS

Les prévisions de la croissance 2007 ont été particulièrement chaotiques. En milieu d'année, le constat que le ralentissement de la croissance mondiale, attendu pour la fin 2006, ne s'était pas réalisé a conduit à une révision à la hausse des prévisions ; la performance 2007 (5,2 %) égalera celle de 2006 et ce rythme devrait se maintenir en 2008. Toutefois, par rapport au consensus antérieur des conjoncturistes, ce résultat résulte de deux évolutions opposées : La persistance inattendue d'une croissance soutenue de la zone euro (15% du PIB mondial) : 2,6 % attendus en 2007 et en 2008, et la décélération, plus forte qu'annoncée, de l'économie américaine (20 % du PIB mondial) de 3,3 % en 2006 à 1,8 % prévu en 2007, la croissance de la Chine (11,2% en 2007, 10,5% en 2008), de l'Inde (9,0 % en 2007, 8,4 % en 2008) et de la Russie (7,0 % en 2007, 6,8 % en 2008) restant très forte comme prévu. A la fin de l'été ces prévisions de croissance, sans être profondément modifiées, sont corrigées à la baisse pour tenir compte des signes d'essoufflement apparus à la fin du premier semestre, puis du choc financier engendré par la crise immobilière américaine.

L'économie mondiale continue donc d'être tirée par le dynamisme des pays asiatiques, dont les effets haussiers sur les prix des matières premières sont en partie compensés par la baisse des prix des produits manufacturés, ainsi que par le regain de croissance de la zone euro. Toutefois la persistance du déficit de la balance courante américaine fait reposer la soutenabilité de ce rythme de croissance sur la capacité de l'économie américaine à préserver sa progression et donc à capter les 2/3 environ de l'épargne mondiale, et notamment de l'épargne asiatique.

Evolution des balances courantes

% PIB	Etats-Unis	Zone euro	Japon	Chine	Moyen orient
2001-2005	- 5,0	0,4	3,1	9,7	9,8
2006-2007	- 6,8	0,2	3,8	11,5	24,1

Source : OFCE

L'accumulation des excédents commerciaux des pays asiatiques et du Moyen Orient a entraîné une forte augmentation de leurs réserves de change, passées de 1 417 MD\$ en 2002 à 2 974 MD\$ en 2006 (dont 702 MD\$ pour la seule Chine). Du fait de leur importance, la rentabilité et le risque des placements de ces réserves sont devenus un enjeu économique ; la dépréciation du dollar a incité les pays excédentaires à réduire la part de cette devise ; ainsi la Chine qui détient désormais le quart des réserves mondiales de change, a fait passer depuis 2006 la part des emplois en dollars de 70 % en 2001 à moins de 60 % en 2006¹. Les pays du Moyen Orient poursuivent la même politique ; celle-ci ne peut être menée que très progressivement car ces arbitrages exercent une pression à la baisse du dollar. Par ailleurs, dans le but d'améliorer la rentabilité de leurs placements, ces pays réduisent progressivement l'importance des emplois en titres de la dette publique américaine au profit d'investissements en titres d'entreprises (*voir encadré*).

¹ Toutefois, la baisse du poids du dollar dans les réserves de change est en partie optique, car elle résulte de la baisse de la valeur du dollar par rapport aux autres devises dans lesquelles sont investies ces réserves.

Un « patriotisme économique » européen ?

Les fonds d'investissement et les établissements financiers à capitaux publics des pays émergents à excédents commerciaux, notamment ceux des pays asiatiques et du Moyen Orient, connaissent une expansion rapide. 25 fonds publics sont recensés, disposent de plus de 2500 MD\$ de capitaux. En juin 2005, un fonds chinois avait déjà tenté de prendre le contrôle de la septième compagnie pétrolière américaine, tentative qui avait échoué devant l'opposition du gouvernement américain. En mai 2007, un fonds chinois a pris 10 % du capital du fonds LBO américain Blackstone, en juillet 2007, une banque publique chinoise, China Development Bank, et un fonds public singapourien, Temasek, ont annoncé leur intention d'acquérir 10 % du capital de la banque britannique Barclay's. L'Allemagne a annoncé son intention d'obliger les investisseurs étrangers à notifier, pour autorisation, leur intention d'entrer au capital d'entreprises stratégiques allemandes (même non cotées) et d'étudier avec les banques la création d'un fonds destiné à les préserver d'OPA hostiles.

Le commissaire européen au commerce, Peter Mendelson, a réagi, en juillet 2007, en déclarant « nous devons trouver un moyen pour que, d'un côté, l'UE garde le contrôle sur ses industries sensibles, mais, de l'autre côté, reste attractive pour les investisseurs étrangers, y compris les fonds d'Etat » (cité par Les Echos du 24/07/07). Pour atteindre cet objectif, l'instauration d'actions à droit de veto (« golden shares ») est jugée par le commissaire comme un instrument approprié. Cette prise de position marque une inflexion sensible de la position traditionnelle de la Commission européenne.

Au total, la nouvelle donne mondiale a tout à la fois provoqué un très fort gonflement des liquidités mondiales — la masse monétaire mondiale a plus que doublé durant les 6 dernières années — et a orienté prioritairement ces liquidités vers les marchés financiers, au détriment de l'économie réelle. La sphère financière, et notamment les bourses mondiales, le marché des fusions-acquisitions et les interventions des fonds d'investissement ont été les principaux bénéficiaires de ces évolutions qui ont contribué à effacer les effets du krach de 2001. Mais les taux de change avec les pays asiatiques, résultats de cette nouvelle donne, avec la Chine en particulier, n'apparaissent pourtant pas satisfaisants pour les Etats-Unis qui considèrent que leurs monnaies sont artificiellement sous-évaluées ; en réponse, ces pays ont abandonné le principe d'un taux de change fixe avec le dollar, mais n'ont accepté qu'un glissement très mesuré et très lent de leur monnaie par rapport au dollar afin de ne pas compromettre la rentabilité de leurs investissements à l'étranger.

Les risques du carry trade

Le *carry trade* est l'opération qui consiste à s'endetter dans sa monnaie nationale pour investir ou réaliser des placements financiers à l'étranger où les perspectives de rendement sont plus élevées. Selon la théorie standard des taux de change, ce comportement serait irrationnel, car ces taux sont censés résulter notamment des différentiels d'inflation : ce que l'emprunteur gagne sur les taux, il devrait le perdre sur le change (principe dit des parités non couvertes). Mais cette théorie n'a jamais fonctionné ; ainsi dans le cas japonais, la banque centrale n'a pas de raison d'accroître ses taux car les perspectives d'inflation sont faibles (les prix à la consommation n'ont augmenté que de 0,1 % en 2006) et on ne constate pas de risque de surchauffe.

Toutefois, lorsque les anticipations se retournent, la pratique du *carry trade* est profondément déstabilisante comme l'a montré le précédent d'octobre 1998. Les prévisions de baisse du dollar ont alors entraîné un débouclage brutal des positions en dollars, entraînant une baisse de celui-ci de 15 % en quelques jours ; la baisse actuelle du yen s'expliquerait au moins en partie ainsi, les positions de *carry trade*, surtout détenues par les *hedge funds*, étant essentiellement sur la relation yen-dollar.

La question de la maîtrise des parités de change, dans un contexte d'abondance de la liquidité mondiale, est donc au cœur du débat de politique économique. La FED considère que sa responsabilité dans la défense du dollar n'est pas engagée. Son analyse repose sur trois propositions : D'une part, le déficit de la balance courante américaine ne deviendra un problème véritable que lorsque la valeur de la dette extérieure (essentiellement libellée en dollars) deviendra supérieure à celle des actifs américains à l'étranger (essentiellement libellés en monnaies étrangères). La baisse du dollar améliore donc la position extérieure des Etats-Unis (elle s'est réduite depuis 2002, malgré l'ampleur croissante des déficits extérieurs). La poursuite de la baisse du dollar devrait donc permettre à l'économie américaine d'échapper à l'instauration d'une politique de rigueur destinée à rétablir sa balance courante². D'autre part, les Etats-Unis considèrent que l'attractivité de l'économie américaine n'est pas entamée et enfin et surtout, que la faiblesse du dollar résulte d'abord de l'insuffisance de la croissance et de l'épargne du reste du monde. Les critiques de la position américaine considèrent que le problème du dollar est le problème des Etats-Unis, dont la capacité d'épargne est insuffisante (le taux d'épargne des ménages américains étant même redevenu négatif depuis 2006) en sorte que la croissance des Etats-Unis repose surtout sur le maintien de leur capacité d'endettement, en partie compromise par la crise financière d'août 2007.

La nouvelle donne conjoncturelle rend le dollar extrêmement sensible aux anticipations de croissance de l'économie américaine. Classiquement, un ralentissement de la croissance, en diminuant l'augmentation de la demande intérieure, et donc des importations, contribue au redressement de la balance commerciale, ce qui diminue la pression sur le dollar. Du fait de la mondialisation des mouvements de capitaux, à ce mécanisme se superpose un second, plus prégnant aujourd'hui, qui fait que les variations des taux de change sont influencées par l'offre mondiale de capitaux, elle-même déterminée par les écarts de taux d'intérêt. La configuration actuelle des politiques monétaires (assouplissement aux Etats-Unis, durcissement pour la zone euro depuis le quatrième trimestre 2005) devrait donc amplifier l'écart entre les taux américains et européens, continuant de pousser à la baisse le dollar.

Les autres grands pays industrialisés ne peuvent donc attendre de la FED la mise en place d'une politique les préservant d'une hausse contreproductive de leur monnaie. Le G7 et la BCE (Banque Centrale Européenne) soutiennent très largement le point de vue de la FED en considérant qu'il n'y a pas lieu à une action coordonnée sur le marché des changes³, la BCE considérant de plus que le danger inflationniste ne permet pas d'attendre un assouplissement durable de sa politique monétaire⁴ en raison des tensions sur les prix (pétrole et matières premières notamment), et cela malgré le ralentissement de la croissance européenne, les retombées de la crise immobilière américaine (*voir encadré*) sur le système financier mondial et les effets sur la compétitivité des exportations européennes d'une hausse de l'euro de plus de 60 %, depuis son point bas d'octobre 2000 (0,825 \$).

² Daniel Cohen (« L'odyssée du dollar faible » Le Monde du 18/01/07), considère que le rééquilibrage financier de l'économie américaine passe par l'affaiblissement inéluctable du dollar. Une dévaluation du dollar de 35 % améliore l'endettement net des actifs à l'étranger et permettrait de réduire significativement son déficit commercial : une baisse de 10 % du dollar le réduirait de 1%, une baisse de 35 % le réduisant de moitié. Voir aussi Anton Brender et Florence Pisani, « Les Etats-Unis peuvent-ils s'endetter sans limites » Alternatives Economiques n° 281 septembre 2007.

³ Contrairement à ce qui est souvent affirmé, la BCE ne se désintéresse pas du taux de change de l'euro, mais pratique une politique asymétrique en faveur de l'euro fort dont elle apprécie les vertus désinflationnistes. Ainsi, lorsque, en octobre 2000, l'euro a atteint son point bas historique (0,825 \$), elle est intervenue sur le marché des changes en vendant des dollars.

⁴ Selon Eurostat, l'inflation dans la zone euro a légèrement dépassé l'objectif de 2 % en 2005 ET 2006 (2,2 %), mais l'inflation sous-jacente – hors alimentation et énergie – n'a été que de 1,4 % sur cette même période. Elle s'est effectivement accélérée depuis le quatrième trimestre 2006, atteignant alors 1,5 % puis 1,8 % au premier trimestre 2007 ; la hausse de la TVA allemande (+ 3 points, dont 1 point pour compenser une baisse équivalente des charges sociales) explique en grande partie ce « dérapage » ; selon l'INSEE, elle est responsable d'un accroissement (non récurrent) de 0,3 point de l'inflation de la zone euro pour les cinq premiers mois de 2007.

L'une des raisons qui déterminent le point de vue de la BCE tient probablement au fait que tous les pays de la zone ne sont pas égaux devant la baisse du dollar, du fait de spécialisations industrielles différentes : ainsi l'Allemagne, qui a apporté un vigoureux soutien à la position de la BCE, est relativement préservée, car ses exportations sont caractérisées par une faible élasticité prix, alors que la France, qui conteste la politique de la BCE, subit une érosion de ses parts de marché à l'exportation. Le gouvernement allemand a toutefois fait observer, en juin 2007, que si l'euro devait dépasser le niveau de 1,40 \$, elle considérerait que celui-ci n'est plus à son « juste prix »⁵ ; la hausse des salaires qui semble s'amorcer en Allemagne, hausse que l'INSEE caractérise comme « un des événements majeurs de cette année » (Note de conjoncture de juin 2007) pourrait conduire, à terme, l'Allemagne à assouplir sa position de principe, bien que ce virage apparaisse comme difficile à négocier, vu la rigidité de la position de son gouvernement sur le statut de la BCE.

Evolution des exportations de biens et services des grands pays industriels

En %	2004	2005	2006	2007	2004-2007
Etats-Unis	8,4	6,8	8,9	5,0	32,4
Japon	13,9	6,9	9,6	6,8	42,5
Royaume-Uni	4,6	7,9	11,6	- 4,8	19,9
Allemagne	2,3	7,1	13,4	8,6	34,9
Italie	- 2,2	0,0	5,4	4,1	7,3
France	3,3	3,2	6,0	3,1	16,5

Source : Note de conjoncture INSEE, juin 2007

Le type de spécialisation de chaque économie nationale induit donc une capacité inégale à bénéficier du regain de la croissance mondiale. Ainsi, pour ne retenir que deux cas opposés, alors que les exportations allemandes sont composées à 45 % de biens d'équipement destinés surtout aux zones en forte croissance que sont l'Asie et les ex-pays de l'Est, les exportations françaises de biens d'équipement ne représentent que 22 % des exportations totales et sont destinées surtout aux pays de la zone euro dont le dynamisme est moindre. La détérioration de la balance commerciale française est devenue inquiétante :

Evolution des soldes commerciaux français

Md€ (caf-fab)	2003	2004	2005	2006
Total*	+ 1,1	- 4,7	- 22,5	- 28,6
dont zone euro	(- 2,4)	(- 6,6)	(- 16,4)	(- 10,6)
Total hors énergie **	+ 18,6	+ 10,4	+ 1,6	+ 3,5
Industrie civile	+ 10,0	+ 1,8	- 4,9	- 3,9
Energie	- 22,6	- 28,6	- 38,6	- 47,5

** FAB-FAB.

** Hors matériel militaire.

Source : Douanes

⁵ Ce niveau a été atteint le 18 septembre 2007, suite à la baisse de 0,5 point des taux directeurs de la FED. Dans son bulletin mensuel de septembre, la banque centrale allemande a relayé les inquiétudes du gouvernement.

La détérioration des exportations françaises à destination de la zone euro est un processus continu depuis 2000. La part de marché détenue par les producteurs français a reculé de trois points (de 16,5 % à 13,5 % en 2006) sur la zone. On ne peut donc imputer à la hausse de l'euro et à l'augmentation du prix de l'énergie la totalité du déficit de la balance commerciale française. Ce constat nourrit un débat entre les partisans d'une politique industrielle plus volontariste, agissant prioritairement sur la spécialisation industrielle (mais ses effets exigent du temps)⁶ et ceux qui considèrent qu'une politique économique agissant sur les coûts de production suffirait. Les éléments disponibles, et notamment la comparaison avec les résultats de l'Allemagne, laissent à penser que le diagnostic des premiers est le plus pertinent.

**Part des exportations françaises de biens et services dans les exportations
en volume de 24 pays de l'OCDE**

	1995	2002	2003	2004	2005	2006	2007 *
France	7,8	7,9	7,6	7,3	7,1	6,9	6,8
Allemagne	15,2	15,0	15,0	15,0	15,2	15,8	16,3
Italie	6,3	4,6	4,3	4,1	3,9	3,8	3,7
Royaume-Uni	7,0	6,7	6,6	6,4	6,5	6,7	6,2
Japon	10,5	9,2	9,8	10,3	10,4	10,5	10,5
Etats-Unis	17,7	15,4	15,2	15,3	15,4	15,4	15,4

* Premier semestre 2007 (calcul MINEFE).

Les effets immédiats de la mondialisation de la circulation des capitaux sont plus directement sensibles sur les grandes bourses mondiales et les concours du système financier (bancaire et non bancaire) que sur l'économie réelle où les répercussions mettent plus de temps à se manifester. Ainsi, en février 2007, lorsque la Chine a pris des mesures pour atténuer les comportements spéculatifs sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen, la répercussion fut immédiate sur les grandes places financières. Les grandes bourses mondiales, en moins d'une semaine, reculèrent de 5 à 6 %, provoquant un report vers les obligations d'Etat américaines dont le taux baissa de 40 points. L'épisode fut vite effacé, mais est significatif. Les conséquences de la crise du segment subprime (*encadré*) du marché immobilier américain ont été plus sévères encore pour les bourses mondiales qui ont reculé, entre le 16 juillet et le 20 août de 6 à 14 % (6 % pour le Dow Jones, 12 % pour le CAC 40 et 14 % pour le Nikkei) et ont provoqué comme en février une baisse des taux longs limitée aux emprunts de bonne qualité.

⁶ La fusion envisagée en août 2007 entre Oséo et l'AII devrait relancer le débat sur l'objectif prioritaire de la politique industrielle française : Innovations portées surtout par les grands groupes, soutien aux PME ou aménagement du territoire.

La crise du marché *subprime* aux Etats-Unis

L'encours des crédits immobiliers aux Etats-Unis est évalué, pour 2006, à 10 200 md\$ et la part des crédits dits « *subprime* » en représente 12,75 % (1300 md\$). Les bénéficiaires de crédits *subprime* sont des ménages à faible revenu et donc très risqués, qui subissent, en contrepartie, une prime de risque qui accroît le taux de leur crédit de 4 points environ par rapport au taux moyen des crédits immobiliers. Malgré son caractère risqué, le marché des *subprime* était considéré comme attractif par les établissements de crédit et avait progressé beaucoup plus vite que le marché *prime* (il ne représentait que 8,5 % des crédits immobiliers en 2001) : en 2006, environ un tiers des transactions ont été réalisées sur le segment *subprime*.

La crise immobilière a entamé la solvabilité des ménages pauvres. Ceux-ci subissent la hausse des taux de crédit (les crédits immobiliers sont à taux variable aux Etats-Unis) alors que les moins values immobilières (latentes) restreignent leur accès au crédit à la consommation (Aux Etats-Unis, comme au Royaume-Uni ou aux Pays Bas, des prêts à la consommation peuvent être adossés sur la valeur de marché des logements, dès lors que cette valeur excède le montant des crédits) : on estime que plus de 20 % des encours *subprime* seront en défaut à la fin 2007, du fait de la hausse des taux. Celle-ci n'apparaît qu'avec retard aux emprunteurs, car les taux des deux ou trois premières annuités (parfois de 1% seulement) sont, en général, très inférieurs à ceux du contrat.

La plupart des grandes banques ont abandonné ce segment du marché immobilier ; par ailleurs, elles avaient réduit drastiquement leurs risques sur les concours déjà consentis en titrisant environ les 2/3 de leur encours. Les obligations émises, ainsi adossées sur des crédits immobiliers de qualité médiocre ou mauvaise, ont été acquises par des banques, des compagnies d'assurance, des organismes de placements collectifs plutôt destinés aux professionnels et surtout par des fonds d'investissement et de pension, notamment par les *hedge funds*, friands de titres à haut rendement, qui se sont même endettés pour les acquérir. L'incapacité des ménages pauvres à rembourser ces crédits a entraîné des difficultés voire la faillite de certains fonds (notamment deux fonds de Bear Stern) et provoqué le gel ou la fermeture temporaire d'OPCVM français. Deux banques allemandes n'ont dû leur survie qu'à la mobilisation des grandes banques de la place, il s'agit de IKB, filiale à 38% de la banque publique KfW et de la Landesbank de Saxe, qui a perdu trois fois ses fonds propres et sera probablement reprise par une autre Landesbank. Une banque britannique, Northern Rock, n'a dû sa survie qu'au soutien de la banque centrale anglaise, mais, à la différence des banques allemandes, sa défaillance ne provient pas de ses engagements immobiliers, mais de l'impossibilité où elle s'est trouvée de se refinancer du fait de la méfiance des prêteurs envers les établissements spécialisés sur les crédits immobiliers.

Selon la FED, la crise du marché *subprime* pourrait coûter 100 md\$ aux banques et aux investisseurs, les *hedge funds* étant particulièrement exposés. Même si une crise systémique est peu probable, ses conséquences sur le système financier américain, et, dans une moindre mesure, sur les banques étrangères, ne sont pas négligeables notamment en matière d'offre et de coût du crédit : la hausse des primes de risque sur ces obligations s'est accrue de 150 pb en quelques mois et surtout les investisseurs finaux, mal informés sur les risques, répondent mal aux offres d'investissement rendant difficile, voire impossible, le financement des opérations à fort levier d'endettement ; ainsi, en un mois, 46 LBO ont dû annuler leurs plans de financement, « collant » les banques arrangeuses avec 60 md\$ de crédits à haut risque.

Les conséquences économiques directes sur l'économie américaine ont toutes chances d'être encore plus significatives. La crise du marché immobilier américain ne s'épuisera pas en quelques semaines car les ménages insolubles vont remettre leurs logements sur le marché, ce qui devrait accroître de 570 000 à 700 000 un stock de 4,2 millions de logements invendus en 2007 contre 2,2 millions en 2004 (les ventes diminueraient de 20 % environ en 2007). Cet excès d'offre devrait renforcer la baisse des prix de l'immobilier et donc conduire les établissements prêteurs à plus de prudence dans l'octroi des crédits pesant ainsi sur la croissance. Comme cette crise s'est accompagnée d'une crise boursière, l'effet de richesse devient significatif : on estime qu'une variation de 1 % de la richesse des ménages américains entraîne une variation de même sens de leur consommation de 0,3 % (0,07 % en France). Le ralentissement de la croissance ainsi devenu prévisible, devrait inciter la FED à diminuer encore ses taux directeurs, un premier signe en ce sens ayant été donné le 18 août, le taux d'escompte ayant été réduit de 0,5 point, relançant la baisse du dollar suivi le 18 septembre par une baisse identique du taux des *fed funds*.

La caractéristique, en apparence surprenante, de cette crise, survenue en août 2007, est la transmission internationale des difficultés d'un segment relativement limité du marché du crédit immobilier américain. Le facteur déclenchant en a été l'annonce par BNP-Paribas, du gel de trois de ses fonds de trésorerie « dynamiques », quelques jours après avoir informé les marchés que les difficultés du marché subprime n'auraient guère de conséquences sur sa situation (ce qui est exact), Axa, pour sa part, n'a pas gelé ses fonds, se portant contrepartie face aux souscripteurs qui souhaitaient vendre. Ces fonds avaient été dopés par la souscription de produits de la titrisation⁷ de crédits subprime de façon à procurer à leurs souscripteurs un rendement supérieur à celui du marché monétaire ; ces fonds sont, en principe, destinés à des placements de trésorerie à très faible risque de la part d'investisseurs institutionnels et de particuliers fortunés, mais alors qu'ils avaient déjà perdu plus de 20 % de leur valeur, leur valeur liquidative ne pouvait plus être calculée avec certitude du fait de l'amenuisement des transactions sur le marché américain. Les pertes finales sur ces fonds de trésorerie ont été relativement faibles : les trois fonds gelés par la BNP du 7 au 28 août n'ont ainsi perdu que 1 à 2 % de leur valeur.

A la différence de la crise boursière de février, la crise d'août a provoqué des tensions importantes sur le marché interbancaire, tensions provoquées par le retrait des banques prêteuses qui jugeaient que, faute d'informations, elles n'étaient plus en mesure d'apprécier les risques des banques emprunteuses. La plupart des banques centrales des grands pays ont en conséquence décidé d'alimenter le marché, les interventions les plus massives étant effectuées par la FED et la BCE (95 md€ le 9 août, 61 md€ le 10 et 48 md € le 13 août). Face à la persistance des tensions, début septembre, les deux banques centrales ont dû intervenir à nouveau. Toutefois la BCE, à la différence de la FED, n'a pas été jusqu'à annoncer qu'elle remettait en question la hausse de ses taux directeurs qu'elle avait laissé prévoir le 2 août, pour le quatrième trimestre 2007, se limitant à en différer le relèvement initialement attendu début septembre.

La crise financière actuelle apparaît donc comme une conséquence de la surliquidité de l'économie mondiale, qui se traduit par des phénomènes successifs de bulles sur les marchés d'actifs, cette fois sur les marchés immobiliers. Cette dernière crise a révélé l'opacité de la répartition des risques, du fait de la complexité des montages financiers, de l'inertie des agences de notation, qui, cette fois encore, n'ont réduit leurs notes qu'après coup, de l'absence de surveillance des hedge funds (non cotés et en général logés dans des paradis fiscaux) et des engagements bancaires sur les « véhicules » de titrisation (ils figurent au hors-bilan des banques) qui ont contribué aux tensions sur le marché monétaire. Au-delà de la crise boursière, la principale conséquence macroéconomique de l'éclatement de la bulle immobilière américaine semble devoir être le risque d'un freinage de la croissance américaine et la diffusion internationale de comportements de crédit plus restrictifs, pour l'instant surtout cantonnés aux financements des opérations les plus risquées (LBO, hedge funds...).

⁷ Les titres correspondants font partie du marché, très internationalisé, des CDO (Collateralized Debt Obligations). Les CDO sont nés aux Etats-Unis au milieu des années 1980 dans le but de transférer les risques supportés par les établissements prêteurs. Ceux-ci regroupent leurs opérations de crédit en « paquets » plus ou moins homogènes qui servent de support (collatéral) à l'émission de titres, en général cotés sur les marchés de gré à gré. Ils sont souscrits, notamment par le canal des yield funds et fonds de trésorerie, par des investisseurs institutionnels et des particuliers fortunés recherchant des rendements supérieurs à ceux procurés par des produits plus « classiques ». Le marché des CDO a déjà subi des crises importantes, en particulier à l'occasion du scandale Enron et de l'attentat des Twin Towers. La baisse des taux obligataires et les contraintes de la régulation bancaire avaient fortement renforcé l'attrait de ces opérations dans les années 2000.

Le Royaume-Uni et l'Espagne touchés à leur tour ?

L'extension de la crise repose sur deux facteurs : la fragilisation du système financier, et le retournement du marché immobilier. Si deux banques allemandes ont été touchées par la crise des subprime, la situation des autres établissements de crédit ne semble pas être compromise, même si les positions prises par ces établissements affecteront, parfois significativement leurs résultats ; quant au marché immobilier allemand, c'est l'un des plus solides d'Europe. La situation au Royaume-Uni et en Espagne soulève plus d'interrogations.

Au Royaume-Uni, le soutien de la Banque d'Angleterre à la banque Northern Rock suscite des interrogations sur les risques effectifs encourus par le système financier britannique. En effet, la doctrine constante de la banque centrale britannique, doctrine encore rappelée deux jours avant son intervention, est celle de la non intervention, sauf si la défaillance d'un établissement de crédit est susceptible de compromettre le système financier dans son ensemble, cette doctrine, par le passé, l'a amené à ne pas intervenir en 1991 lors de la défaillance de la BCCI et, en 1995, lors de la défaillance de la banque Barings. Par ailleurs, le marché du crédit immobilier britannique a des caractéristiques voisines de celles du marché américain : c'est avec l'Espagne, le marché où la hausse des prix a été la plus forte, où les concours à taux variables sont la règle (72 % des crédits contre 22 % en France) et où les ménages sont les plus endettés (deux fois plus qu'en France).

La situation des banques espagnoles n'est pas très claire. Des rumeurs, alimentées notamment par la Northern Rock, font état de la situation difficile de trois banques importantes (Banesto, Banco Pastor et Bankinter). Par ailleurs, la hausse du prix des logements est considérable (presque le double de la hausse française). Même si les ménages espagnols ne sont pas parmi les plus endettés, leur endettement progresse, depuis 2000, de façon explosive, à plus de 20 % par an (11 % en France, 12 % au Royaume-Uni), et le marché immobilier est hypertrophié : la construction annuelle de logements y est équivalente à celle réunie de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni en sorte que le bâtiment pèse lourd dans la croissance, il représente plus de 11 % du PIB, soit environ deux fois plus que dans les autres pays industriels. La fragilité possible de son système financier et la bulle immobilière font de l'Espagne un candidat vraisemblable à l'extension de la crise financière.

II. LA DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE FRANÇAISE

■ Un point haut du cycle de croissance ?

Après une année 2005 calamiteuse, le consensus des prévisions faisait état, à la mi-2007, d'un retour à un rythme de croissance supérieur à 2 % en 2006-2007. Pour satisfaisant que soit ce taux, il restait inférieur à celui de la zone euro, alors que, de 1997 à 2004, la croissance française était constamment plus élevée⁸.

⁸ Depuis mai 2007, le mode de calcul des volumes des comptes trimestriels de l'INSEE, ne repose plus sur les prix de l'année de base (2000 en dernier lieu) mais sur les prix de l'année précédente. L'effet de ce changement de méthodologie est significatif : ainsi la variation de la consommation des ménages était, en 2005, de 2,8 % à prix constant, et de 2,3 % aux prix de l'année précédente et, en 2006, le volume des exportations n'est plus de 6,5 % mais 6,0 %.

Evolution (en %) des principales composantes du PIB

(Prix année précédente)	2004	2005	2006	2007
PIB	2,5	1,7	2,2	2,1
(PIB zone euro)	(1,8)	(1,6)	(2,8)	(2,8)
Conso. Ménages	2,6	2,3	2,3	2,3
Invest. entreprises	4,1	2,7	4,6	5,4
Invest. ménages	3,4	6,2	4,5	0,4
Importations	7,1	5,4	7,0	4,1
Exportations	4,0	3,2	6,0	3,1
(contrib. Commerce ext.)	(- 0,9)	(- 0,6)	(- 0,3)	(- 0,3)
(inflation)	(2,1)	(1,8)	(1,6)	(1,2)

Source : INSEE, note de conjoncture, juin 2007

Le commerce extérieur continue à peser négativement sur la croissance, mais de façon moins intense ; la demande intérieure soutient la croissance, et plus particulièrement la consommation des ménages. Toutefois, l'INSEE, dans sa dernière note de conjoncture observe que sa prévision 2007 repose sur une accélération, au second semestre 2007, de la consommation et souligne que « si la prudence dont ont fait preuve les ménages en ce début d'année devait perdurer, alors le rebond de leurs dépenses pourrait être beaucoup plus modéré que celui inscrit en prévision ; l'accélération de la croissance que nous attendons pourrait alors ne pas se produire ». A ce pari sur le dynamisme de la consommation des ménages, s'ajoutait deux hypothèses favorables à la croissance 2007, qui ne semblent pas devoir se vérifier : celle d'une stabilisation du prix du pétrole à 65 dollars le baril, et celle d'un taux de change de l'euro à 1,34 dollar.

La publication par l'INSEE, en août, des comptes du second trimestre 2007 semble confirmer le biais optimiste des prévisions de juin. Alors que l'INSEE attendait 0,6 point de croissance, celle-ci n'a été que de 0,3 point, ce qui implique un acquis de croissance à cette date de seulement 1,3 %, rendant peu vraisemblable la réalisation de la prévision de l'INSEE de 2,1 % de croissance en 2007 et à fortiori de l'objectif gouvernemental de 2,25 % en 2007 et 2,50 % en 2008. Deux inflexions sont particulièrement significatives : la stagnation de l'investissement des entreprises (au lieu de + 1 % attendu) et l'aggravation du déficit commercial du premier semestre (15,3 md€ après 12,9 md€ au second semestre 2006). Ce repli de la croissance s'est répercuté sur l'emploi qui, pour la première fois depuis la mi-2005, a interrompu sa progression (60 000 emplois créés dans le secteur marchand au second trimestre, contre 113 700 au premier trimestre). Ce refroidissement de la croissance, non anticipé par les conjoncturistes, concerne surtout l'économie française et est peu sensible pour l'ensemble de la zone euro (y compris l'Allemagne). L'OCDE (et la Commission Européenne), qui convergent désormais avec la majorité des conjoncturistes, ont ainsi révisé pour la France, début septembre, leurs prévisions, et, hors effets de la crise des subprime, anticipent désormais une croissance de seulement 1,8 % en 2007 (au lieu de 2,2 %), et cela grâce à un second semestre supposé dynamique (+ 0,6 % au troisième trimestre et + 0,5 % au quatrième trimestre).

■ La situation des ménages

Si le rythme de croissance de la consommation reste soutenu, du moins jusqu'au premier semestre 2007, la situation des ménages se caractérise par des facteurs qui prolongent les tendances antérieures, mais aussi par des évolutions en rupture avec ces tendances.

Éléments du compte des ménages

Variations en volume	2004	2005	2006	2007
Masse salariale brute	1,6	1,5	1,9	2,5
Salaire par tête (SMPT)	1,5	1,1	1,6	2,0
Emploi (ETP)	0,0	0,1	0,5	1,2
Impôts*	1,4	4,1	0,5	-0,5
Revenu disp. Brut	2,4	1,6	2,4	3,2
(taux d'épargne) **	(15,8)	(15,3)	(15,4)	(16,1)
(taux d'épargne financière) **	(6,2)	(5,9)	(5,6)	(6,3)

* Y compris CSDG et CRDS.

** % revenu disponible brut.

Source : d'après la note de conjoncture de l'INSEE, juin 2007

La masse salariale brute reçue par les ménages continue de progresser moins vite que leur revenu disponible, malgré l'amélioration de la croissance du salaire moyen par tête et la reprise de l'emploi résultant de la baisse de la productivité du travail par salarié (1,9 % en 2005, 1,7 % en 2006, 0,9 % en 2007). (Cette évolution de la productivité est surprenante, elle s'explique mal par les facteurs habituels que sont la croissance, la durée du travail et la politique de l'emploi ; le modèle économétrique de l'INSEE fait ainsi apparaître depuis le second trimestre 2006, un résidu inexpliqué proche des 2/3 des gains de productivité). La progression des transferts sociaux ne variant que peu, la décélération des impôts (y compris CSDG et CRDS) en 2006 et leur baisse en 2007 expliquent l'essentiel du différentiel de progression du revenu disponible brut de 2006 et 2007.

Le retour en 2006-2007 d'une croissance plus soutenue de leur revenu disponible (ce qui doit être confirmé) a permis aux ménages de préserver le rythme de croissance de leur consommation sans tirer, comme les années antérieures, sur leur épargne brute (revenu disponible moins consommation). Leur endettement a continué de progresser à un rythme supérieur à 10 % (11,4 % d'avril 2006 à avril 2007), leur solvabilité n'étant préservée que par l'allongement de la durée moyenne des crédits à l'habitat (15,9ans en 2004, 16,7ans en 2005 et 17,6 ans en 2006) ; il semble que l'on atteigne une limite en ce domaine car les banques ont porté la durée maximum de leurs crédits à 50 ans⁹.

⁹ Le marché du logement français est profondément différent du marché américain, ce qui devrait le mettre à l'abri d'une crise de solvabilité des acheteurs : l'essentiel des crédits y sont à taux fixe et la réglementation de l'usure ne permet pas aux banques de consentir des prêts à des acquéreurs difficilement solvables. Toutefois, les caractéristiques du marché français du crédit immobilier tendent à se rapprocher des caractéristiques américaines : l'hypothèque rechargeable a été introduite en 2006 permettant, au fur et à mesure que le crédit est amorti, l'obtention de nouveaux crédits immobiliers ou non, mais, à la différence des marchés anglo-saxons, la valeur du logement hypothéqué n'est pas (pour l'instant) réévaluée en fonction du marché. Par ailleurs, le patronat bancaire revendique la suppression de la réglementation de l'usure. Mais ces spécificités du marché français sont sans effet significatif sur l'évolution récente du prix des logements qui a tous les aspects d'une « bulle » dont le gonflement n'est limité que par la solvabilité des acquéreurs potentiels. Tous les indicateurs montrent que l'année 2007 pourrait être la dernière année de gonflement de cette bulle, et la plupart des spécialistes considèrent que son dégonflement s'opérera en douceur.

Par ailleurs, les effets favorables des allègements fiscaux, concentrés sur les plus hauts revenus, n'ont soutenu que partiellement la consommation, comme l'indique la forte remontée en 2007 du taux d'épargne financière, qui, ces dernières années, avait évolué de pair avec le taux d'épargne brute.

Le regain des créations d'emplois, associé à la faible augmentation démographique de la population active, explique l'ampleur de la baisse du chômage¹⁰.

Variation de l'emploi et du chômage

En milliers (GA)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Pop. active tendancielle	+ 150	+ 125	+ 108	+ 67	+ 29	+ 14 *
Pop. active observée **	+ 319	+ 169	+ 91	+ 35	-20	+ 103
<i>Dont :</i>						
<i>emploi</i>	+ 148	-46	+ 107	+ 159	+ 261	+ 303 ***
<i>chômeurs BIT</i>	+ 162	+ 215	- 16	- 123	- 272	- 200 *

* Estimé par nous.

** L'écart entre la population active tendancielle et la population active observée s'explique par les effets de flexion, de retraites anticipées et préretraites, des stages et des erreurs.

*** La baisse du nombre de contrats aidés annoncée en juillet 2007 pour le second semestre, étant plus forte que celle prévu par l'INSEE, le chiffre de 303000 devrait être diminué. Par ailleurs l'INSEE évalue la diminution du nombre de chômeurs en 2007 entre 100 000 et 300 000.

Source : d'après INSEE, Note de conjoncture de juin 2007

■ La situation des entreprises

Situation des sociétés non financières

% valeur ajoutée	2004	2005	2006	2007
Rémunérations	65,3	65,6	65,6	65,8
Taux de marge	30,6	30,2	30,8 *	30,6 *
Variation taux de marge	- 0,2	- 0,4	0,6	- 0,2
Contribution :				
Productivité	ND	0,8	0,8	0,5
Salaire /tête réel	ND	- 0,7	- 0,9	- 1,1
Coût salarial unitaire	ND	0,0	0,0	0,5
Taux d'épargne	14,5	13,4	11,9	11,6
Taux d'investissement	18,6	18,9	19,5	20,3
Dividendes	16,5	18,1	18,9	ND
Taux d'autofinancement	78,8	70,9	60,7	57,2

* La hausse du taux de marge est due pour l'essentiel à la réforme de la PAC qui a conduit l'INSEE à réduire la valeur ajoutée (transfert des subventions produits en subventions d'exploitation)

Source : d'après la note de conjoncture INSEE de juin 2007

¹⁰ L'INSEE n'a pas encore réévalué ses estimations de chômage (au sens du BIT) pour tenir compte de la dernière enquête emploi. Voir la note Lasaire n° 11 de Jacques Freyssinet : « Controverse sur les chiffres du chômage », février 2007.

L'évolution de la situation des sociétés non financières est caractérisée par l'accentuation de trois tendances déjà à l'œuvre depuis 2002 :

- une relative stabilité du taux de marge, qui résulte d'une gestion très stricte des coûts unitaires du travail ;
- une baisse assez sensible du taux d'épargne¹¹, sous l'effet notamment de la croissance des dividendes distribués (ils sont passés de 13,8 % de la valeur ajoutée en 2002 à 18,9 % en 2006) ;
- dans ces conditions, la reprise, pourtant modérée, de l'investissement a amplifié les besoins de financements externes, encore accru, pour les grandes sociétés cotées¹², par le volume des rachats d'actions effectués dans le but de soutenir les cours de bourse et par les opérations de croissance externe (ainsi en 2006, les acquisitions d'actions ont représenté l'équivalent de 38 % des investissements).

Flux nets de financement et de placement des sociétés non financières

MD€	2003	2004	2005	2006
Obligations et TCN *	13,3	- 14,6	- 1,4	10,5
Crédits	- 13,7	24,9	40,5	53,6
Actions et assimilées	81,5	77,7	75,3	97,6
(Acquisitions d'actions)	(31,9)	(65,9)	(38,6)	(66,8)

* Titres de Créances Négociables (billets de trésorerie...).

Source : INSEE, comptes financiers

L'ampleur des besoins de financement, engendrés pour une partie seulement par les besoins de modernisation de l'appareil de production et par l'accroissement des capacités de production, a conduit à un ré-endettement important des sociétés non financières. Exprimé en % de leur valeur ajoutée, leur encours de dette est passé de 134 % en 2004 à 148 % en 2006, ce gonflement provenant surtout des concours des établissements de crédit. La vulnérabilité financière des entreprises, peu significative actuellement, pourrait apparaître brutalement en cas de ralentissement durable de la croissance ou de forte hausse des taux d'intérêt, renforçant alors le freinage conjoncturel.

¹¹ On passe de l'Excédent Brut d'Exploitation à l'épargne brute en en déduisant, pour l'essentiel, les frais financiers, l'impôt sur les sociétés et le solde des revenus de la propriété reçus et versés (produits de placement, dividendes...).

¹² L'influence des marchés financiers sur le comportement des sociétés cotées est devenue tel, qu'il serait souhaitable que les organismes statistiques éclatent le secteur des sociétés entre les sociétés cotées et non cotées.

III. DISPARITION DES MARGES DE MANŒUVRE DE L'ECONOMIE FRANÇAISE EN 2008 ?

En 2006 le programme de stabilité notifié à la Commission Européenne par le gouvernement avait prévu le retour à l'équilibre des comptes publics en 2010. Pour tenir ses engagements présidentiels le nouveau gouvernement a reculé à 2012 cet objectif se donnant ainsi, pour 2008, une marge de manœuvre supplémentaire de un demi point de PIB. Le nouveau programme de stabilité, annoncé en juillet, et notifié début septembre, a valu au gouvernement, dès son annonce, un rappel préventif de la Commission Européenne au respect des engagements initiaux.

L'ancien et le nouveau programme de stabilité

% PIB	2006 *	2007 *	2008	2009	2010	2011	2012
Déficit public							
Prog. 2006	- 2,5	- 2,4	- 1,8	- 0,9	0	-	-
Prog. 2007	-	-	- 2,3	- 1,7	- 1,2	0,8	0
Dettes publiques							
Prog. 2006	64,2**	64,2**	62,6	60,7	58,0	-	-
Prog. 2007	-	-	63,6	62,9	61,7	60,1	57,9

* Réalisé ou estimé.

** Après révision de la dette publique par Eurostat en septembre.

Le nouveau programme de stabilité permet donc d'accroître les déficits publics de 10 md€ environ en 2008. Ce montant semble insuffisant pour permettre, dans un contexte de croissance ralentie, de tenir simultanément les principaux engagements pris par le gouvernement, et plus particulièrement la stabilisation des prélèvements obligatoires, la réduction de 4 md€ du déficit de la Sécurité Sociale et le financement des charges budgétaires supplémentaires. Au moment où est rédigé ce papier, ni le projet de loi de finance 2008, ni la loi de finance rectificative 2007 ne sont connus, mais on peut tenter de cerner quelques grandes tendances qui font à peu près consensus.

L'équation budgétaire semble difficile à résoudre. Des charges supplémentaires importantes vont devoir être financées, notamment l'alourdissement de la charge de la dette, de la charge des retraites des fonctionnaires, du budget de l'enseignement supérieur et de la recherche et du « paquet fiscal »¹³, dont le coût en 2008 est évalué à 7 md€ environ (moins que le chiffre estimé par le Sénat, du fait de la moindre déductibilité des frais financiers sur les emprunts immobiliers). Ces surcoûts à financer ne seront compensés qu'en partie par la baisse des charges provenant du non remplacement d'un départ à la retraite sur deux (économie de 0,5 md€), alors que les recettes fiscales seront affectées par le ralentissement de la croissance. La réalisation de l'objectif gouvernemental de stabilisation du déficit budgétaire en 2008 au niveau de celui (en exécution) de 2007 semble peu réaliste, sauf dans le cas d'un rebond, bien hypothétique de la croissance.

¹³ Il s'agit des dépenses engagées par la loi dite TEPA (travail, emploi et pouvoir d'achat), portant notamment sur la déductibilité des intérêts d'emprunts immobiliers, le renforcement du bouclier fiscal, l'allègement de l'ISF et des charges sociales et fiscales sur les heures supplémentaires. On n'abordera ici que les aspects macroéconomiques de cette loi.

Outre les questions de justice sociale, la capacité du « paquet fiscal » à relancer la croissance fait débat ; d'un montant de 13,6 md€ en année pleine, selon le rapport Carrez¹⁴, soit 0,7 % du PIB, son incidence sur le budget 2008 n'est « que » de 8 md€, soit 0,4 % du PIB. Les effets attendus de la loi TEPA sont de deux sortes : un effet de relance immédiat provoqué par la hausse du revenu disponible résultant des allègements fiscaux et sociaux et, à plus longue échéance, par une modification des comportements d'offre des entreprises et des salariés¹⁵.

Les effets de relance keynésienne ne devraient pas être à la mesure de l'ampleur du choc budgétaire du fait de la polarisation partielle de ses effets au profit des ménages les plus fortunés. Les mesures les concernant plus particulièrement (allègement des droits de mutation - 1,5md€-, bouclier fiscal - 0,6md€- et réduction d'ISF nette - 0,2md€ pour 2008) représentent presque 30 % du paquet fiscal en 2008 ; leur effet sur la consommation sera faible, une partie de la dépense budgétaire correspondante alimentant leur épargne financière, comportement déjà sensible, comme on l'a vu, après les réformes fiscales de 2006 et 2007. Les effets de relance proviendront pour l'essentiel de la déductibilité des frais d'emprunt immobilier - 0,9 md€- et des allègements d'impôts et de cotisations sociales sur les heures supplémentaires - 3,8 md€- ; ces deux mesures ne devraient susciter, pour 2008, qu'un effet de relance modeste, chiffré par l'OFCE à un peu plus de 0,2 point de croissance (l'effet de relance au bout de 5 ans dépend fortement des hypothèses concernant l'inflexion des comportements, selon l'OFCE cet effet est estimé entre 0,6 point de PIB et 1,1 point). Le « paquet fiscal » ne permettrait donc pas d'atteindre le niveau de croissance correspondant aux objectifs gouvernementaux.

Le second volet du programme de stabilité concerne le redressement des comptes sociaux. Le gouvernement en a fait une pièce maîtresse du rétablissement des comptes publics et a fixé à 4 md€ l'objectif de baisse du déficit de la sécurité sociale en 2008.

Evolution du solde des comptes sociaux

md€	2004	2005	2006	2007 *	2008 **
Sec.Soc. et FSV	- 12,5	- 13,6	- 10,0	- 11,9	- 8
<i>dont :</i>					
<i>(maladie)</i>	(- 11,6)	(+ 8,0)	(- 5,9)	(- 6,0)	(- 4,0)
<i>(vieillesse)</i>	(+ 0,3)	(- 1,9)	(- 1,9)	(- 4,7)	(- 5,3)
<i>Arrco et Agirc</i>	+ 3,0	+ 3,9	+ 2,7	<i>nd</i>	<i>nd</i>
<i>chômage</i>	- 4,4	- 3,2	+ 0,3	+ 2,9	+ 4,8

* Après prise en compte du plan de redressement de l'assurance maladie de juillet 2007.

** Selon l'objectif gouvernemental pour l'assurance maladie.

Pour apprécier l'importance de l'effort demandé en 2008 au régime général de la Sécurité Sociale, il convient de se rappeler que, sans mesures nouvelles, celle-ci estimait son déficit à 14 md€.

¹⁴ Sénat : « Rapport d'information de la Commission des Finances, de l'Economie Générale et du Plan, préalable au débat d'orientation budgétaire pour 2008 ».

¹⁵ Voir leur analyse dans la lettre de l'OFCE n° 288 du 26/07/07 : Eric Heyer, Mathieu Plane et Xavier Timbeau « Le choc fiscal tiendra-t-il ses promesses ? ».

Le plan décidé en juillet 2007, qui prévoit une réduction du déficit de 1,2 md€, ne semble donc pas à la hauteur du problème, d'autant que l'amélioration constatée sur la période 2006-2007 résulte en partie de ressources non récurrentes provenant de l'anticipation de recettes futures (2md€) qui proviennent, en 2006, de l'anticipation des versements de la CSG sur les intérêts des plans d'épargne logement de plus de 10 ans. En 2007, l'assujettissement à la CSG et à la CRDS des revenus des contrats multi-supports d'assurance-vie, antérieurement perçus au dénouement du contrat, n'a été abandonné qu'à la suite des vives protestations des compagnies d'assurance.

La recherche de ressources nouvelles est donc incontournable. La piste la plus médiatisée étant celle de la TVA sociale, décalquée du modèle allemand ; cette mesure, qui a l'avantage de ne pas alourdir les prélèvements obligatoires, présente un risque certain pour la croissance si les entreprises ne répercutent pas l'allègement des cotisations patronales sur leurs prix¹⁶ : elle ne semble donc pas (encore ?) d'actualité, d'autant, qu'au plan européen, c'est une mesure non coopérative, ce qui n'est pas du meilleur effet avant la présidence européenne de la France au deuxième semestre 2008 . D'autres pistes sont donc envisagées, parmi lesquelles l'extension de ressources fiscales affectées à l'assurance maladie, la réouverture de la CADES qui prendrait en charge une partie plus importante de la dette de la Sécurité sociale (le montant des frais financiers supportés de ce fait, seront de 700 M€ en 2007, une partie de la dette de l'Etat devant toutefois être remboursée en 2008) ; cette piste se heurte cependant au refus du gouvernement d'alourdir la CRDS. Une autre piste est encore envisagée, celle du transfert d'une partie des excédents de l'assurance chômage vers la Sécurité Sociale, mais le montant envisageable est borné par la décision des partenaires sociaux de créer un fonds de réserve représentant 3 mois de trésorerie (6 md€). On notera que les mesures de transfert entre les ressources budgétaires et celles des régimes sociaux sont sans effet sur le total des déficits publics. Enfin l'approfondissement de la réforme des retraites ne saurait, en principe, être engagé avant 2008, date du rendez-vous avec les partenaires sociaux prévu par la loi de 2003, à l'exception de celle des régimes spéciaux de retraite, programmée pour la fin 2007.

Au total, le ralentissement de la croissance constaté depuis le second trimestre 2007, semble non seulement mettre en échec l'objectif d'accélération de la croissance, condition nécessaire au respect des engagements présidentiels concernant l'emploi et les salaires, mais aussi au respect des engagements pris à l'occasion de la notification à la Commission Européenne du programme de stabilité, tel que notifié en 2006, ou dans sa version assouplie, et contestée par nos partenaires européens, de 2007. Dès lors, le gouvernement français risque de se trouver placé devant le dilemme de devoir choisir entre la mise en place d'un programme d'austérité, revenant alors sur les engagements pris lors de la campagne présidentielle, ou l'ouverture d'une crise européenne.

Michel Fried

¹⁶ Les mesures d'exonération de charges sociales, remboursées par le budget, devraient atteindre en 2008, du fait de l'exonération de charges sociales sur les heures supplémentaires, le montant de 30 md€ (soit 1,5 point de PIB), contre 23 md€ en 2006.