

WORKING PAPER n°27

Mars 2009

# Plans de relance : à quand la sortie de crise ?

**Rencontre de Lisbonne**

Compte rendu des débats du 24 février 2009

Avec

**Philippe d'Arvisenet**, directeur des études économiques, BNP Paribas

**Jean-Marc Daniel**, professeur d'économie à ESCP-EAP, directeur de la rédaction de Sociétal

**Jean-Michel Six**, *Managing director and Chief European Economist*, Standard & Poor's

Animé par

**François Essig**, président du Club d'observation économique

# Plans de relance : à quand la sortie de crise ?

## Rencontre de Lisbonne du 24 février 2009

**F**rançois Essig, président du Club d'observation économique, introduit la rencontre en insistant sur le grand nombre de plans de relance que les États préparent dans le monde entier. Il est parfois difficile de se retrouver dans ce foisonnement alors que les propositions changent au fur et à mesure que la crise s'aggrave. Le croisement des points de vue de trois spécialistes offre donc l'occasion de clarifier les enjeux des mesures anticrises. Philippe d'Arvisenet étudiera dans un premier temps les plans américains, tandis que Jean-Michel Six traitera de leurs versions européennes (et surtout française). Enfin, dans un dernier temps, Jean-Marc Daniel s'interrogera sur la pertinence économique des mesures de relance.

### ▲ PHILIPPE D'ARVISENET

Directeur des études économiques,  
BNP Paribas

**Philippe d'Arvisenet** commence par l'étude de la situation américaine. Il souhaite d'abord revenir sur le terme de « relance » et y apporter une précision. Le terme de relance définit normalement une politique strictement budgétaire. Mais dans la période

actuelle, la plupart des plans incluent aussi des mesures monétaires, et il ne faudra pas les négliger.

Après cette précision théorique, Philippe d'Arvisenet insiste sur la gravité de la crise qui touche les États-Unis. Selon le National Bureau of Economic Research (NBER), la récession actuelle est à égalité avec les épisodes de 1974 et 1979, tant en ce qui concerne sa profondeur que sa durée. L'institut de recherche américain a en effet daté l'entrée en récession au mois de décembre 2007, ce qui en porte la durée à plus de 15 mois, et la rend déjà comparable à celle de 1974 (16 mois). Si l'on s'attache à l'indice ISM manufacturier, qui est très corrélé à l'évolution du PIB, on constate une baisse de plus de 13 points entre août 2008 (49,3 points) et janvier 2009 (35,6 points), avec un seuil en décembre 2008 à 32,9 points.

### *Des facteurs inédits*

La politique de relance américaine devra alors se faire « au gré de vents de face attisés par la crise ».

- Il faudra compter avec la crise de l'immobilier résidentiel, puisque le pic des mises en chantier a été atteint fin 2006, et à partir de cette date la dégradation a été continue. Permettre l'accès à la propriété aux ménages insolubles n'a

pas enrayé la dynamique de contraction du marché, et c'est finalement cet expédient qui a déclenché la désormais fameuse crise du *sub-prime*. Le resserrement des conditions de crédit accentue la tendance, ce qui conduit à une chute des prix et à une augmentation des stocks. La contribution du secteur immobilier à la croissance américaine, jadis déterminante, est à présent négative (- 0,7 % environ pour 2008).

- La construction non résidentielle, qui jusque-là avait résisté, n'a pas pu servir d'amortisseur et connaît elle aussi une forte crise (-23,6 % au quatrième trimestre 2008). Ce secteur, qui englobe bureaux, bâtiments commerciaux et usines, subit logiquement le contrecoup de la baisse d'activité des entreprises.
- La consommation est elle aussi déprimée. Depuis 2001, la demande des ménages était soutenue par l'endettement, grâce au recours à un crédit hypothécaire qui ne servait pas seulement aux acquisitions de logements : sur la période 2001-2008, l'endettement immobilier est ainsi supérieur aux achats cumulés de logements. La crise boursière est une deuxième cause de perte de revenus pour les ménages. Entre 2001 et 2007, les ménages américains – 50 % d'entre eux détiennent des titres – ont été vendeurs nets d'actions. Cette ressource supplémentaire est à présent tarie, faute de plus-values possibles.

N'entrent donc plus en jeu que les paramètres classiques : taux d'emploi, investissement, commerce extérieur. Et ceux-ci sont loin d'être favorables.

- Le ralentissement de la conjoncture mondiale entraîne une forte diminution des profits des entreprises américaines hors des États-Unis. Jusque-là stimulés par la faiblesse du dollar, ceux-ci rentrent désormais dans le rang.
- De manière plus générale, l'investissement des entreprises connaît une forte contraction, et les commandes sous-jacentes de biens d'équipement reculent de 32,5 % en rythme annualisé au quatrième trimestre 2008. La tendance s'aggrave avec le durcissement des conditions de financement.
- Le commerce extérieur avait soutenu la croissance américaine de manière non négligeable entre 2006 et 2008 (1,1 point de croissance en plus au troisième trimestre 2008). La conjoncture avait en effet entraîné un recul des importations, tandis que la baisse du dollar permettait aux États-Unis de regagner des parts de marché dans le monde. Mais à présent la récession mondiale restreint les marchés extérieurs, et on ne peut compter que sur une contraction des importations pour éviter une contribution négative.

### **Les atouts d'un plan de relance efficace**

L'entrée dans une récession globale provoque ainsi une diminution accélérée de la production industrielle comme des échanges extérieurs. La demande a commencé à se contracter, suivie par la production, mais à un rythme moindre. Une fois les stocks liquidés, un rebond est donc possible. Il y a bien quelques « vents arrières ».

- La baisse du cours des matières premières a un effet déflationniste sur les prix (en progression rapide jusqu'à août 2008, l'indice des prix à la consommation chute d'un point en octobre, de

17 points en novembre et 0,7 point en décembre). Cela augmente donc le pouvoir des ménages, et soutient la demande. Mais ce mouvement n'aura pas une durée infinie.

- Les entreprises ont fait preuve d'une grande réactivité face à la crise. Elles ont su ajuster leurs coûts salariaux plus rapidement que le déflateur du PIB. Au dernier trimestre 2008, les gains de productivité ont atteint les 3,2 % et le rythme annuel est de 2,7 %. Les coûts unitaires n'ont augmenté que de 0,7 % sur l'année, malgré une hausse des coûts horaires de 5 %.
- Le secteur immobilier, pilier de la croissance américaine, laisse peu à attendre sur le court terme. Mais à long terme, la situation ne peut que s'améliorer. D'une part, la vitalité démographique américaine est une promesse d'expansion future. De l'autre, la baisse du nombre des mises en chantiers permet un assainissement certain.

Ce sont donc ces facteurs que la puissance publique américaine devra prendre en compte pour mener une politique de relance efficace.

### **Des mesures monétaires et budgétaires**

- Sur le plan monétaire, la FED a fait preuve d'une grande capacité de réaction. Selon la règle de Taylor, le taux d'intérêt de la FED devrait être négatif, ce qui est bien sûr impossible. Par conséquent, la banque centrale a baissé ses taux directeurs très vite, et s'est engagée dans une politique non orthodoxe de *quantitative easing* : on annonce des taux durablement bas pour inciter les acteurs à mobiliser la liquidité bancaire ; la banque centrale accroît ensuite la part des titres « toxiques » dans son bilan par

rachat de créances privées, et achète des obligations publiques sur le marché secondaire pour aider la politique budgétaire de l'État. Le bilan de la FED en est gonflé, ce qui contre les risques de l'effet de substitution titres privés/titres publics.

- En fait, la FED s'est montrée capable de remplacer des acteurs privés sur les marchés depuis deux ans. Ainsi la Banque Centrale a racheté près de 500 milliards de dollars de « *commercial paper* » (billets de trésorerie à 3 mois détenus par « Fannie et Freddie » – *Fannie Mae* et *Freddie Mac*). De la sorte, le *spread* entre les obligations d'État et celles des deux institutions financières s'est réduit de manière notable.
- Le « plan Obama » prévoit un train de mesures de plus de 800 milliards de dollars sur dix ans. Il agit surtout par des allègements fiscaux (276,7 milliards de dollars) ainsi que des dépenses d'infrastructures et des transferts aux collectivités locales (150 milliards de dollars). Son impact sur le déficit est paradoxalement faible, puisque le C.B.O<sup>1</sup> prévoit que sans relance, les recettes fiscales reculeraient de 6,6 % en 2009, avec un déficit des comptes publics voisin des 10 %. Si ce plan ressemble sous certains aspects à un catalogue de mesures parfois peu cohérentes, voire clientélistes, il devrait limiter la contraction du PIB américain à quelques dixièmes de points au deuxième trimestre 2009 et contribuer à une croissance positive pour la deuxième partie de l'année.

---

**1.** Congressional Budget Office ; le C.B.O, créé aux États-Unis en 1974 pour analyser le coût des choix politiques effectués par le Congrès, procède surtout à des évaluations prospectives. Progressivement, il s'est cependant orienté vers un véritable contrôle des dépenses publiques.

On peut formuler deux remarques sur ce train de mesures.

- Ne faut-il pas se méfier des effets de la substitution de la dette privée à la dette publique ? Il faudra faire attention à une possible dynamique de « toxicisation » du bilan de la Fed.
- L'ampleur du plan fait aussi débat : les allègements fiscaux n'ont généralement d'effet que sur deux ans, et la propension des ménages américains à les transformer en dépenses de consommation varie de 30 % lorsqu'il s'agit d'allègements temporaires contre 60 % lorsque ces mesures sont permanentes. Les dépenses d'infrastructures, qui agissent plus fortement sur le PIB, n'auront d'effet qu'à plus long terme, et sont bien moindres (150 milliards de dollars sur 800).

## ▀ JEAN-MICHEL SIX

*Managing director and Chief European Economist, Standard & Poor's*

**Jean-Michel Six** entame son propos avec une question à laquelle il n'a pas de réponse évidente : qui va financer la reprise de l'économie ? Quel en seront les acteurs, les secteurs ou les marchés ? Il remarque ensuite que la crise est aussi profonde en Europe qu'aux États-Unis, comme en témoigne une nouvelle dégradation de l'indice IFO le matin même de cette réunion. Même les pays les plus « vertueux », comme l'Allemagne, sont touchés, et l'on a affaire à la pire récession depuis 40 ans : chute de la production de 2,7 % en 2009 dans la zone Euro, augmentation du chômage à 9,1 %.

## **Une crise liée à un excès d'endettement**

La crise actuelle est d'autant plus violente qu'elle n'est pas d'origine exogène comme en 1974. Il s'agit au contraire d'une crise interne, liée au désendettement. C'est la dette privée qui est touchée, puisque les ménages se sont massivement endettés depuis les années 1980, avec des pics en Irlande, au Royaume-Uni et en Espagne. Et dans ce contexte, la crise surprend parce qu'elle renverse les équilibres habituels : les consommateurs deviennent épargnants, les banques cessent de prêter et au contraire recherchent des financements, tandis que la BCE, autrefois prêteur en dernier recours, agit désormais comme première source de crédit. Et en parallèle, ce sont les États qui doivent se charger du fardeau de la dette privée.

Face à cette situation, l'impact des plans de relance en zone Euro est relativement faible : le multiplicateur  $\gamma$  est de 0,5, contre 0,7 au Japon ou 0,8 au Royaume Uni. En France, il s'élève à 0,7 et pourrait correspondre à 0,8 % points de PIB en 2009. Le plan français traduit les hésitations devant le choc actuel : on y trouve des éléments favorables à l'investissement (4 milliards d'euros d'investissements supplémentaires dans les grandes entreprises publiques, et autant en injection directe dans les grands projets) comme à la consommation (prime exceptionnelle de 200 euros aux bénéficiaires du RSA). Il faut du reste noter qu'une relance par la consommation ne se ferait pas à fonds perdus, puisque l'OFCE estime à 14 % seulement la teneur en importations de la consommation des ménages<sup>2</sup> : contrairement à ce que l'on entend, la dépense n'irait donc pas uniquement dans l'achat de produits importés...

2. <http://www.senat.fr/rap/r08-169/r08-16918.html#toc133>

### **Des dettes publiques abyssales**

Le coût de ces trains de mesures entraîne un fort creusement des déficits budgétaires : celui de la France devrait descendre sous les 5 % du PIB, et atteindre les 9 % au Royaume-Uni. Conséquence logique, les dettes publiques totales devraient passer au-dessus des 70 % du PIB de la zone Euro dès 2010. Sur le marché des obligations, les titres publics vont prendre une part prépondérante : les émissions obligataires augmentent de 173 % entre 2008 et 2009 en Irlande et de 147 % au Royaume-Uni.

Dans telle situation, le danger majeur est un basculement du risque : les actifs privés repris par les États pourraient contaminer le bilan de ceux-ci. La méfiance s'étendrait à l'égard des dettes publiques, et les États pourraient se trouver en difficulté.

### **▲ JEAN-MARC DANIEL**

professeur d'économie à ESCP-EAP,  
directeur de la rédaction de *Sociétal*

**Jean-Marc Daniel** souhaite formuler un certain nombre de réflexions sur le type de relance à appliquer. Il commence par une revue chiffrée de la situation des grandes économies occidentales. Après la croissance faible de 2008 (maximum de + 1,3 % en Allemagne et aux États-Unis), il faut s'attendre à une année 2009 sous le signe de la récession (- 1,4 % pour l'acquis de croissance en moyenne). L'année 2009 voit aussi les pays les plus disciplinés comme l'Allemagne rejoindre les États fragiles (Espagne, Italie) dans la mauvaise performance.

### **Pourquoi une relance par l'investissement est-elle souhaitable ?**

L'analyse comparée des statistiques de la consommation et de l'investissement fournit une première réponse à la question du type de relance à adopter. En 2008, c'est le deuxième paramètre qui a le plus souffert de la crise : rien qu'en France, la consommation privée a connu un glissement positif de 0,9 % tandis que l'investissement perdait 2,6 %. Aux États-Unis les chiffres sont de + 0,4 % et - 21,3 %. Les données vont dans le même sens en Grande-Bretagne et au Japon, mais pas en Allemagne (évolution positive de l'investissement, négative de la consommation).

Un autre élément plaide pour l'investissement, et tient à la psychologie des consommateurs. Ceux-ci se sont vu refuser des gains de pouvoir d'achat en période d'expansion, et c'est paradoxalement pendant la crise qu'on les leur accorderait ? Il y a fort à parier que c'est la méfiance qui prévaudra, et qu'en période de crise on préférera « mettre de côté » pour faire face à un avenir difficile. La théorie de l'équivalence ricardienne nous enseigne ainsi que les consommateurs devraient épargner leurs revenus supplémentaires. L'effet sur la consommation sera nul, puisque l'argent distribué ne sera pas dépensé. Jean-Marc Daniel cite en exemple les réductions d'impôts menées en 2002-2003 par le gouvernement Raffarin : les ménages s'en sont servis pour accroître leur épargne, et l'effet de relance a été nul.

### **Les limites d'une relance par la consommation**

À ce sujet, Jean-Marc Daniel cite un passage du chapitre XXII de la *Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie* : « À une époque où il y a encore beaucoup d'avantages sociaux à attendre d'une augmentation de l'investissement, il est

excessif d'accorder une importance quelconque au développement de la consommation. » Qui dit politique keynésienne ne dit pas forcément relance par la consommation, et la pensée de Keynes est trop complexe pour autoriser les simplifications.

La situation du commerce extérieur montre par ailleurs que les pays les plus affectés par la crise sont les moins performants : Royaume-Uni, États-Unis, Grèce... L'examen des taux de pénétration indique des valeurs bien supérieures pour les pays d'Europe (23 % en Italie, 30 % en Allemagne) tandis qu'aux États-Unis on reste aux alentours de 15 % : une politique de relance par la consommation peut avoir un certain effet dans un grand ensemble peu ouvert (États-Unis), mais profitera surtout aux partenaires extérieurs d'États dispersés (Europe).

Des marges budgétaires étroites constituent une autre limite : les comptes de la plupart des États étaient déjà dégradés avant la crise (de -3,2 % aux États-Unis et de -1 % dans la zone Euro en 2007), et la situation ne peut donc que s'aggraver.

### ***S'appuyer sur des locomotives ?***

Jean-Marc Daniel plaide alors pour une relance tirée par des « locomotives ». Lors de la crise des années 1970, on avait évoqué la RFA et le Japon pour prendre la relève des États-Unis. En 2009, ce sont toujours ces deux pays qui apparaissent comme des alternatives crédibles : mais les finances publiques japonaises ont été mises à l'épreuve par dix ans de crise. Et l'ensemble des pays européens connaissent eux aussi une situation contrainte. De manière plus générale, les pays de l'OCDE prévoient de forts déficits publics pour 2009, allant de -9 % au Royaume-Uni, -5 % en France à -2,8 % au Japon. Le Royaume Uni prévoit une relance de la consommation par une baisse de la TVA et l'aug-

mentation de certaines prestations sociales. En Italie, le gouvernement a cherché à encadrer la consommation en distribuant des cartes pré-payées, tandis que le Japon prévoit de financer la revalorisation des retraites et des allocations familiales par une augmentation de TVA. Si l'on compare avec 1975, on voit que les États seront davantage contraints par des finances déjà détériorées avant la crise : ainsi la France était passée d'un solde positif de 0,4 % en 1973 à un déficit de -0,4 % en 1974. En 2008, elle était déjà à -3,1 % : le déficit était structurel dès avant la relance.

### ***Vers le retour de l'impôt ?***

Pour conclure, il est certain que l'on a affaire à une crise de la dette privée, et que la sortie passe par un apurement progressif.

- Les scénarios de sortie de crise varient alors sur le type d'apurement : brusque chute suivie d'une reprise rapide (courbe en « v » décrite par l'OCDE) ? Ou bien chute, reprise puis stagnation à la japonaise (« racine carrée », selon l'analyse du FMI). Une chute brutale et sans perspective de sortie à court terme ne peut enfin être exclue.
- Il faut garder en tête les crises de 1974 et 1979 : avec plus de moyens budgétaires, les États n'ont pas réussi à sortir de la crise. La situation actuelle ne serait-elle pas au contraire la source d'une rupture inédite, avec la fin d'un tabou de l'impôt ? La Californie, berceau des mouvements anti-prélèvements dans les années 1970, a ainsi voté en 2009 ses premières hausses d'impôts depuis trente ans.
- La crise actuelle a fait basculer l'attention des investisseurs vers les gestionnaires de la dette

publique, cette dernière s'étant désormais substituée à la dette privée. Autrement dit, c'est la confiance en la bonne gestion des États qui sera en jeu, et leur capacité à lever l'impôt en est un aspect essentiel.

## ▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

### **La Chine peut-elle être la nouvelle « locomotive » ?**

**Philippe Auberger**, *senior of counsel attorney* au cabinet August & Debouzy, demande si dans le contexte de récession actuelle, la Chine ne pourrait pas prendre la relève et faire office de nouvelle locomotive.

**Philippe d'Arvisenet** constate que la Chine est bien loin de pouvoir jouer un rôle de locomotive. C'est plutôt la situation inverse qui a prévalu jusque-là. Le pays a fondé sa croissance sur le commerce extérieur plutôt que sur un marché intérieur rendu atone par un très fort taux d'épargne des acteurs privés : les ménages épargnent par prévoyance faute d'État-providence. Quant aux entreprises privées, elles le font pour s'autofinancer, puisque le crédit va prioritairement aux sociétés publiques. Dans de telles conditions, la demande domestique est négligeable et les exportations semblent être l'unique moteur de croissance du pays. L'État prévoit tout de même un plan de relance, que le caractère administré de l'économie chinoise rend plus facile à appliquer. Il consiste surtout dans le développement de projets d'infrastructures et comporte des mesures destinées au secteur immobilier.

### **Vers l'éclatement de la zone euro ?**

**Jean-Louis Vilgrain**, président-directeur général de Somdiaa, fait part de sa préoccupation pour l'équilibre du système monétaire européen : les écarts de solvabilité entre États membres de la zone euro ne vont-ils pas entraîner l'abandon de la monnaie unique par les plus fragiles d'entre eux (Grèce, Portugal, voire Italie ou Espagne) ?

**Jean-Michel Six** montre que l'Euro reste la meilleure des protections pour les pays les plus faibles. En l'absence de monnaie unique, les écarts de taux entre pays seraient encore plus larges : on peut d'ailleurs se référer à la crise de la Livre de 1992. En fait, l'excès de liquidités qui a régné entre 2000 et 2007 avait rendu les prêteurs moins attentifs au risque, les *spreads* étaient alors similaires pour tous les emprunteurs, et les États pouvaient ainsi se financer à bon compte. Les restrictions actuelles en matière de financement ne font que ramener les acteurs à la rationalité économique, et les incitent à plus de discernement à l'égard de leurs débiteurs. Jean-Michel Six remarque que la crise oblige aussi la BCE à plus d'interventionnisme pour coordonner des actions de politique monétaire, ce qui est bon signe pour l'unité monétaire européenne.

### **Les faiblesses des plans de relance européen**

**Jean-Gilles Sintès**, conseiller du président du groupe Viel, souhaiterait connaître les risques des plans de relance en termes de coûts futurs.

**Jean-Marc Daniel** insiste sur le point faible des plans de relance européens : l'absence de convergence budgétaire. Si chaque État prépare sa relance isolément, en ne favorisant que son économie, on risque de se retrouver dans des situations d'inefficacité, avec des comportements de « passa-

ger clandestin » et des effets d'aubaine où les pays exportateurs nets profiteraient des mesures de leurs voisins importateurs... De manière plus générale, l'exemple du Japon des années 1990 montre que l'investissement massif n'est pas une solution miracle : suréquipé, avec une main-d'œuvre créative et éduquée, le pays a tout de même connu plus de dix ans de stagnation... On peut aussi souligner l'importance d'une relance ciblée sur les PME, dont le taux de profit reste bas (seulement 20 %). Ce serait une bonne manière de mieux répartir les « fruits de la croissance ».

### ***Faut-il nationaliser les banques européennes ?***

**Jean-Luc Biacabe**, directeur de la prospective à la CCIP, souhaiterait savoir si une nationalisation du secteur bancaire américain est envisageable dans un avenir proche.

**Jean-Michel Six** estime qu'une nationalisation des grandes banques américaines aurait un sens économique certain : l'État américain pourrait plus facilement, et plus rapidement, restructurer un secteur qu'il soutient déjà en masse. Mais d'un point de vue politique, la question est très sensible, et l'opinion politique du pays reste majoritairement opposée à ce type de mesure. Jean-Michel Six fait aussi part de sa perplexité devant la comparaison entre Obama et F.D. Roosevelt : si le premier souhaite imiter le second, il doit le faire non pas en copiant les mesures que celui-ci avait prises (grands travaux, mesures spécifiques pour favoriser les PME...) mais en s'inspirant de son courage politique pour trouver des solutions vraiment innovantes.

**Philippe d'Arvisenet** fait un rapprochement avec l'exemple japonais. La lenteur de l'État à réagir face à la crise boursière puis bancaire a été l'une des causes de la durée de la stagnation du pays dans les années 1990. Les États-Unis semblent eux aussi se perdre en hésitation et atermoiement sur les mesures à prendre pour traiter les « actifs pourris » de leurs banques.

### ***La Chine peut-elle financer le monde ?***

Un auditeur souhaite connaître l'avis des intervenants sur le rôle de la Chine dans le financement mondial.

**Philippe d'Arvisenet** estime que les excédents chinois ont permis la diffusion d'un sentiment d'« argent facile ». Ils ont facilité l'endettement des pays développés, entraînant une situation de déséquilibre au sein de l'épargne mondiale qui profitait tant aux États-Unis qu'à la Chine elle-même. La baisse du cours des matières premières va entraîner un tarissement partiel des sources de financement, puisque sur la période 2000-2008, les états pétroliers avaient aussi été des prêteurs majeurs. Mais Philippe d'Arvisenet estime que le circuit entre Chine et États-Unis va se perpétuer, et que les excédents commerciaux de la première continueront à financer le déficit public du second : le bon du trésor américain reste le placement le plus sûr qui soit. On peut alors penser qu'à court terme si la dette publique va se substituer à une composante privée, l'endettement total ne variera pas. Le rôle de la Chine restera le même, et il ne faut donc pas s'attendre qu'elle prenne la place des sources traditionnelles de financement des entreprises et des ménages dans le monde.

**Richard Zisswiller**, délégué général France du Conference Board, interroge les intervenants sur les conséquences de comportements d'épargne divergents entre les pays développés et les pays émergents

**Jean-Marc Daniel** constate que le taux d'épargne est lié au solde de la balance des paiements courants. Or la plupart des pays ont un solde négatif, et ne peuvent donc pas s'autofinancer. Les États-Unis, c'est un vieux problème, sont l'exception et peuvent se permettre une faible épargne et un déficit abyssal, puisque le privilège du dollar comme monnaie mondiale leur permet de compenser cette perte par la création monétaire. Ces surplus sont à leur tour absorbés par des pays demandeurs de devises fortes comme la Chine, qui réinvestissent ensuite leur surplus en emprunts américains. C'est ce déséquilibre qui est la source d'instabilité principale dans l'économie mondiale, et Jean-Marc Daniel peut alors dire que c'est « lorsque les américains se mettront à travailler » qu'il prendra fin...

### ***Le temps, seul remède à la crise...***

**Jean Gandois**, président d'honneur du MEDEF, s'interroge : la crise n'est-elle pas difficile à comprendre parce qu'elle découle d'un problème très technique, celui du financement ? Et cette complexité permettra-t-elle une réponse rapide sous la forme d'une nouvelle réglementation ?

**Jean-Marc Daniel** pense que les régulateurs ont fait preuve d'étroitesse de vue. En témoigne l'exemple Lehman Brothers : d'un point de vue strictement financier, une mise en faillite était justifiée. Mais une telle opération allait avoir des répercussions symboliques considérables, et miner la confiance dans tout un système. En termes de politique économique, c'était une erreur de taille. Dans un tel

contexte, c'est le temps qui sera le meilleur remède : on oubliera bien Madoff !

**Philippe d'Arvisenet** s'accorde avec Jean-Marc Daniel et constate la cyclicité des crises, ce qui montre bien les effets réparateurs du temps, puisque les acteurs économiques semblent répéter les mêmes erreurs. Ainsi la crise qui menace actuellement les pays d'Europe Centrale et Orientale semble reproduire les mêmes schémas que la dépression asiatique de 1997.

**Jean-Michel Six** observe une grande différence entre le calme, voire le consensus qui règne lors des réunions techniques, et les effets d'annonce parfois simplificateurs que peuvent lancer les gouvernements. Plus profondément, c'est la cohérence ou non des politiques de relance qui décidera de leur réussite.

# Plans de relance : à quand la sortie de crise ?

Plus d'un an et demi après le déclenchement de la crise financière, les perspectives économiques des pays développés continuent de se dégrader. La politique monétaire ayant montré ses limites, les responsables politiques redécouvrent l'usage de la politique fiscale et budgétaire comme outil de régulation macroéconomique. Depuis le sommet du G20 en novembre, les plans de relance se multiplient, avec des approches qui varient selon les pays.

De nombreuses interrogations naissent cependant face à ces différentes mesures. Les plans de relance sont-ils suffisamment dimensionnés ? La crise étant mondiale, la coordination de ces plans de relance, notamment en Europe, est-elle suffisante pour assurer leur efficacité ? Les pouvoirs publics, pour certains déjà considérablement endettés avant la crise, ont-ils les moyens de leurs ambitions ? De manière plus large, est-il légitime de guérir une crise née d'une explosion de l'endettement, tant privé que public, par un endettement encore plus grand ?

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par  
Auxence Denis.



29, rue de Lisbonne  
75008 Paris  
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28  
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01  
[www.institut-entreprise.fr](http://www.institut-entreprise.fr)