

La croissance de demain



Économie - Finances

Actes du colloque du 12 septembre 2011
en présence de **François Fillon,**
François Baroin et **Michel Barnier**

Actes du colloque

La croissance de demain

En présence de

François Fillon,
Premier ministre

François Baroin,
ministre de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Michel Barnier,
ancien ministre,
commissaire européen,
chargé du marché intérieur et des services

Paris, Maison de la Chimie
12 septembre 2011

En partenariat avec

Conseil
d'Analyse
économique **E**



Sommaire

Mot d'accueil

Vincent Chriqui, directeur général du Centre d'analyse stratégique _____ 7

Ouverture

Michel Barnier, ancien ministre, commissaire européen chargé du marché intérieur et des services _____ 11

Éléments de contexte économique

Jean-Paul Nicolai, chef du département Économie-Finances du Centre d'analyse stratégique _____ 17



Première table ronde

Politique industrielle et innovation _____ 43

Introduction

Christian de Boissieu, président du Conseil d'analyse économique 44

La diversité des stratégies de politique industrielle en Europe

Karl Aiginger, directeur de l'Institut autrichien de recherche économique (WIFO) 45

Les stratégies de développement des filières vertes en France et en Europe

Dominique Bureau, délégué général, Conseil économique pour le développement durable 50

Comment réindustrialiser en face de l'Allemagne et des émergents ?

Patrick Artus, économiste, directeur de la recherche et des études, Natixis 55

Les modalités de sélection des investissements d'avenir par les États
Jean-Luc Tavernier, commissaire général adjoint, Commissariat général à l'investissement 59

➤ Deuxième table ronde
Compétitivité-prix et hors prix
des entreprises françaises et européennes _____ 65

Introduction

Agnès Bénassy-Quéré, directrice du CEPII **66**

Le positionnement de la France et des autres pays européens
en matière de compétitivité-prix et hors prix en sortie de crise

Mathilde Lemoine, directrice des études économiques
et de la stratégie marchés, HSBC France **68**

La compétitivité-coût des entreprises françaises après la crise

François Bouvard, directeur associé senior, McKinsey & Company **71**

Les leviers pour restaurer la compétitivité en sortie de crise

Michel Didier, directeur général de Coe-Rexecode **75**

Les critères de compétitivité d'une ETI européenne

Antoine Raymond, chef d'entreprise **77**

La place de l'innovation dans la compétitivité des entreprises
françaises

Luc Rousseau, directeur général de la compétitivité, de l'industrie
et des services, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi **80**

Ouverture de la troisième table ronde

François Baroin, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie _ **85**

➤ Troisième table ronde

Quels impacts de la crise économique sur les instruments de la politique économique ? _ 93

Introduction

Daniel Cohen, économiste, directeur du Cepremap 94

La résorption des déséquilibres mondiaux à moyen terme

Pierre-Olivier Gourinchas, professeur d'économie, université de Californie, Berkeley 96

La stratégie américaine de sortie de crise

Laurence Boone, chef économiste Europe, Bank of America-Merrill Lynch 99

La coordination internationale pour soutenir la croissance : initiatives européennes et enjeux du sommet de Cannes

Benoît Cœuré, directeur général adjoint, direction générale du Trésor, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi 104

L'accompagnement monétaire des politiques de consolidation budgétaire en Europe

Frank Smets, directeur général de la recherche, Banque centrale européenne 107

Quelle stratégie pour surmonter la crise de la dette souveraine ?

Jean Pisani-Ferry, directeur de l'institut Bruegel 110

La stratégie de désendettement public en France dans les prochaines années

Gilles Carrez, rapporteur général du Budget, Assemblée nationale 113

Clôture

François Fillon, Premier ministre 117

 **Annexes** _____ **127**

Gouvernance économique européenne : quels indicateurs pour prévenir les déséquilibres et renforcer la convergence ?
Thomas Brand et Céline Mareuge, avec l'appui d'Amélie Barbier-Gauchard, Centre d'analyse stratégique
La Note d'analyse n° 235 **129**

« Investissements d'avenir » et politique industrielle en Europe : quel ciblage et quelle sélection des projets innovants ?
Estelle Dhont-Peltrault et Rémi Lallement, Centre d'analyse stratégique
La Note d'analyse n° 236 **153**

Business angels et capital-risque en France : les enjeux fiscaux
Caroline Le Moign et Olivier Passet, Centre d'analyse stratégique, avec le concours de Bernard Zimmern, président de la Fondation IFRAP
La Note d'analyse n° 237 **179**

La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire
Thomas Brand, Centre d'analyse stratégique
La Note d'analyse n° 238 **203**

Mot d'accueil



Vincent Chriqui
Directeur général
du Centre d'analyse
stratégique

Pour cette deuxième édition du colloque international que nous organisons en partenariat avec le Conseil d'analyse économique et le CEPII, nous avons prévu, il y a six mois, d'intituler cette journée « La croissance de demain ». Nous pensions alors que, la crise s'éloignant, nous pourrions réfléchir ensemble à la construction d'une nouvelle croissance dans un monde plus souriant. Aujourd'hui, la crise se poursuit, sous des formes différentes.

Dans le même temps, notre colloque arrive au moment opportun. En effet, quelles que soient les difficultés conjoncturelles et les soubresauts des marchés, nous ne devons jamais perdre de vue les questions structurelles qui sous-tendent la croissance de demain, comme la politique industrielle ou la compétitivité-prix et hors prix. La seule réponse que nous pourrions apporter au marché pour lever définitivement les incertitudes découlera de notre capacité à rassurer, pour la France et pour l'Europe, sur la construction d'un sentier de croissance durable.

La question de la politique industrielle et de l'innovation apparaît ici centrale. Elle sera le thème de notre première table ronde, introduite par le président du Conseil d'analyse économique, Christian de Boissieu.

Il y a quelques mois, le Centre d'analyse stratégique a mené un travail avec la direction générale du Trésor. Intitulé *France 2030*, il se penchait sur des scénarios

de croissance à l'horizon 2030¹. Il montrait qu'une croissance durable et régulière est à notre portée. Pour y parvenir, nous devons nous appuyer sur une utilisation productive du capital, lequel devra prioritairement être réorienté vers les technologies d'avenir comme les technologies vertes. Ces dernières apparaissent emblématiques ; elles joueront un rôle toujours plus grand dans la compétitivité, au fur et à mesure que la transition écologique s'installera dans un monde de ressources naturelles rares.

La question de l'innovation touche un nombre considérable d'instruments publics, comme les investissements d'avenir et les financements privés. Plus largement, il nous faudra mettre en place un véritable écosystème de l'innovation à l'échelle de notre continent. En ce sens, l'Europe a en effet des progrès à faire pour trouver les financements des technologies de demain. En matière d'innovation, l'une des réformes les plus importantes de ces dernières années en France est celle des universités et de la recherche.

Le deuxième enjeu structurel est celui de la compétitivité, qui sera étudié au cours de la table ronde introduite par Agnès Bénassy-Quéré, directrice du CEPII.

En matière de compétitivité, il se dit souvent que la France est en retard par rapport à l'Allemagne. Les pays émergents, quant à eux, nous rattraperaient inexorablement, notamment grâce à leurs coûts salariaux faibles et à leurs compétences technologiques qui s'affinent. Des sujets de préoccupation existent en effet mais il convient de ne pas perdre de vue certains points.

D'abord, la France reste un pays *leader*, notamment dans le domaine de la haute technologie, tandis que l'Allemagne est davantage spécialisée dans la moyenne technologie. Dans des secteurs comme l'aéronautique, l'aérospatial ou la pharmacie, la France produit des *leaders* mondiaux. Par ailleurs, nos voisins sont compétitifs en termes de coûts mais également sur toute la chaîne de valeur, notamment grâce à leur capacité à aller chercher leurs sous-traitants dans les pays d'Europe centrale ou à conserver les étapes d'assemblage à haute valeur ajoutée. Il ne s'agit donc pas de comparer les coûts de manière mécanique mais d'étudier toute l'organisation internationale de la production. Enfin, même dans les pays émergents, les dynamiques salariales à l'œuvre sont puissantes. Le développement très rapide de ces pays est en effet construit

[1] Centre d'analyse stratégique (2011), *France 2030 : cinq scénarios de croissance*, rapport du groupe de travail présidé par Benoît Cœuré et Vincent Chriqui, Paris, La Documentation française, www.strategie.gouv.fr/content/france-2030-cinq-scenarios-de-croissance-0.

sur des déséquilibres économiques importants qui, en se résorbant dans les années à venir, grèveront leur compétitivité. Dans ce domaine, les positions ne sont donc pas figées.

Ces questions structurelles, déterminantes pour les années à venir, ne doivent pas occulter l'enjeu fondamental de notre capacité à adopter nos politiques macroéconomiques et à mettre en place une surveillance financière. François Baroin, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, viendra évoquer ce sujet. La table ronde qui suivra sera introduite par Daniel Cohen, directeur du Cepremap.

Si je suis persuadé que les voies de croissance à moyen terme existent, il n'est pas question pour autant de nier la gravité de la crise actuelle et des défis qu'elle fait peser sur les responsables publics. Toutefois, en s'appuyant sur des crises majeures (la Grande Dépression de 1929 ou bien la crise de 1990 au Japon), nos responsables politiques ont su réagir en adoptant des mesures exceptionnelles, des plans de relance ambitieux et de profondes modifications de la politique monétaire par les banques centrales. Tous ont montré leur détermination absolue à parer au risque de scénarios catastrophes.

Aujourd'hui, les États doivent convaincre de leur capacité à redresser leurs finances publiques. Plus encore, ils doivent donner des perspectives en reconstituant des marges de manœuvre. Le débat sur les règles d'or budgétaires paraît donc important. Nous entendrons le Premier ministre qui livrera sa vision des perspectives pour le modèle de croissance français.

L'Europe est, quant à elle, contrainte d'opérer un véritable choix, le *statu quo* étant impossible. Elle peut reculer en abandonnant la zone euro ou avancer en renforçant la solidarité entre les économies. Les dirigeants européens ont choisi d'unir leurs efforts pour sauvegarder l'Union économique et monétaire dans sa construction singulière et audacieuse.

Une croissance européenne durable passe par l'instauration de mesures techniques telles qu'enrichir les critères de Maastricht, assurer la convergence réelle dans des domaines comme la fiscalité ou l'environnement des entreprises, garantir une véritable mobilité au sein de l'espace européen. L'enjeu est également politique. Il est en effet nécessaire d'aller plus loin dans le gouvernement économique de la zone euro, comme l'ont proposé Nicolas Sarkozy et Angela Merkel le 16 août dernier, et de faire de l'Europe le continent de l'innovation, donc de la réussite économique.

LA CROISSANCE DE DEMAIN

Michel Barnier, commissaire européen chargé du marché intérieur et des services, témoignera de ses convictions profondes sur l'importance de la construction européenne et sur notre capacité à construire une voie de croissance dans le cadre européen. Je suis particulièrement heureux de l'accueillir ainsi que nos intervenants, notamment ceux venus de l'étranger pour partager leur vision avec la nôtre et je les remercie de leur présence.

Ouverture



Michel Barnier

Commissaire européen,
chargé du marché intérieur
et des services

Merci de me donner la possibilité d'ouvrir ce débat à un moment important et grave.

Je souhaite tout d'abord rappeler les quatre grands risques majeurs que nous affrontons en ce moment, pour évoquer ensuite les réponses que nous pouvons, apporter ensemble au niveau européen.

Le premier risque est à coup sûr que les marchés financiers fassent une nouvelle fois dérailler la croissance. L'été a été difficile, notamment parce que des rumeurs ont anticipé la dégradation de la note américaine dans un contexte de fébrilité, d'irrationalité et de volatilité sur les marchés. La crise, contrairement à votre idée première en choisissant le thème de ce colloque, n'était à mes yeux pas terminée. Pourtant, certains banquiers à la mémoire courte reprenaient à nouveau, depuis quelques mois, l'expression « *business as usual* ».

La crise n'est pas finie. Elle se développe aujourd'hui sur d'autres fronts, comme celui des doutes sur les finances publiques, qui constituent un deuxième facteur de risque. Les États, parce qu'ils ont fait face à la crise de 2008, sont en effet à bout de souffle budgétaire. Ils doivent pourtant mettre de l'ordre dans leurs finances.

Le troisième facteur de risque relève d'une rechute de l'économie, marquée par une croissance plus faible et l'augmentation du chômage de part et d'autre de l'Atlantique. Jamais, aux États-Unis, le chômage ne s'est maintenu aussi longtemps à un tel niveau. Des risques sont également liés au désendettement obligatoire des États, des entreprises et des ménages.

Enfin, le dernier risque que je voudrais évoquer est celui de crise politique lié à la montée, dans les deux tiers des pays européens, de mouvements anti-européens et protectionnistes. Ces derniers plaident pour un repli national, voire nationaliste, pouvant restreindre la capacité des chefs d'État à décider ensemble au sein du Conseil européen, dont le fonctionnement serait dès lors altéré.

Face à une situation si grave, le catastrophisme ou l'invocation de la fatalité ne sont toutefois pas de mise. Des réponses peuvent en effet être apportées aux dangers que je viens d'évoquer. Pour ma part, je considère que le moment est arrivé d'une nouvelle détermination européenne, qui devra s'exercer sur quatre chantiers.

Je suis directement responsable du premier, qui consiste à aller au bout de la régulation et à mettre de l'ordre, de la transparence et de la morale – mot que j'emploie avec précaution mais qui est important – dans des marchés financiers où ces principes avaient disparu depuis quinze ans. Dans ce domaine, une feuille de route a été élaborée par le G20 sous l'impulsion du président de la République et de ses collègues de Londres, Washington ou Séoul. Ce document, qui figure sur le site de la Commission européenne, décrit précisément ce que nous faisons et en quoi l'Europe progresse, même si les marchés financiers vont beaucoup plus vite que la démocratie. Cinq à six mois sont en effet nécessaires pour préparer des textes sérieux et sans improvisation, puis entre six et dix-huit mois pour qu'ils soient votés en codécision par le Parlement européen et le conseil des ministres des Finances.

Certain textes sont déjà mis en œuvre. Le principal porte sur la création, le 1^{er} janvier 2011, de trois autorités européennes de régulation et de supervision qui couvrent les banques, les marchés et les assurances, chapeautées par le Conseil européen. Nous disposons ainsi d'une première régulation sur le grand secteur des *hedge funds* et du *private equity*. Celle concernant l'encadrement des bonus et des agences de notation est toutefois encore insuffisante.

D'autres textes sont actuellement en discussion au Parlement. J'espère que les débats aboutiront dans les prochains jours pour la régulation du secteur des ventes à découvert, outils de spéculation bien connus, et celui des produits dérivés. Dans ce secteur, les échanges financiers s'établissent à 600 000 milliards de dollars par an dans le monde, et ce, dans la plus grande opacité. Nous entendons introduire, en parallèle avec les autorités américaines,

de la régulation, de la transparence, de la standardisation et de l'enregistrement pour la quasi-totalité de ces produits.

J'espère cependant que les lobbies financiers, très puissants, ne transformeront pas ces textes compliqués, techniques et ambitieux en filet d'eau tiède. Notre détermination est totale de ne plus voir un produit, un acteur financier ou un territoire échapper à une régulation intelligente et une supervision efficace. À ceux qui mettent en garde contre une régulation qui pénaliserait la croissance, je réponds que ce n'est pas l'excès de capitalisation ou de transparence qui a provoqué la crise il y a trois ans, mais au contraire une sous-capitalisation des établissements financiers et la grande opacité de nombreux acteurs.

J'entends continuer ma mission avec, le mois prochain, des textes sur la résolution des crises bancaires, la révision de la directive sur les marchés financiers, le renforcement des sanctions contre les rumeurs et les abus de marché, la réforme du secteur de l'audit et une nouvelle régulation des agences de notation. Notre réponse à ce premier chantier est volontariste.

Par ailleurs, et face aux difficultés graves de certains pays de la zone euro, il convient de mettre en œuvre ce qui a été décidé lors du sommet du 21 juillet 2011. Certaines réponses sont conjoncturelles, comme celles apportées à l'Irlande ou au Portugal, qui font leur travail, ou à la Grèce, qui doit le faire. Il ne faut cependant pas sous-estimer les réponses collectives. Depuis un an, les Européens, le dos au mur, ont finalement choisi de créer les outils de gouvernance de l'euro qui auraient dû être instaurés il y a dix ans, à l'instar de ce qu'avait souhaité Jacques Delors – un vœu qui n'avait pas été suivi, par manque de courage ou d'audace des États. Pour autant, comment faire cohabiter autrement des politiques budgétaires, fiscales et économiques juxtaposées ou concurrentes lorsque l'on appartient au même marché et que l'on possède la même monnaie ? Aujourd'hui, nous tentons de coordonner et mutualiser ces politiques. Les mesures du 21 juillet doivent être mises en œuvre sans polémique, sans division ni retards entre les pays concernés. De ce point de vue, la décision de la Cour constitutionnelle allemande et le vote du Parlement français sont importants.

Le troisième chantier consiste à redresser les finances publiques. La croissance serait en effet impossible si elle se bâtissait sur l'endettement des générations futures. Le redressement est aujourd'hui en cours.

Enfin, le quatrième chantier, qui me concerne plus directement, est celui de la croissance. Je souhaite ainsi inverser le fonctionnement qui est le nôtre depuis quinze ans, en remettant les marchés financiers au service de l'économie réelle. Nous ne sommes aujourd'hui qu'à la moitié du chemin dans ce domaine. Nous devons aller vite et, dans le même temps, refuser d'affaiblir ou de détricoter les textes. Nous devons également remettre l'économie réelle, à savoir le travail des entreprises dont 90 % sont des PME, dans le tissu industriel et économique européen, au service de la croissance et du progrès humain. La base de cette économie réelle – le Marché unique, même s'il n'est pas encore complètement unifié – constitue notre principale force. En effet, avec ses 500 millions de consommateurs (au pouvoir d'achat relativement élevé) et ses 22 millions d'entreprises, ce marché est l'atout qui nous doit d'être toujours respectés par les Chinois et les Américains. Nous nous devons de l'aider à bien fonctionner. C'est à cette condition que ce marché – qui supporte les entreprises privées, les collectivités locales, les États et l'Union européenne – sera plus efficace, quelles que soient les influences politiques.

En même temps que nous élaborons un agenda de régulation financière, nous travaillons sur une relance du marché intérieur. Celle-ci passe notamment par le *Single market act* qui comprend douze leviers qu'une dizaine de mes collègues et moi-même avons identifiés, et qui ont été approuvés par la Commission – ainsi que cinquante propositions, dont douze prioritaires, qui peuvent entrer en application en deux ans. Ces propositions sont destinées à encourager ceux qui investissent, qui sont mobiles, qui innovent, qui exportent ou échangent, qu'ils soient personnes privées, actionnaires ou entrepreneurs, en leur facilitant la vie. Je vous invite à prendre connaissance de cet agenda très important et à le commenter. Il appelle de ses vœux une régulation proactive, ou facilitatrice.

Nous allons par exemple créer un passeport pour les sociétés de capital-risque. Dans quelques mois, nous délivrerons également, pour la première fois depuis trente-cinq ans, un brevet européen, titre unique de protection intellectuelle, qui coûtera le même prix que le brevet américain. Aujourd'hui, protéger une invention industrielle coûte dix fois plus cher en Europe à cause des traductions indispensables.

L'entrepreneuriat social, qui constitue 10 % à 15 % des emplois européens, doit aussi être encouragé. Nous allons par conséquent créer un fonds d'investissement solidaire. Nous entendons par ailleurs alléger les charges liées aux marchés publics. Ceux-ci représentent en effet 17 % du PIB européen mais

les tâches administratives peuvent atteindre, pour certaines petites entreprises, 30 % des fonds alloués aux appels d'offres. Cette proportion est insupportable d'un point de vue compétitif. Je souhaite donc réduire drastiquement ces contraintes tout en veillant à la régularité des marchés. Enfin, la directive service portant sur le marché numérique multiplie les exemples de régulations proactives et facilitatrices.

Les mots « réciprocité » et « politique industrielle » sont par ailleurs revenus en grâce à Bruxelles. Nous avons notamment plaidé, avec Antonio Tajani, vice-président de la Commission européenne, chargé de l'industrie et de l'entrepreneuriat, pour que l'on détermine les actifs stratégiques européens à protéger, comme le font déjà les Chinois et les Américains. Nous avons été capables de bâtir une politique alimentaire et agricole commune. Nous devons avoir la capacité de construire des politiques industrielles et de recherche communes afin de cibler les secteurs où nous devons investir.

La croissance que nous retrouverons en nous attelant à ces quatre chantiers différera de celle que nous avons connue. L'Europe devra être plus verte, plus innovante et plus équitable. Si nous voulons que ces changements soient acceptés par les citoyens, la répartition des efforts devra se faire de manière plus juste. Je compte par exemple travailler à un nouvel encadrement des bonus et de certaines rémunérations dans les secteurs financiers, qui sont inexplicables et injustifiables. Je suis favorable, comme la Commission le proposera dans quelques semaines, à la création d'une taxe sur les transactions financières. D'un faible taux, elle rapporterait beaucoup d'argent ; elle serait également perçue comme un acte à la fois économiquement efficace et politiquement juste.

Je conclurai par une réflexion plus personnelle, et sans doute plus politique. Le moment choisi pour la tenue de ce séminaire n'est pas anodin. Nous sommes en effet dans les prémices du débat présidentiel français. Cette année, les sujets de l'endettement public et de l'Europe sont au cœur des débats comme jamais depuis le début de la Cinquième République. Ces questions doivent devenir des sujets d'intelligence nationale plutôt que de polémique, quelle que soit la couleur politique des candidats. Tous les partis sont en effet responsables de la dette publique qui nous oblige aujourd'hui à la lucidité et au courage politique. Les pays qui ont réussi à diminuer leur endettement, comme la Suède ou le Québec, n'ont pas systématiquement augmenté leurs recettes mais ils ont changé leur modèle de dépenses.

La lucidité et le courage politique seront également de mise concernant le projet européen. Nous sommes tous les copropriétaires de ce projet. Nous en avons hérité de Charles de Gaulle, François Mitterrand, Valéry Giscard d'Estaing, Jacques Delors et d'autres encore. Je plaide pour une Europe qui ne se réduise pas à un marché mais devienne une puissance politique. L'euro est du reste beaucoup plus qu'une monnaie.

Le gouvernement britannique a récemment diffusé une brochure destinée à soutenir mes efforts. Elle s'intitulait *Let's choose growth* et contenait un tableau montrant l'évolution de la liste des dix plus grandes puissances économiques mondiales d'ici 2050. Aujourd'hui, elle contient quatre pays européens (Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie). Le gouvernement britannique estime que tous les dix ans, l'un d'entre eux disparaîtra de la liste. En 2050, seuls l'Allemagne et le Royaume-Uni y tiendront encore leur place, en queue de peloton. Les pays européens ne figureraient donc plus au G7 ni au G8. Devons-nous accepter cette fatalité ? Pour ma part, je ne l'accepte pas. Nous devons être capables de rester parmi les dix plus grandes puissances. Nous ne pourrions bien entendu y figurer qu'ensemble, en tant que pays européen.

Depuis trente ans, les avancées européennes ont bénéficié aux citoyens sans qu'ils y soient toujours associés. Aujourd'hui, le choix de désendetter notre pays et de le mener vers une construction plus fédérale de l'Europe ne peut se faire qu'avec le peuple et devant lui. Le débat doit, pour une fois, être démocratique, comme lors du référendum sur le traité de Maastricht.

Les Français souhaitent-ils que nous devenions des sous-traitants des économies chinoise et américaine ou que nous soyons autonomes et souverains ? Pour ma part, j'ai fait mon choix. C'est le sens du travail que je mène à Bruxelles et que je suis heureux d'avoir rapidement décrit devant vous.

Éléments de contexte économique



Jean-Paul Nicolai

Chef du département
Économie-Finances,

Centre d'analyse stratégique

En préambule aux tables rondes de la conférence, ces pages présentent les éléments de contexte utiles à une réflexion sur la croissance économique. Il s'agit d'abord de retracer le déroulement de la crise depuis 2007 pour mieux en dégager les facteurs et leur enchaînement. Une deuxième partie fait le point sur les grands déséquilibres et la crise de la dette, qui, sans avoir été totalement à l'origine de la situation difficile d'aujourd'hui, en sont indissociables. La dernière partie examine les trois déterminants clés pour la croissance : l'innovation, la compétitivité et le dosage du policy mix en période de crise.

Quatre ans déjà

Le déclenchement de la crise

C'est au printemps 2007 que l'on date le début de la crise – du moins dans ses effets visibles. L'assèchement du marché de certains produits structurés de dette impose alors à plusieurs gérants de fonds de comptabiliser la perte violente de valeur sur ces instruments financiers. Jusqu'alors, ces derniers apportaient un rendement élevé pour une volatilité réduite et les investisseurs s'en étaient montrés gourmands. En 2007, inquiets, ces investisseurs voulurent récupérer leurs capitaux, obligeant les fonds à vendre les actifs en portefeuille qui restaient liquides. La baisse des marchés était enclenchée.

L'enchaînement fut double. D'une part, cette crise financière allait se transmettre à l'économie réelle, d'autre part, elle le fit au travers de la défaillance d'un maillon clé : le système bancaire. Les banques en effet se trouvaient, elles aussi, engagées vis-à-vis de ces produits structurés, et à plusieurs niveaux : en tant qu'investisseurs et en tant que producteurs (structureurs, réhausseurs de crédit, contreparties, etc.).

Les compartiments des marchés financiers les plus fragiles devaient alors être victimes des baisses les plus marquées, une forme de course au désengagement et à la liquidité ayant démarré. Mais l'ensemble du système financier semblait s'être arrêté. Le doute commençait à planer, avec, à titre d'exemple, la remise en cause de la qualité du travail des agences de *rating*.

L'économie réelle ne fonctionne que sur la base d'anticipations, qu'il s'agisse de l'investissement et de l'emploi du côté des entreprises ou de la consommation du côté des ménages. Face au vide qui se creusait alors en termes de perspectives, l'investissement s'est contracté, le taux d'épargne des ménages redressé, les agents économiques redoutant et dès lors précipitant la récession.

Les politiques publiques mises en œuvre

Les politiques économiques mises en œuvre ont d'abord visé à lutter contre le risque de contraction. La politique budgétaire a ainsi été mobilisée au-delà des stabilisateurs automatiques. Partout, d'importants programmes de soutien ont été lancés, y compris dans des pays comme la Chine.

Les autorités monétaires ont, de manière générale, réagi rapidement. La proximité du plancher des politiques de « taux zéro » nécessitait d'autres formes d'interventions, de façon qu'elles puissent être plus massives. Les autorités monétaires américaines, japonaises, britanniques mirent en place des plans de « *quantitative easing* » et les renouvelèrent à plusieurs reprises, alimentant en liquidités des économies qui ne trouvaient plus leurs repères.

Même si le constat d'une abondance d'épargne, voire d'un excès de liquidité, était fait avant la crise par la plupart des observateurs, il était indispensable de relancer la politique monétaire afin de lutter contre l'assèchement de certains compartiments de marché. On avance souvent, en synthèse, que cette crise est liée à l'absence de véritables actifs sans risque : les investisseurs s'enhardissant dès lors à tort sur des produits qui *in fine* se révèlent risqués (les tranches de produits structurés notées AAA, les titres d'État des pays de l'OCDE, etc.). Mais, plus généralement, on trouve là une des questions que pose avec

force cette crise : l'allocation de l'épargne mondiale est-elle cohérente avec les besoins de financement de l'économie ? Comment l'affirmer, s'il est nécessaire d'injecter des masses toujours plus importantes de liquidités pour espérer que finalement cette épargne s'investisse là où l'économie en a besoin ?

Le critère traditionnel « rendement-risque » a depuis longtemps été questionné, en particulier en matière d'investissements à long terme. Et les périodes d'inflation forte ont sans doute, plus encore par le passé, démuni les épargnants d'actifs sans risque. L'inflation est en effet une source d'incertitude pour les épargnants résidents, de même que les fluctuations des taux de change en sont une pour les flux internationaux d'investissement. La question est donc plus générale.

On se souvient par exemple des années 1990 où les actifs des marchés émergents ont offert des couples rendement-risque bien décevants ; où les titres d'État de l'OCDE bénéficiaient de variations de prix bien supérieures aux coupons distribués, la désinflation drainant pendant quelques années une épargne qui aurait pu s'investir sur le marché actions... Depuis quinze ans, l'innovation financière a troublé plus encore ce schéma déjà délicat de l'allocation d'actifs, de même que d'autres évolutions structurelles : les excédents courants chinois, par exemple, et la nécessité de les recycler sous forme d'investissement dans le reste du monde, avec, on l'imagine, une structure de préférences et un taux d'actualisation forcément bien différents de ceux de la plupart des pays occidentaux.

La réglementation est un autre levier d'action majeur pour les politiques publiques, avec une difficulté constante à fixer un cadre d'ensemble permettant d'accommoder les pratiques variables, et en constante évolution, du système bancaire d'une part, des marchés financiers d'autre part.

Sous le terme de prudentiel on trouve aussi des visées *macro*-prudentielles, avec notamment le rôle (que certains voudraient voir dévolu aux banques centrales par exemple) de surveillance de la bonne adéquation des prix des actifs en regard de leurs fondamentaux (voire un pouvoir d'intervention). Si le sujet a été largement débattu dans les années 1990 à propos des bulles et de l'inflation des actifs financiers, l'effondrement des marchés qui est intervenu depuis permet à présent de revoir cette question en tenant compte de leur impact en termes de perte de richesse des agents privés (fonds de pensions anglo-saxons, prix de l'immobilier dans certains pays, etc.).

Enfin, le prudentiel est également au cœur des réglementations comme Bâle III, Dodd Franck Act, Solvabilité 2... La crise a conduit les régulateurs à renforcer leur action dans les secteurs de la banque et de l'assurance, mais avec un succès mitigé, ne serait-ce que parce que le « *shadow banking* » (les *hedge funds*, par exemple) ne relève pas de cette surveillance prudentielle.

Dans cette liste des réponses publiques, il convient bien sûr de souligner la volonté de concertation et de coordination internationales. Le G20 devint le lieu de travail à la fois des dimensions réglementaires mais aussi d'une recherche d'efficacité et de cohérence des politiques monétaires et budgétaires.

Il convient également de noter que certains pays, dont la France, décidèrent de ne pas se contenter d'un seul soutien défensif à l'économie. Il s'agissait de préparer la sortie de crise – ou de ne pas laisser la crise repousser à plus tard des décisions visant à agir sur les déterminants structurels de l'économie. En France, on peut notamment citer, à ce titre, les investissements d'avenir et l'ensemble de la politique de soutien à l'innovation et à la recherche (crédit d'impôt recherche, réforme des universités, etc.).

La crise de liquidité

Les acteurs privés réagirent violemment mais d'une façon parfois inattendue. Les ajustements de l'emploi, notamment, furent dans certains pays bien moindres que la baisse d'activité et la détérioration des anticipations ne le laissaient redouter. De nombreuses PME et certains grands groupes dans les secteurs des biens intermédiaires et d'investissement souffrirent de cette crise de liquidité. Ce sont finalement les établissements bancaires qui connurent les difficultés les plus grandes en la matière à l'été 2009. Le manque de transparence des bilans bancaires – la difficulté parfois pour les établissements eux-mêmes à évaluer les risques sur leurs engagements – ne pouvait qu'engendrer un mouvement de défiance auto-réalisateur, les banques refusant de se prêter entre elles.

Le métier même des banques de financement et d'investissement dans leurs activités sur les marchés de capitaux est source de démultiplication des engagements entre *desks* d'une même banque et entre banques¹. La taille des bilans devait être réduite. Les nouvelles règles prudentielles pour lutter contre les risques d'insolvabilité en renforçant les fonds propres, les *stress tests*, la

[1] Chaque vente d'un instrument ou d'un titre par un *desk* conduit le trader à se « retourner » vers un autre *desk* de la même banque ou d'une autre pour réaliser une opération le couvrant plus ou moins parfaitement, ce qui engendre à son tour une opération en miroir, etc.

gestion réglementée des risques de liquidité, l'identification des établissements présentant un risque systémique, bien qu'étant dans l'intérêt de la stabilité de l'ensemble du système, fragilisèrent parfois certains établissements.

Les banques centrales jouèrent le rôle d'apporteurs de liquidité au système bancaire, modifiant leurs règles de prises en pension, par exemple. Face à un évident problème d'aléa moral, les autorités américaines laissèrent la banque Lehman Brothers faire défaut. L'objectif était d'obtenir un retour à des pratiques plus raisonnables, mais entre-temps une crise généralisée de liquidité avait éclaté et nécessitait des interventions encore plus importantes de la part des autorités monétaires ou gouvernementales.

L'ajournement de la sortie de crise

Progressivement, l'année 2010 vit les inquiétudes s'estomper. Les anticipations des agents trouvèrent à se réancrer et les perspectives de rebond des entreprises ramenèrent même l'optimisme sur les marchés financiers. Un épisode de tension sur les dettes publiques des États européens, avec notamment des attaques spéculatives sur l'euro, troubla le printemps, mais les réactions institutionnelles, dans une période où le sentiment de sortie de crise s'affirmait, permirent de résorber une partie de ces tensions.

La bonne santé des grandes entreprises était soutenue par leurs efforts de réduction des coûts et par la vigueur de la croissance des grands pays émergents. Ceux-ci avaient été brièvement affectés par la baisse d'activité des économies développées, mais leur dynamique endogène (soutenue en Chine par un programme de grande ampleur) avait rapidement repris le dessus.

Au total, à l'hiver 2010-2011, tout était en place pour que l'horizon se dégage et cette bonne santé des entreprises se traduisait par un retour des marchés financiers sur des niveaux de valorisation plus acceptables.

Deux facteurs vinrent, dès les premiers mois de 2011, gâcher cette embellie. Ceux-ci mirent à leur tour en lumière le hiatus entre fort endettement et faible croissance, ce qui déclencha la rechute que l'on connaît depuis lors.

Le premier facteur fut le terrible épisode que vécut le Japon, avec le tsunami et Fukushima. Ce choc sur l'une des plus grandes économies de la planète affecta le Japon lui-même mais aussi une bonne part de l'industrie mondiale qui s'appuyait sur les entreprises de la vaste région sinistrée. Si les perspectives de reconstruction compensaient théoriquement cette perte temporaire de

production, l'endettement nouveau réclamé par cet effort est venu aggraver une situation budgétaire déjà très dégradée. De plus, l'impact fut important sur la confiance des ménages et des entreprises, déjà affectée deux ans plus tôt par la peur d'une crise grave. Enfin, l'incertitude nucléaire a conduit certains pays à geler, voire à arrêter la production de ce type d'électricité, avec un impact incertain à moyen terme sur leurs coûts et leur compétitivité.

Le second facteur, celui-là endogène, qui vint perturber la sortie de crise concernait les États-Unis. L'effort important de soutien mis en œuvre par le gouvernement américain aurait dû se traduire *in fine* par un redémarrage de l'emploi privé, seule façon de pérenniser les anticipations de revenus et dès lors les perspectives de croissance et de reprise du secteur du logement. Toutefois, au printemps 2011, l'emploi du secteur privé n'était pas au rendez-vous. Ce fut d'ailleurs mieux compris à l'été, lorsque furent drastiquement révisés à la baisse les chiffres du PIB américain durant la crise.

Cette perception d'un retournement de la croissance américaine rejaillissait sur l'ensemble de l'économie mondiale. Or la situation budgétaire de certains pays européens s'accommodait mal d'un scénario morose d'activité. Progressivement, les marchés connurent à nouveau de fortes variations, notamment du fait de la défiance croissante des investisseurs à l'égard de la dette des pays européens les plus vulnérables. La hausse des rendements exigés à l'émission vint alors enclencher des spirales d'insolvabilité là où les finances publiques, si elles avaient certes été dégradées par la crise et le soutien alors offert aux économies, ne le justifiaient pas.

La situation de la Grèce, pourtant spécifique, devint emblématique d'une zone euro qui n'aurait pas su assurer une convergence réelle harmonieuse des économies de ses États membres. Les asymétries entre pays à excédents courants et ceux à déficits courants, qui avaient été oubliées au profit des seuls critères budgétaires, revinrent au premier rang des préoccupations.

Les réponses institutionnelles, dans cet horizon de court terme qu'imposent les prises de position sur les marchés financiers, ne pouvaient éviter l'amplification du mouvement. Les décisions de consolidations budgétaires, quoique d'une ampleur considérable, ne furent pas suffisantes pour stopper la contagion.

C'est ce contexte difficile qui s'impose aujourd'hui à toute réflexion sur la croissance. De nombreux observateurs s'inquiétaient depuis longtemps de l'endettement des États-Unis et des déséquilibres globaux. Mais peu imaginaient ce

scénario. La dette des États en effet joue un rôle spécifique ici. Nous expliquons pourquoi dans la partie suivante. Nous nous intéresserons ensuite aux clés de la croissance : l'innovation (vue comme facteur de croissance potentielle) et la compétitivité (symptôme ou cause de difficultés structurelles). Enfin, ces questions structurelles, qu'il nous faut travailler pour mieux préparer la croissance de demain, ne peuvent éluder la question plus conjoncturelle du *policy mix* à conduire aujourd'hui. Pour le dire autrement, en maintenant un regard structurel : quel renouvellement des instruments de politique économique la crise a-t-elle provoqué ?

Une crise de la dette ?

Les « *global imbalances* »

Les analyses macro-financières qui ont précédé la crise soulignaient souvent l'insoutenable des creusements des grands déséquilibres mondiaux. La croissance des excédents courants chinois et des – déjà traditionnels – déficits jumeaux américains illustre de façon emblématique une dynamique générale inquiétante au plan mondial.

Derrière le déficit courant américain, c'est l'endettement public et privé qui était stigmatisé. Le faible taux d'épargne des ménages américains est une vieille histoire, mais certains observateurs pointaient également du doigt l'excès d'endettement des ménages et le levier mis en œuvre dans le secteur du logement qui ne pouvait pas être soutenu par les ménages les plus fragiles.

Si la crise est bien arrivée par là, c'est toutefois à travers cette dimension microéconomique et non directement *via* sa traduction au niveau du déficit d'épargne global des États-Unis. Ce n'est pas une crise des « *global imbalances* » que nous avons vécue, et, d'une certaine façon, la résorption de cette crise n'est pas passée, jusqu'à présent, par une réduction de ces déséquilibres majeurs. En revanche, c'est dans le contexte de ces grands déséquilibres qu'elle s'est jouée.

Nous avons par exemple indiqué plus haut un des dérèglements des marchés financiers mondiaux issu de cette répartition de l'épargne inégale au plan mondial. Celle-ci se traduit par une allocation intertemporelle, géographique et productive dont on ne sait plus pour qui elle présente un caractère d'optimalité, tant les caractéristiques des agents intervenants et les intérêts en jeu sont différents. Un des biais aujourd'hui importants provient sans conteste de l'accumulation d'épargne par les pays en phase de rattrapage comme la

Chine. Mais le point majeur est ailleurs : les intérêts des pays sont à la fois très divergents et totalement enchevêtrés et dépendants les uns des autres. On peut citer le « jeu » du couple États-Unis – Chine, mais aussi celui entre l'Allemagne et le reste de l'Europe.

Si cet enchevêtrement reconnu favorise l'émergence d'une volonté commune dans la crise *via* le G20, il n'en reste pas moins d'importants volets non-coopératifs dans les comportements observés. La gestion des devises en est un des archétypes. Les difficultés rencontrées par l'OMC témoignent de cette même ambivalence. Le « renouveau » de la réflexion sur le thème de la mondialisation est à suivre de près ; si la résorption des déséquilibres n'est pas à l'ordre du jour, il paraît essentiel que les stratégies de chaque pays soient mieux comprises par les autres, dans une logique de coopération plus que de concurrence destructrice.

Les projets structurels inaboutis

Réforme de l'État

Dans de nombreux pays, depuis des années, des mouvements d'ampleur sont conduits en vue de rendre plus efficace le fonctionnement des États. Un des objectifs clés est une réduction structurelle des déficits publics, identifiés comme sources importantes des grands déséquilibres mondiaux. Il s'accompagne toutefois d'une volonté de modernisation et d'adaptation des États aux modalités actuelles des économies. On peut résumer ces mouvements de la façon suivante :

- une décentralisation de la composante centrale (ou fédérale selon les pays) vers des agences au fonctionnement plus autonome, ou vers les composantes régionales et territoriales ;
- une logique de contractualisation entre le centre et ses périphéries *via* une meilleure définition des objectifs et du suivi des performances ;
- une externalisation des fonctions opérationnelles ne relevant pas d'un savoir-faire étatique, ou une logique de partenariat public-privé faisant jouer aux États un rôle de levier de l'action privée ;
- une recherche de productivité organisationnelle par la mutualisation (création de centres de services partagés) et par le développement de l'e-administration ;
- de manière duale au développement de l'e-administration, le développement de nouveaux services ou une adaptation des services aux besoins des

agents privés (guichets uniques, services accessibles par Internet, réduction des charges des entreprises, etc.) ;

- l'open data, visant à la fois l'apport d'un surcroît de productivité à l'économie en mettant à disposition une partie des actifs immatériels de l'État, et d'autre part la possibilité d'un contrôle citoyen direct jugé dans certains pays, par exemple au Royaume-Uni, plus efficace qu'un système centralisé de suivi des performances de la fonction publique.

Ces réformes importantes ont, dans la plupart des pays, porté une partie de leurs fruits, même si, à court terme, les gains ne sont pas à la hauteur des espérances, ou bien si, expérience faite, des effets négatifs imprévus se révèlent. On citera trois exemples de contre-productivité : dans la plupart des pays les réductions d'effectifs au niveau de l'administration centrale ont été plus que compensées par des hausses de salaires et l'accroissement des effectifs au niveau local ; les partenariats public-privé peuvent dans certains cas être discutés car ils se révèlent au final parfois plus coûteux pour l'ensemble de la collectivité qu'un financement et un management publics ne l'auraient été¹ ; les efforts de mutualisation et d'externalisation ont parfois été source de surcoûts à court terme.

Même si les modalités sont encore à optimiser, le bien-fondé de telles réformes n'est plus vraiment contesté, dans la mesure du moins où le périmètre d'action de l'État n'est pas remis en cause. L'arrivée de la crise a toutefois freiné ces évolutions alors même que l'efficacité de la dépense publique se retrouve au centre des débats. À noter que la France, ayant lancé tardivement son propre programme de réforme (la RGPP), a poursuivi sa mise en œuvre malgré l'entrée en crise.

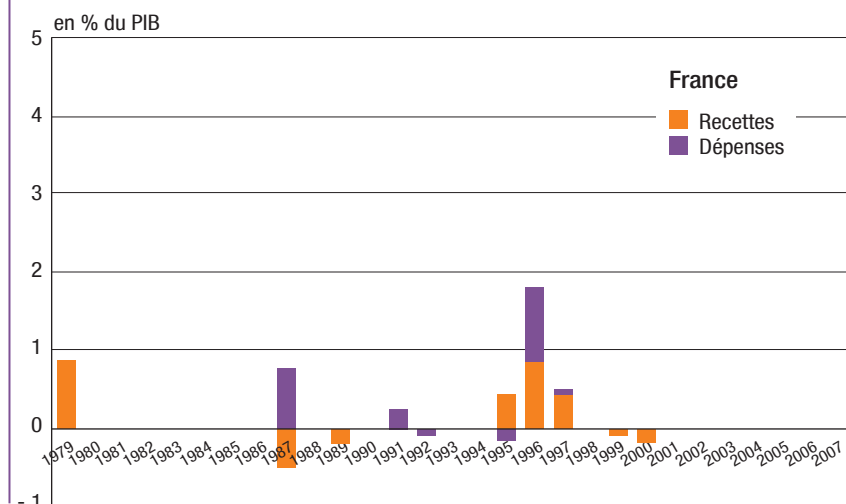
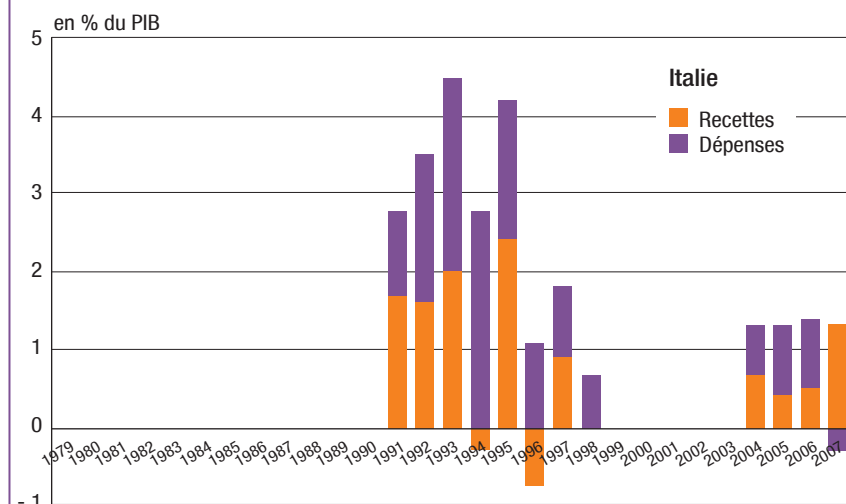
Réduction structurelle des déficits

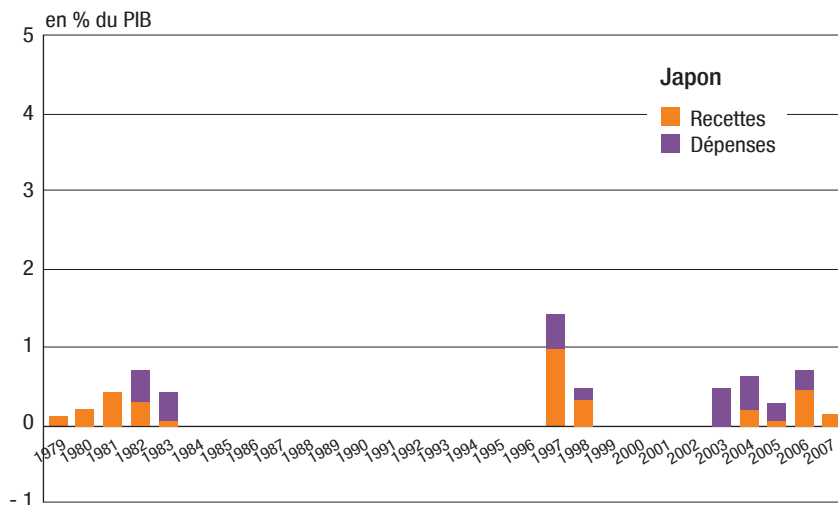
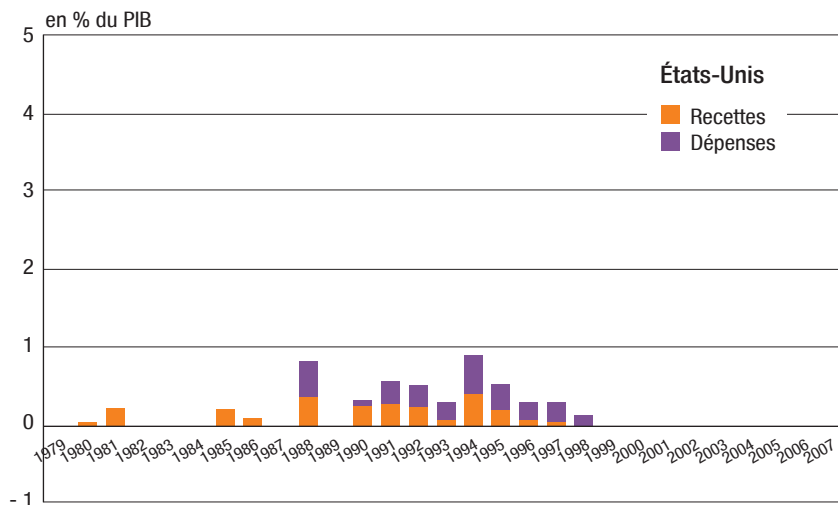
Le FMI a, sur un autre plan, apporté une mesure des efforts de réduction structurelle des déficits dans les différents pays. Ses travaux se sont attachés à chiffrer effectivement les mesures sur les dépenses ou sur les revenus visant une telle réduction structurelle.

[1] Voir Inspection générale des finances (2011), *Études des stratégies de réforme de l'État à l'étranger*, rapport 2010-M-098-02, avril, www.igf.finances.gouv.fr/gcp/webdav/site/igfinternet/shared/Nos_Rapports/documents/2011/2010-M-098-02.pdf.

On constate alors que certains pays ont réalisé des ajustements budgétaires importants sur longue période (l'Italie, par exemple) quand d'autres, comme la France, n'ont pas profité des périodes de croissance pour conduire des réductions structurelles. Les graphiques suivants, tous à la même échelle, illustrent ce point.

📍 **Efforts budgétaires de réduction structurelle des déficits publics**





Note : Ne sont mentionnés que les ajustements budgétaires visant directement à réduire les déficits publics structurels. S'ajoutent, en positif, les mesures de réduction de dépenses et celles d'accroissement des recettes concourant à la diminution des déficits. Des chiffres négatifs de recettes sont l'effet de l'arrêt d'une mesure temporaire d'augmentation des recettes.

Source : Devries P., Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. (2011), « A new action-based dataset of fiscal consolidation », IMF Working Paper, n° 11/128

L'absence de convergence réelle en Europe

Aux yeux de nombreux observateurs, les difficultés que nous vivons en Europe ne sont pas une crise de la dette mais une crise liée à l'absence de convergence des économies réelles. La création de la zone euro et l'ancrage nominal des différentes économies reposaient sur l'hypothèse que rapidement les différentes économies de la zone s'homogénéiseraient. Si l'on a bien constaté un important rattrapage des pays du Sud de l'Europe sur de nombreux indicateurs, certains écarts se sont à l'inverse creusés. Sans doute faut-il y lire une allocation rationnelle, de la part des entreprises, des ressources de l'économie réelle¹ pour l'ensemble de la zone, mais celle-ci a provoqué une disparité importante des capacités productives, peu souhaitable dans une perspective de politique économique commune. L'absence de mécanisme redistributif ne permet pas en effet une telle allocation sans un appauvrissement progressif des pays les moins efficaces. Surtout, la crise et la surévaluation de l'euro ont accéléré ce mouvement différencié entre les pays accumulant des excédents et les autres.

La zone euro est confrontée là à une vraie difficulté. La solution fédéraliste ne peut en effet s'imposer comme une solution sans avancée des opinions publiques vers une telle cible. Il conviendrait d'explicitier les trajectoires envisageables et de confronter leur issue aux attentes de chaque pays. La mise à contribution de tous, au niveau des gains provenant d'un fonctionnement collaboratif, permettrait ensuite la mise en place de dispositifs visant à corriger certaines divergences².

L'horizon de court terme que semble imposer la crise sur les marchés financiers rend particulièrement difficile un traitement serein de cette difficulté.

Le décrochage des marchés

La focalisation « des marchés » sur la dette des États pose de nombreuses questions. Le principe du marché est d'attendre du libre jeu de l'offre et de la demande un « juste prix ». C'est ce postulat qui est d'ailleurs retenu dans

[1] Ce qui est en soi contesté par de nombreux observateurs : au lieu d'investissements productifs, qui donnent une légitimité à des déficits courants forcément temporaires, les investissements furent souvent spéculatifs dans le secteur immobilier comme en Espagne et en Irlande.

[2] Voire, dans certains cas, de laisser intactes les chances d'un renversement de situation, une fois certaines évolutions démographiques accomplies. Il est indéniable en effet que le taux d'épargne élevé des Allemands est lié à leur structure démographique, assez différente de la dynamique observée en France par exemple.

l'interprétation courante que l'on fait de la « *fair value* » dans les normes IFRS, telle qu'elle est estimée au travers de la « *market value* ». Et, pour faire en sorte que cette « *market value* » soit la plus juste possible, il convient de s'attacher à donner une profondeur maximale aux marchés et s'assurer que des acteurs travaillent spécifiquement à garantir la liquidité des titres cotés.

On ne peut que s'accorder avec une telle démarche en situation « normale », c'est-à-dire une situation où les rendements offerts par les actifs sont de l'ordre de la croissance nominale de l'économie, les actifs peu risqués devant proposer un rendement plus faible que la croissance du revenu national, les actifs plus risqués un rendement plus élevé¹. Cela n'exclut pas d'importantes variations en cours d'année, parfois justement dues à la recherche d'un équilibre des marchés.

À cette aune, on ne peut considérer que la situation que nous vivons depuis le début de la crise est « normale ». Les volatilités sont telles que les investisseurs de long terme ne peuvent rationnellement prendre des décisions conformes *a priori* à leurs propres critères, car les incertitudes de court terme brouillent la rentabilité anticipée des actifs. Si l'on ajoute à ce raisonnement en économie fermée la coexistence d'acteurs internationaux présentant des caractéristiques radicalement différentes des acteurs traditionnels, le recours au marché comme signal de prix « efficace » doit être questionné.

Enfin, il convient de noter que le détenteur final de la dette des États (ménages ou investisseurs institutionnels) voit la hausse des rendements non comme une source de revenus supplémentaires sur sa nouvelle épargne investie, mais comme une perte de richesse bien supérieure liée à la dégradation de la valeur de son portefeuille existant. Là où la théorie de l'équilibre général identifie un transfert de revenus, force est de constater que l'on induit des comportements contraires. Il n'y a pas de contradictions, mais bien plutôt un manque théorique en matière de prise en compte du risque dans le modèle de référence.

La France a réalisé dans les années 1980 d'importants efforts pour que ses obligations soient internationalement recherchées et qu'ainsi son marché de la dette soit liquide, permettant d'économiser une surprime de liquidité dans le service de sa dette. Un travail visant aujourd'hui à rééquilibrer financement par emprunt et financement par émission d'obligations permettrait peut-être

[1] Le rendement pondéré des deux types d'actifs doit dans le long terme rester en ligne avec le taux de croissance de l'économie nationale, puisque c'est ce revenu (dans une économie fermée) qui se partage *in fine* au travers de la valorisation des actifs.

de trouver une « juste mesure » entre les deux, éventuellement au travers d'une évolution des règles de l'assurance vie. Un bilan pourrait être conduit internationalement, visant à réduire l'assiette sur laquelle « les marchés » sont amenés à prendre position. On donnerait ainsi aux États un pouvoir de monitoring entre les deux formes de financement. Un tel bilan n'est pas aisé à mener, tant les orientations sont aujourd'hui opposées : la gestion du risque de liquidité dans Bâle III, par exemple, favorise la disparition du crédit bancaire aux entreprises au profit du développement d'instruments obligataires dédiés aux PME. Il nous semble toutefois que la crise ne trouvera son issue que lorsque les autorités sauront différencier les horizons, entre ceux du long terme et ceux des marchés financiers, et apporter des réponses à leur inévitable distance lorsque montent les incertitudes.

Innovation et croissance potentielle

Une économie de l'offre

Les débats des années 1980 entre économistes de l'offre et économistes keynésiens sont loin. Les néo-keynésiens raisonnent dorénavant eux aussi sur une représentation simplifiée des économies où les innovations qui se succèdent sont la source véritable et persistante dans le temps de la croissance. Bien sûr jouent également sur cette croissance la façon dont le partage de la valeur ajoutée s'accomplit¹ et la façon dont le risque est pris par les différents agents en fonction de leur capacité à le porter et, donc, en fonction de leur dotation initiale. Bref, il n'est pas possible de considérer que les aspects redistributifs sont neutres sur la croissance. Toutefois, un des moteurs essentiels reste la façon dont une économie saura innover, qu'il s'agisse de nouveaux produits ou de nouveaux procédés, sources de gains de productivité.

Un des enjeux majeurs pour la croissance de demain est donc de maintenir, pendant la crise, notre capacité à innover, et de préparer la sortie de crise en nous dotant du meilleur cadre pour favoriser les innovations.

Un tel cadre ne relève plus de la politique industrielle telle que les pays pouvaient la mener par le passé. La culture centralisée française était alors adaptée à ce pilotage industriel au travers de grandes entreprises publiques. Chacun s'accorde aujourd'hui sur une politique industrielle qui soit une politique d'innovation. Il s'agit d'une part de favoriser la recherche publique mais aussi

[1] Les impacts structurels du chômage ou des déficits publics sur la croissance potentielle différencient également les approches.

sa valorisation ; il s'agit d'autre part de favoriser la R & D privée et d'en espérer des innovations. Enfin, parmi ces dernières, il convient également de maximiser les probabilités d'émergence d'innovations de rupture, les plus à même de renforcer la croissance potentielle.

Une politique d'innovation est délicate à conduire. Elle doit évoluer entre deux écueils. Le premier est celui qui, par souci de s'éloigner le plus possible de l'ancien modèle de politique industrielle, courrait le risque de la dispersion. Le second est celui d'une structure plus rigide, limitant la dispersion mais dès lors réduisant la probabilité d'émergence d'innovations de rupture.

Ces dernières sont par nature imprévisibles, comme l'observation du passé le souligne, et investir aujourd'hui là où les technologies ont vécu des innovations de rupture est sans doute une bonne façon de passer à côté de la rupture suivante...

Éviter le saupoudrage mais accepter une dispersion qu'on se doit d'interpréter comme une diversification reste donc une clé. Il s'agit à la fois de bénéficier de la dynamique d'innovation générale, incrémentale, issue de la recherche locale ou de celle du reste du monde, d'être prompt à intégrer les innovations de rupture émergeant à l'étranger, et enfin de se donner l'opportunité d'être soi-même le lieu d'innovations de rupture.

Dans nos pays développés, cette politique de l'innovation est essentielle pour préserver notre position au plan mondial. Le rattrapage opéré par les grands émergents, leur force de frappe et, malgré une hausse rapide de leurs coûts salariaux, un avantage de compétitivité-prix majeur réclament une détermination sans faille de notre part si nous voulons demeurer *leaders* sur le plan de l'innovation. C'est le discours tout particulièrement des firmes allemandes : elles supportent en effet des coûts salariaux élevés, et savent que seule une avance technologique leur permet de gagner des marchés et de défendre les leurs.

La stratégie de Lisbonne, devenue Europe 2020, n'est qu'une des traductions de la volonté de chaque pays de progresser dans une économie de la connaissance qui multiplierait les innovations. Pour cela, il convient de disposer d'un outil éducatif performant ; il convient également d'articuler la formation supérieure avec la recherche, et la recherche avec sa valorisation.

Le financement de l'innovation

Trois grandes sources d'innovation sont à considérer : la recherche publique – dont il faut assurer la valorisation ; les dépenses de R & D consacrées, dans

des proportions variées, par les grandes entreprises et les entreprises de taille moyenne ; les innovations qui sont le cœur d'un projet d'une entreprise en création ou nouvellement créée.

Le financement en sortie de crise risque de poser des difficultés au financement des dépenses d'investissement des entreprises (cf. *infra*). L'organisation du financement de la recherche publique présente, pour sa part, plusieurs types de modèles : aux États-Unis, par exemple, les grandes universités disposent de fonds de capital-risque qui prennent des parts dans des projets de *spin-off*. Dans le cas français, la mise en place des SATT (Sociétés d'accélération du transfert de technologie), par exemple, vise directement le soutien public à la valorisation de la recherche.

Les jeunes pousses souffrent structurellement d'un défaut de financement (l'« *equity gap* »). Elles sont trop risquées pour bénéficier d'un financement bancaire et n'intéressent pas encore les fonds de capital-risque, notamment en France. En effet, le modèle traditionnel du capital-risque est peu compatible économiquement avec un réel travail d'amorçage, car il s'agit de prendre initialement de petites participations au sein des jeunes entreprises, puis de les accompagner techniquement (appui commercial et gestionnaire essentiellement) et financièrement lors des deuxième et troisième tours d'ouverture du capital. Le modèle économique des sociétés de gestion traditionnelles ne leur permet pas de trouver, dans une telle activité, une source de profitabilité. Surtout si ces petites prises de participations se doivent d'être nombreuses et diversifiées pour maximiser la probabilité de faire émerger des innovations de rupture, à même de rentabiliser très significativement le portefeuille sur le long terme. Quelques acteurs de terrain mènent de vraies politiques d'amorçage, souvent sur le plan régional, dans une logique de « terreau ». La création en France du Fonds national d'amorçage devrait entraîner un renouvellement du modèle traditionnel et faire levier sur les modèles d'amorçage les plus pertinents dans une logique de politique publique d'innovation. Par ailleurs, le gain en maturité des *business angels*, phénomène qui n'a pris que récemment de l'ampleur en France, et l'évolution culturelle issue des réseaux sociaux et du *crowdfunding* peuvent à l'avenir favoriser ce renouvellement du financement de l'innovation privée¹.

[1] En intervenant très en amont, les acteurs de l'amorçage apporteraient un *deal-flow* plus profond et plus riche aux acteurs plus traditionnels du capital-risque que celui dont ils disposent aujourd'hui. À charge pour eux de s'articuler au mieux avec le travail de *screening*, de sélection et d'accompagnement qui leur sera ainsi offert, notamment en termes de partage de la valeur et des risques.

Prise de risque et investissement

L'action publique est aujourd'hui d'autant plus nécessaire que le secteur du *Private Equity* est en difficulté. Les réformes de Bâle III et de Solvabilité 2 éloignent leurs investisseurs institutionnels ; la gestion du risque de liquidité (Bâle III également) rend très problématique le développement des LBO qui constituent la part essentielle du capital-développement ; les médiocres performances des fonds ne rendent pas aussi populaires auprès des particuliers des produits que les incitations fiscales avaient mis sur le devant de la scène.

Au-delà du financement de l'amorçage, il convient donc de penser au financement des entreprises qui vont se trouver prises entre une réduction des crédits bancaires et une difficulté à lever des fonds propres. Le crédit d'impôt recherche a, notamment ces dernières années, apporté des solutions. On constate cependant que les dépenses de R & D privées en France restent encore en deçà des objectifs (ceux de la stratégie de Lisbonne, par exemple¹).

L'émission obligataire, même si des réflexions sont en cours pour que des PME accèdent aux marchés *via* la mutualisation au sein de « *project bonds* », est une piste à considérer avec recul, compte tenu du rôle qu'ont joué les produits de structuration de créances dans cette crise.

L'accumulation de fonds propres et l'autofinancement sont quant à eux la voie longue pour construire une économie performante. Faut-il faire ce choix ? En avons-nous le temps ?

Le comportement d'investissement des entreprises est conditionné par leur aversion au risque. Dans la théorie économique, ce point est peu développé, les entreprises étant traditionnellement modélisées comme « neutres au risque » ; dans la réalité, ce point est essentiel, car il gouverne les décisions d'emploi aussi bien que de R & D ou de développement commercial à l'international. On peut en effet considérer comme investissement tout ce qui nécessite une dépense aujourd'hui en vue d'un accroissement de valeur – incertain – demain : R & D et innovations, capacités de production (choix des technologies, de la localisation, du mode de production, capital humain-formation, rémunération, etc.), capacités de commercialisation (choix des canaux, réseaux, marque, capital humain, communication, marketing, etc.), RH hors savoir-faire (culture d'entreprise, etc.), capacités financières et réduction du risque (endettement et fonds propres en excès, etc.).

[1] Cible de 3 % pour les dépenses de R & D rapportées au PIB, dont deux tiers par le secteur privé.

L'aversion au risque des entreprises réduisant le dynamisme d'un sentier de croissance, la prise de risque est sans doute un élément clé de la croissance potentielle des économies. Il est dès lors naturel que les politiques publiques cherchent les différents leviers de politique économique permettant de la favoriser. Il existe des dispositifs publics allant dans ce sens (en France : CIR, JEI, dispositifs de type « gazelles », Coface, FASEP, etc.), ou d'autres favorisant le financement de projets risqués (FCPI, loi TEPA, etc.)¹. Il convient bien sûr d'approfondir ces premiers éléments.

Il peut paraître contradictoire de viser à contraindre le système bancaire en matière de prise de risque et parallèlement de chercher à développer le goût du risque dans l'économie. Une compréhension globale de la valeur des transferts et mutualisations des risques pour l'économie serait nécessaire ; elle reste toutefois largement à élaborer.

Il convient de noter en particulier que le modèle allemand du *Mittelstand* – des entreprises de taille intermédiaire fortement exportatrices – ne repose pas sur une « culture d'aventurier ». Bien au contraire, il s'agit d'entreprises qui ont su grandir à leur rythme pendant de longues années et qui ont d'abord réduit leur vulnérabilité – avec un soutien actif des banques locales – avant de prendre le risque de l'internationalisation. Se hisser rapidement au même niveau que celui obtenu par une accumulation de fonds propres sur longue période réclame alors peut-être de réfléchir à une généralisation ou à l'adaptation des aides de type FASEP et Coface.

Les exportations : question emblématique

Les soldes commercial et courant de la France relèvent de considérations macroéconomiques, notamment en matière d'épargne. À ce titre, il convient de rappeler qu'exporter n'est pas une fin en soi. On souligne habituellement que les efforts fournis par les Allemands en vue de gagner en compétitivité doivent pour bonne part s'interpréter comme un intense effort d'épargne au détriment de leur consommation intérieure et donc comme un arbitrage inter-temporel qui leur est propre (structure démographique, par exemple).

Il convient également de noter que si le déclin des parts de marché de la France peut sembler difficilement évitable dès lors que de nouveaux acteurs comme

[1] CIR : crédit d'impôt recherche. JEI : jeune entreprise innovante. FASEP : Fonds d'études et d'aide au secteur privé. FCPI : Fonds commun de placement dans l'innovation. Loi TEPA : loi du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat.

les grands émergents ont un mode de croissance fondé sur les exportations, la pérennité de ce mode de croissance ne va pas de soi. La Chine devrait voir se développer son marché intérieur à moyen terme, et l'on peut raisonnablement espérer que le développement de la consommation des ménages chinois rééquilibrera dans le temps les échanges.

Toutefois, le mouvement observé sur nos exportations depuis dix ans (plus précisément depuis 2003) mérite un constat et des actions. Il est la traduction d'éléments structurels de notre tissu productif. Et si, à long terme, il est légitime d'attendre des mouvements de rééquilibrage au plan mondial, encore faudra-t-il être en mesure d'en tirer parti.

Un constat préoccupant

Au premier semestre 2011, la croissance des exportations françaises, qui s'étaient quelque peu redressées, marque le pas, et les laisse encore en deçà des niveaux atteints avant la crise. En 2010, le rebond de l'automobile avait notamment redressé les échanges industriels mais le deuxième trimestre 2011 semble indiquer l'arrêt de ce mouvement. L'aéronautique amplifie également le ralentissement vis-à-vis des « pays tiers » (hors Union européenne) dès le début 2011. Le repli est également net, par rapport à 2010, pour l'informatique et l'électronique. En revanche, l'industrie agroalimentaire et les produits agricoles maintiennent une dynamique satisfaisante.

Les exportations françaises représentaient 55 % des exportations allemandes en 2000. Le ratio est aujourd'hui de 40 %. De même, le rapport des valeurs ajoutées des deux secteurs industriels est passé de 50 % en 2000 à 40 % en 2010. Toujours dans l'industrie, le rapport des excédents bruts d'exploitation réalisés par les deux pays était de 60 % ; il est aujourd'hui de 29 %.

Seuls 4,4 % du total des entreprises françaises exportent (hors services, le score est meilleur mais reste trop faible : 19,1 %). De plus, 42 % des firmes exportatrices françaises n'exportent que vers un seul marché étranger. Les 10 000 entreprises les plus grosses, soit environ 10 % de l'effectif des entreprises exportatrices, réalisent 95 % des exportations.

En 2010, pour la première fois depuis 2003 et après une forte baisse en 2009, le nombre d'exportateurs a augmenté (en 2009, nous étions revenus au niveau de 1994). Les primo-exportateurs suivent le repli de ces dix dernières années : ils sont passés « de 22 % [de l'ensemble des entreprises exportatrices] en 2000 à 19 % en 2009. Ces primo-exportateurs sont le plus

souvent des entreprises de petite taille et en très grande majorité des entreprises indépendantes. En 2009, plus de trois primo-exportateurs sur quatre sont des entreprises de moins de 20 salariés, contre seulement 3 % de plus de 250 salariés (...) Par ailleurs, les primo-entrants exportent un nombre plus limité de produits vers moins de pays (2 pays contre 5 pour l'ensemble des exportateurs) »¹. Seuls 30 % survivent la première année, et 8 % seulement des primo-exportateurs de 2000 ont survécu dix ans.

Principales explications

Le positionnement (produit*marchés) de la France en matière d'exportation n'a rien à envier à celui de l'Allemagne, ce n'est donc pas là qu'il faut chercher des explications. Nous bénéficions à peu près de la même demande potentielle.

C'est donc du côté de l'offre que se fait la différence. Le premier réflexe est de penser à une guerre des prix. Or, les travaux empiriques montrent que la compétitivité-prix n'est pas seule en cause. C'est la compétitivité hors-prix – qui recouvre de nombreuses réalités – qui explique une bonne part des écarts. La compétitivité-coût, si elle ne joue pas directement dans les effets prix, peut se retrouver en revanche dans les avantages « hors-prix ».

Les entreprises allemandes bénéficient en effet d'un meilleur positionnement en termes de coût, pour partie sur les coûts salariaux qui ont beaucoup baissé depuis dix ans, même s'ils restent au-dessus des coûts salariaux français en niveau, mais aussi et peut-être surtout sur les coûts des consommations intermédiaires. L'organisation retenue le plus souvent par les firmes allemandes vise le maintien d'une exportation des produits assemblés en Allemagne à partir de consommations intermédiaires achetées à bas prix dans les pays d'Europe centrale et orientale. La France, de son côté, a plus souvent opté pour des délocalisations, y compris de chaînes de production complètes. La stratégie industrielle française est peut-être meilleure sur le plan microéconomique et macroéconomique à terme mais, facialement, les taux de marge sont meilleurs pour les entreprises exportatrices allemandes².

[1] Direction générale des douanes et droits indirects (2010), « Les primo-exportateurs indépendants peinent à s'enraciner à l'international », *Études et Éclairage*, n° 16, août.

[2] Ce n'est évidemment pas sans conséquence en matière de mesure de nos exportations, car les chiffres d'affaires (et les profits) sont de plus en plus tirés par l'implantation à l'étranger ou par l'exportation depuis d'autres localisations que la France. Une telle stratégie d'implantation est *a priori* meilleure en vue des futurs développements des marchés intérieurs des pays du Sud, mais il n'est pas simple de comparer les deux postures. Ce qui est sûr, c'est que l'Allemagne a abandonné une part importante de ses emplois dans cette stratégie sans forcément en avoir touché les dividendes directement. Une étude en soi mériterait

La capacité à ne pas ajuster les prix en cas de durcissement des marchés (« *pricing power* »), liée à des positionnements de niche des firmes allemandes, et à des structures de passif permettant une plus grande patience et une plus grande prise de risque, renforce cet écart en termes de marge. On a sans doute là une explication importante du fort taux d'investissement en R & D et, en conséquence, une capacité plus grande à innover, à prendre des risques sur de nouveaux marchés, et à encaisser les évolutions des taux de change.

Ainsi, les débats sur la compétitivité-coût et la compétitivité-prix peuvent ici trouver un point d'accord. Les marges accumulées, grâce à l'évolution des coûts, favorisent des effets mesurés *via* la compétitivité hors-prix. De même, le « *pricing power* » des firmes est déterminant pour ne pas souffrir des évolutions défavorables des taux de change. Une position de force (positionnement de niche, capacité financière, etc.) permettra de répercuter la hausse de sa devise¹.

Enfin, différentes études ont montré que les firmes exportatrices performantes sont d'un type particulier, que l'on retrouve dans tous les pays. La taille, la productivité et l'innovation apparaissent comme des caractéristiques clés. La causalité, selon ces études, semble s'exercer de la préexistence de ces caractéristiques vers l'exportation plutôt que l'inverse. Ce point est crucial en matière de recommandation de politique publique². Dans ces conditions, le constat de notre faiblesse à l'exportation est celui du retrait important de notre secteur manufacturier (là où se fait l'écart en termes de R & D privée avec l'Allemagne) et celui de notre démographie d'entreprise, insuffisamment dense en entreprises de taille moyenne.

d'être conduite, tant sur le plan microéconomique pour juger de la stratégie la meilleure (selon les secteurs sans doute) que sur le plan macroéconomique pour évaluer les gains d'accumulation d'épargne permettant ensuite d'investir dans des actifs étrangers (contrepartie des excédents courants allemands) *versus* des dividendes directement perçus (comme, en schématisant, dans le cas français). Il est clair que les deux niveaux d'analyse réclament une vision dynamique. À noter que la multiplicité de sites à l'étranger doit également réduire la vulnérabilité des groupes à des chocs locaux.

[1] Des travaux ont montré que l'introduction de l'euro avait eu des effets favorables pour la marge extensive française dans la zone et défavorable en dehors de la zone. En revanche, le nombre d'exportateurs en dehors de la zone semble bien avoir pâti de la force de notre devise ces dernières années.

[2] Si le sens de la causalité [de l'efficacité vers l'exportation] est bien établi, un effet de moindre ampleur existe en sens inverse. Certaines études théoriques et empiriques montrent en effet que le durcissement de la concurrence à l'exportation incite les firmes à se recentrer sur les produits pour lesquels elles sont les plus performantes. Il y aurait donc bien là un lien causal également entre présence à l'exportation et productivité des entreprises. On peut également citer l'effet d'apprentissage qui aiderait les entreprises à gagner en productivité.

Exportations et innovations

L'innovation est une clé importante en matière d'exportations. Elle entre en particulier dans la compétitivité hors-prix, elle permet également de disposer d'un plus grand pouvoir de marché, elle est enfin la vraie façon de garder de l'avance vis-à-vis des économies émergentes en repoussant la frontière technologique.

Une étude récente de la Direction générale des douanes et taxes indirectes¹ souligne le lien entre innovation et exportation. 60 % des entreprises exportatrices déclarent « innover » contre 42 % des entreprises en moyenne. Cette étude, là encore, ne teste pas le sens de la causalité. Une variable cachée (la taille) peut également être à l'origine d'une propension plus grande à l'innovation comme à l'exportation². La proportion d'entreprises innovantes de plus de 250 salariés s'élève à 85 % (contre seulement 50 % pour les moins de 20 salariés).

L'innovation la plus fréquente (60 %) parmi les firmes exportatrices est de type organisationnel (il peut s'agir d'innovation en produits, en procédés, en organisation ou en marketing). Les grands exportateurs combinent évidemment les différents types d'innovation³.

Sur la période 2006-2010, l'étude précitée montre que les entreprises exportatrices innovantes affichent de meilleures performances. Le chiffre d'affaires moyen à l'exportation est beaucoup plus élevé que celui des non innovantes (4,6 millions d'euros contre 1 million) – même si, là encore, la variable cachée de la taille biaise les résultats de statistique descriptive. On note toutefois que la croissance de leurs exportations est plus robuste : + 1,7 % par an en moyenne, contre une baisse moyenne de 2,1 %. Cette robustesse est confirmée avec l'analyse de la récession mondiale de 2009 : leurs exportations se sont certes repliées fortement, mais le rebond en 2010 a été très marqué. Dans ce cas, ce sont les petites entreprises innovantes de moins de 20 salariés qui réalisent la meilleure performance (+ 8,4 % contre – 1 % pour les non innovantes).

L'innovation serait source de longévité sur les marchés à l'exportation : en 2008, plus de 63 % des entreprises exportatrices et innovantes sont présentes

[1] *Études et Éclairages* [2011], n° 26, octobre.

[2] Il existe également des travaux – sur des données moins récentes – confirmant ces résultats en contrôlant l'effet taille.

[3] À noter que ces innovations, parfois moins technologiques, sont moins faciles à saisir par les pouvoirs publics et donc souvent moins soutenues.

sans discontinuer de 2006 à 2010, contre 50 % pour les non innovantes. Le résultat est bien sûr fonction de la taille (86 % pour les entreprises de plus de 250 salariés et innovantes) mais dans ce cas aussi, le résultat est robuste (72 % seulement pour les firmes non innovantes de plus de 250 salariés).

Les entreprises innovantes exportent également vers plus de pays (8 pays en moyenne, contre 5 pour les non innovantes), et vers des pays plus lointains (en Asie : 11 % des entreprises contre 6 %, ou sur le continent américain : 11 % contre 5 %). Ici encore, le résultat se vérifie à taille comparable, même si l'écart le plus spectaculaire concerne les entreprises de plus de 250 salariés.

Des stratégies de terreau et d'accompagnement dans le temps

La proximité d'entreprises exportatrices est également un facteur déclenchant pour devenir soi-même exportateur. Ce constat, fait au quotidien par de nombreuses PME, a été validé par des travaux économétriques¹. La présence dans une zone d'emploi d'un exportateur supplémentaire vers un pays donné accroît, pour les entreprises de cette zone, la probabilité d'exporter vers ce pays de 0,17 point de pourcentage, et de 1,07 point la probabilité d'exporter le même produit vers le même pays. Ces chiffres sont faibles mais très robustes statistiquement. Ils s'élèvent entre 2 et 3 points de pourcentage lorsque les destinations présentent des difficultés d'accès (administratives, de langue, à cause de risques élevés, etc.).

Les effets (ou économies) d'envergure sont plus importants encore que les effets d'agglomération. Ils apparaissent dans les entreprises multi-produits lorsqu'elles bénéficient de mutualisation de coûts, par exemple. On mesure que la probabilité d'exporter un second produit vers le même pays destinataire que le premier produit est plus élevée de 2,4 points de pourcentage que la probabilité d'exporter un premier produit dans ce même pays.

Ces deux résultats militent en faveur de stratégies de terreau visant à développer des réseaux entre entreprises – qu'il s'agisse de réseaux de proximité, de filières, etc. – et de stratégies d'accompagnement dans la durée des entreprises exportatrices. En particulier, le levier semble plus fort si l'on aide des entreprises déjà exportatrices plutôt que des primo-exportateurs.

[1] Koenig P., Mayneris F. et Poncet S. [2009], « L'agglomération des exportateurs incite à exporter », *La Lettre du CEPII*, n° 290.

Les instruments de politique économique

Comme nous l'avons vu, les autorités budgétaires et monétaires ont dû sortir du rôle traditionnel qui avait été le leur pendant la période dite de Grande Modération (période de fluctuations modérées de la croissance et de l'inflation). Cette remise en cause n'a pas été – et n'est toujours pas – sans susciter débats techniques et idéologiques.

La peur de l'inflation et la monétisation de la dette

L'inflation peut être vue comme un « seigneurage », un impôt qui finance la dette des États. En user est naturellement considéré dans nos économies développées comme très critiquable. La lutte contre l'inflation est également, pour qui a connu les périodes d'inflation forte et, dans certains pays, les dérapages en hyperinflation, un devoir. Il est en effet un seuil d'inflation à partir duquel les anticipations des agents développent une accélération des prix qui ne se révèle ensuite contrôlable qu'au prix d'un violent refroidissement de l'économie. Il n'est pas aisé d'identifier ce seuil, et certains observateurs soulignent que les pressions déflationnistes actuelles suffiraient à le rendre inopérant, quel qu'il soit.

De nombreux économistes ont ainsi fait valoir que la cible d'inflation des banques centrales (2 % pour la BCE par exemple) devait être abandonnée au profit d'une cible en niveau des prix, du moins de façon temporaire. De cette manière, les épisodes récessifs de faible inflation pouvaient être compensés par une acceptation d'un mouvement de hausse des prix plus significatif en sortie de crise, permettant « naturellement » d'effacer une partie de la dette et de favoriser également une reprise plus vive de l'économie. Les tenants de l'approche traditionnelle rappellent toutefois que les anticipations des agents – sources d'un éventuel dérapage de l'inflation – se fixeraient sur l'évolution de l'inflation et non sur celle des prix.

Le débat concernant le rôle des banques centrales et leur éventuelle prise de risque en matière d'inflation est également au centre des mécanismes de « *quantitative easing* » et de la monétisation de la dette. En effet, les programmes de rachat de titres obligataires par les banques centrales sont, ou non, stérilisés. S'ils ne le sont pas, il y a création monétaire et « monétisation de la dette ». Nous avons vu que de tels apports de liquidité ont été la règle aux États-Unis, où l'ampleur des programmes de rachat de dette sur les marchés est sans commune mesure avec ce qui a pu exister en Europe. Là encore, le débat reste ouvert.

Le rôle des banques centrales dans la surveillance des marchés d'actifs

La surveillance – et l'intervention éventuelle en cas de déséquilibre – des marchés d'actifs financiers est un autre grand débat sur le rôle dévolu aux banques centrales. Théoriquement, celles-ci ne sont censées intervenir sur les devises que dans le cadre de la lutte contre l'inflation, même si des actions concertées des grandes banques centrales ont lieu régulièrement.

Sur ce point, il s'agit de surveiller et d'intervenir sur les marchés de la dette, des actions, voire de l'immobilier. L'argument « historique » (dans les années 1990) était que les injections de liquidité venaient alimenter des bulles spéculatives au lieu de nourrir la croissance de l'économie. Le débat aujourd'hui se concentre sur l'effet des crises financières sur les économies réelles, notamment au travers des difficultés que peuvent rencontrer les établissements bancaires.

Le débat reste à clarifier, et l'on observe d'un côté les tenants d'un soutien aux banques *via* des mécanismes de prises en pension élargis (ce fut le cas en Europe), qui résistent à l'idée d'intervenir directement sur les marchés de titres, et, de l'autre, les adeptes d'un pilotage plus direct des prix des actifs.

Les signaux à l'économie et aux marchés

Les politiques monétaires ont comme objet principal l'envoi de signaux sur lesquels peuvent s'ancrer les anticipations des agents économiques. De même, depuis Keynes, on sait que le pilotage budgétaire travaille au niveau des anticipations (de la demande). L'hypothèse ricardienne contredisant ce principe keynésien (les agents compensent des anticipations favorables de relance par celles défavorables d'une hausse future des impôts) est peu vérifiée en pratique. C'est un point important dans le débat sur la dette publique. Dans quelle mesure les politiques de consolidation vont-elles affecter négativement l'activité ou au contraire favoriser des anticipations d'allègement fiscal futur ? Le débat se complique lorsque les niveaux d'endettement et de rendements réclamés par les investisseurs entraînent les déficits publics sur des dynamiques d'insolvabilité.

La difficulté est de fait accrue, puisque les signaux envoyés aux agents en matière de politiques budgétaires sont interprétés tantôt négativement tantôt positivement en fonction de facteurs peu fondamentaux relevant plutôt d'une psychologie versatile des acteurs sur les marchés financiers. Les évolutions de ces derniers, en retour, impactent plus significativement les anticipations, favorables ou non, des entreprises et des ménages.

Le financement de l'économie

La clé de la reprise passera sans doute par la maîtrise du financement de l'économie. Là encore, il y a débat : quel est le rôle des banques ? Comment cet instrument majeur qu'est le système bancaire peut-il jouer ce rôle sans être pour autant porteur de trop de risques et déstabiliser l'économie ?

Les réformes prudentielles sont décriées par les uns qui y voient la fin du rôle de transformation des banques et un recours dangereusement accru aux financements désintermédiés *via* les marchés financiers. D'autres estiment à l'inverse qu'il convient de réduire le poids du système bancaire jugé trop systémique : les contraintes réglementaires prudentielles joueraient alors un rôle de limitation et de consolidation du secteur.

Sans trancher ce débat, soulignons qu'aux États-Unis le financement des entreprises reste très intermédié *via* les banques régionales, qui échappent pour une grande part à la vague de réglementations que connaît le système bancaire au plan mondial.



Première table ronde

Politique industrielle et innovation

Participants

Karl Aiginger, directeur de l'Institut autrichien de recherche économique (WIFO)

Dominique Bureau, délégué général, Conseil économique pour le développement durable

Patrick Artus, économiste, directeur de la Recherche et des Études, Natixis

Jean-Luc Tavernier, commissaire général adjoint, Commissariat général à l'investissement

La table ronde est animée par **Christian de Boissieu**, président du Conseil d'analyse économique

Introduction



Christian de Boissieu
Président du Conseil
d'analyse économique

Christian de Boissieu

À l'instar des États-Unis, l'Europe doit mener deux combats. Le premier permettra d'aboutir à la réduction du déficit et des dettes, objectif que nous évoquerons sans qu'il soit au cœur de notre table ronde. Le second revient à prendre des initiatives pour relancer ou soutenir la croissance. Il est important que nous en parlions.

Nous avons souhaité évoquer la R & D, l'innovation et la politique industrielle parce qu'elles constituent des enjeux centraux pour faire remonter la croissance potentielle en Europe, c'est-à-dire le rythme de croissance de nos économies. Celui-ci, qui oscille aujourd'hui entre 1 % et 1,5 %, est en effet insuffisant pour relever la croissance effective et faire reculer le chômage en général, celui des jeunes en particulier.

Notre table ronde porte en réalité sur les sujets de l'agenda de Lisbonne sur lesquels l'Europe n'a pas su convaincre en 2000.

Par ailleurs, il sera intéressant d'obtenir des débuts de réponses sur cinq points, relatifs au retour des politiques industrielles dans nos économies :

- avec quelle ambition envisager ce retour, notamment en termes d'équilibre entre stratégies offensives et défensives ?
- quels champs d'application et quels secteurs privilégier ? Notre débat doit porter également sur une partie des services et non sur la seule industrie qui ne représente que 15 % du PIB ;
- quelle doit être la teneur des politiques industrielles qui seront relancées ? Quel sera le rôle des incitations dans un contexte de réduction des niches fiscales ?

- avec des finances publiques sous pression, quels modes de financement sont envisageables ?
- l'initiative doit-elle être prise au plan national ou à l'échelle européenne ?

La diversité des stratégies de politique industrielle en Europe



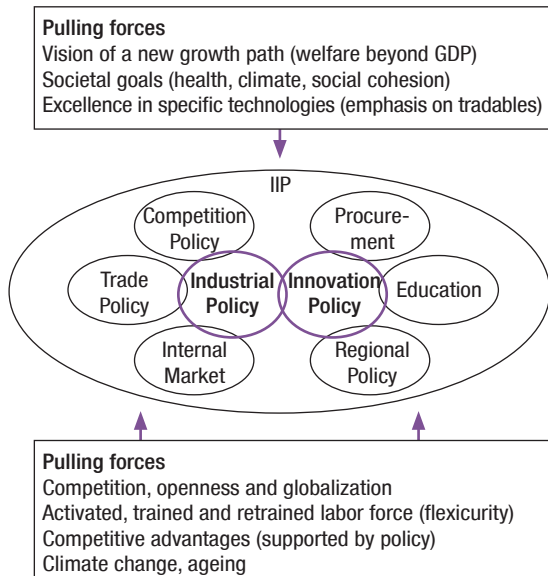
Karl Aiginger

Directeur de l'Institut
autrichien de recherche
économique (WIFO)

Karl Aiginger

La politique industrielle était auparavant définie comme une activité permettant de créer un environnement favorable pour les entreprises. Aujourd'hui, elle fusionne avec la politique de l'innovation. Nous connaissons dans le futur une politique systémique, à la fois industrielle et d'innovation, adaptée aux avantages compétitifs des pays et définie en termes d'objectifs et de vision.

La politique systémique industrielle et d'innovation



Source : WIFO

À ce jour, nous pouvons distinguer quatre phases dans les politiques industrielles :

- les années d'après-guerre marquées par un fort interventionnisme ;
- une approche essentiellement verticale, centrée sur de grands projets ;
- une approche essentiellement horizontale, autour de la compétitivité, concrétisée par les grands programmes-cadres de l'UE ;
- depuis dix ans, une politique industrielle intégrée, mise en œuvre par la Commission européenne, grâce à une approche matricielle et des éléments sectoriels.

Dans le passé, la politique industrielle visait à pallier les dysfonctionnements du marché et à créer des avantages dynamiques. Elle a ensuite été mise en œuvre pour contrer le déclin du secteur manufacturier, la hausse du chômage et la crise financière. En Grèce ou en Espagne, la place de l'industrie – cruciale pour mener une politique de croissance – a reculé de moitié, ce qui contribue à aggraver la situation de ces pays. La politique industrielle s'explique désormais par l'existence de nouveaux défis liés à la mondialisation et à l'émergence de la Chine, aux enjeux dans le domaine environnemental et au fléchissement du taux de croissance de l'économie mondiale depuis la crise financière.

Au cours des dix dernières années, la politique industrielle française s'est transformée, passant d'une approche centrée sur les secteurs de pointe à une approche plus large avec l'apparition des pôles de compétitivité, la création de nouvelles institutions (ANR, CRITT, Oséo)¹ ou le renforcement du crédit d'impôt recherche. La réforme des universités a également été une évolution majeure avec notamment la création des Instituts Carnot ou le développement des contrats CIFRE². Ces nombreuses évolutions ont permis à la France de se placer dans une position favorable dans différents secteurs comme l'enseignement supérieur ou les industries technologiques. Toutefois, l'excès de réglementation et d'aides publiques sectorielles, ainsi que les lacunes en matière de formation professionnelle continue, restent des points faibles. Les PME ont également moins investi dans la recherche.

Il existe d'importantes différences entre la France et l'Allemagne mais j'établirai plus volontiers une comparaison avec le Danemark, la Finlande et la Suède. Ces trois pays ont en effet mis en place une réglementation plus légère,

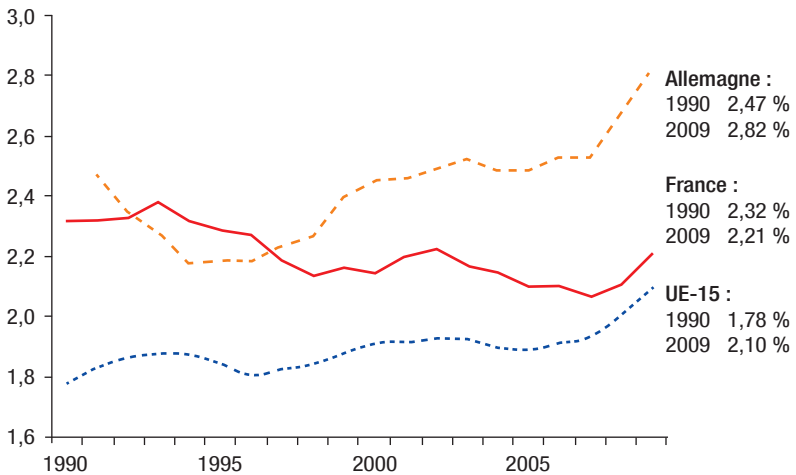
[1] ANR : Agence nationale de la recherche. CRITT : Centre régional d'innovation et de transfert de technologie.

[2] CIFRE : Convention industrielle de formation pour la recherche. Il s'agit de contrats trilatéraux entre doctorants, laboratoires publics de recherche et entreprises.

distribuent moins d'aides publiques et favorisent l'innovation et la R & D. Le reste de l'Europe devrait suivre leur exemple.

La France consacre seulement environ 2 % de son PIB à la R & D, ce qui est insuffisant. Le déclin des dépenses d'éducation, le déficit d'innovation dans les petites entreprises, les revenus très faibles liés aux brevets et la concentration de la R & D entre les mains d'un nombre réduit d'entreprises sont également des points à améliorer. Enfin, les relations entre les industries et le milieu scientifique sont, elles aussi, insuffisantes.

Des dépenses de R&D en baisse et loin du seuil des 3 %
(1990-2009, en pourcentage du PIB)

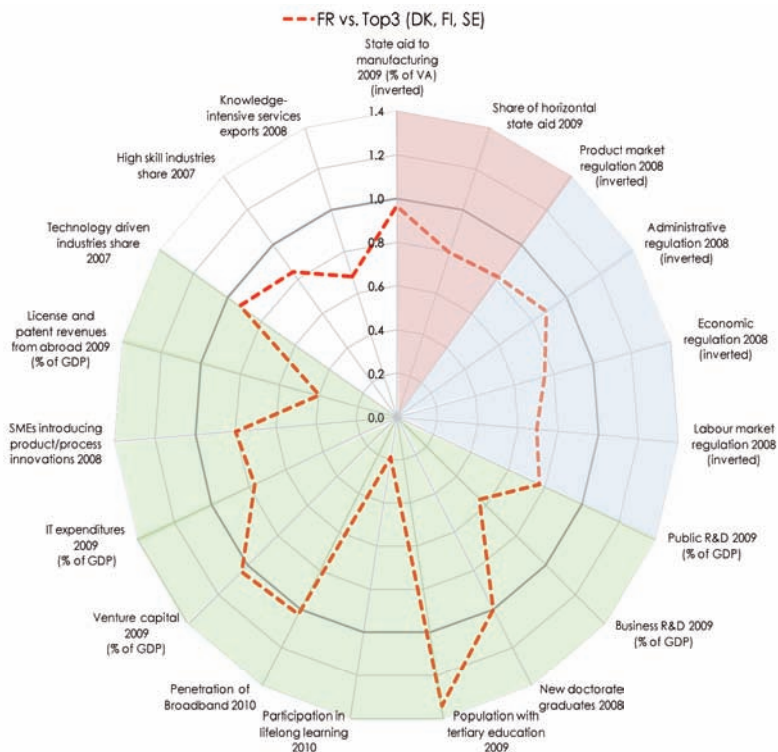


Source : WIFO

Un graphique recensant la part du PIB allouée aux dépenses intérieures de R & D entre 1990 et 2009 donne une nouvelle fois l'avantage au Danemark, à la Finlande et à la Suède. En revanche, le pourcentage du PIB dédié aux dépenses d'éducation est supérieur en France, mais il est en déclin. Les résultats de l'enquête PISA menée par l'OCDE ont du reste indiqué que la Finlande faisait la course en tête en matière d'éducation.



France versus Danemark, Finlande et Suède : aides publiques, régulation, investissements d'avenir



Source : WIFO

Les points forts de la France sont les ressources humaines (une proportion élevée de la population est diplômée du supérieur), l'ouverture et l'excellence de son système de recherche, l'importance des financements et du soutien public à la recherche et à l'innovation, et la production et l'exportation des secteurs à forte intensité technologique.

En termes de résultats, les performances macroéconomiques françaises sont dans la moyenne européenne malgré un déficit en matière de chômage. L'industrie manufacturière recule également fortement. La balance commerciale française est par ailleurs négative vis-à-vis de l'Allemagne et de plusieurs autres pays, y compris dans le secteur des industries à fort contenu technologique.

Au vu de ces résultats, les changements très importants intervenus en matière de politique d'innovation en France ne semblent pas avoir porté leurs fruits pour le moment alors que les économistes en attendaient des effets positifs. Peut-être que ces changements ne se traduisent pas encore dans les données chiffrées, à moins qu'ils n'aient pas été réellement adaptés au système français. Je pencherais davantage pour une explication invoquant des facteurs systémiques de déficit de compétitivité ainsi qu'une attitude négative vis-à-vis de la mondialisation, ou encore un manque de vision en termes d'innovation écologique et sociale. Il est très important que la France corrige ces attitudes pour renverser la tendance.

Contrairement à la Scandinavie, la France ne perçoit pas la mondialisation comme une chance. Les chiffres donnant le total des exportations et des importations en pourcentage du PIB révèlent une stagnation du pays par rapport à ses voisins européens. En ce sens, la France n'est pas une économie très ouverte, ce qui conforte l'hypothèse évoquée plus haut. Il serait indispensable de mettre en place une nouvelle stratégie prenant en compte les dimensions sociétales et écologiques de la croissance afin de pallier le faible niveau de compétitivité du pays. La France doit notamment ouvrir son économie en menant une politique industrielle qui combine des mesures en faveur de l'industrie et de l'innovation, tout en misant sur la concurrence.

Les meilleures pratiques dans ce domaine sont, là encore, observables en Suède, en Finlande et au Danemark. La politique systémique doit également être cohérente par rapport à une vision sociétale plus large définissant des politiques sectorielles et des projets phares. Une nouvelle stratégie de croissance européenne, de cohésion sociale et d'excellence écologique doit voir le jour en Europe en s'appuyant sur les atouts de chacun.

Nicolas Rossignol¹

Les questions qui nous parviennent *via* Internet concernent notamment les stratégies de développement de la filière verte en Europe. Le Centre d'analyse stratégique a lui-même identifié des secteurs relevant de la croissance verte. Pourtant la France fait marche arrière sur les énergies renouvelables. Pourquoi ces hésitations ?

[1] Nicolas Rossignol, journaliste, est l'animateur de cette rencontre, chargé notamment de la diffusion des questions recueillies *via* MyQaa.

Les stratégies de développement des filières vertes en France et en Europe



Dominique Bureau

Délégué général,
Conseil économique
pour le développement durable

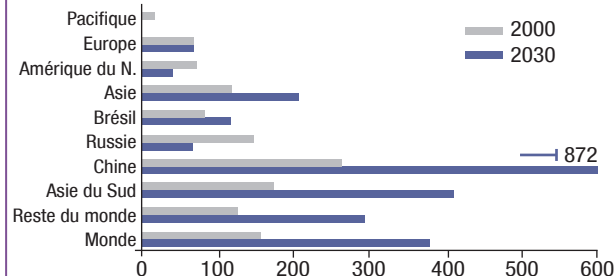
Dominique Bureau

Je n'entrerai pas dans un examen analytique de toutes les filières. Compte tenu de l'orientation du colloque, il est peut-être plus important d'insister sur la démarche et les enjeux généraux qui sont au cœur de la question posée. Notre politique industrielle doit anticiper la transition écologique qui affectera probablement profondément les structures économiques.

À cet égard, j'insisterai sur la nécessité de se garder des approches trop cloisonnées par filières. L'étude la plus fouillée pour définir un cadre de croissance verte est celle publiée récemment par l'OCDE¹. Je m'appuierai sur son diagnostic sous-jacent mettant en lumière quatre défis principaux qui conditionneront notre croissance à long terme. Les deux premiers, la pollution et les ressources en eau, relèvent de questions de santé. Ils sont particulièrement prégnants pour les pays émergents. Les deux autres, la perte de biodiversité et le risque climatique, sont des enjeux globaux sans précédent pour l'humanité.

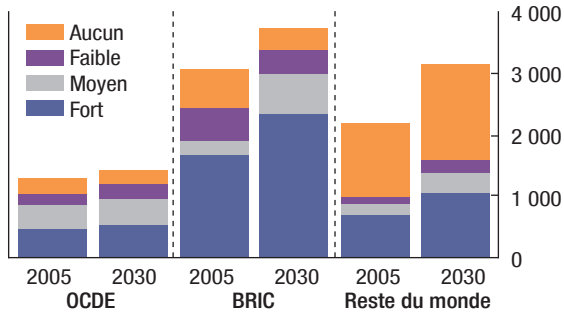
Les défis

Décès prématurés dus à la pollution atmosphérique (par million d'habitants)

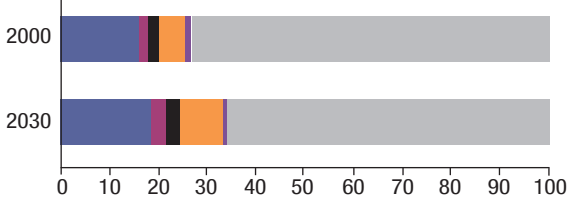


[1] www.oecd.org/document/46/0,3746,fr_2649_37465_44076206_1_1_1_37465,00.html

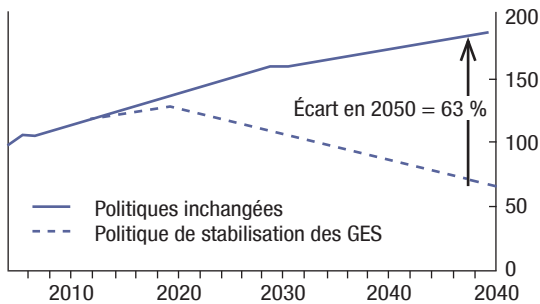
Personnes en situation de stress hydrique (en millions)



Menaces mondiales sur la diversité (en pourcentage)



Émissions mondiales de gaz à effet de serre (indice 2005 = 100)



Source : OCDE (2008), Perspectives de l'Environnement de l'OCDE à l'horizon 2030 et OCDE (2009), Économie de la lutte contre le changement climatique : Politiques et options pour une action globale au-delà de 2012

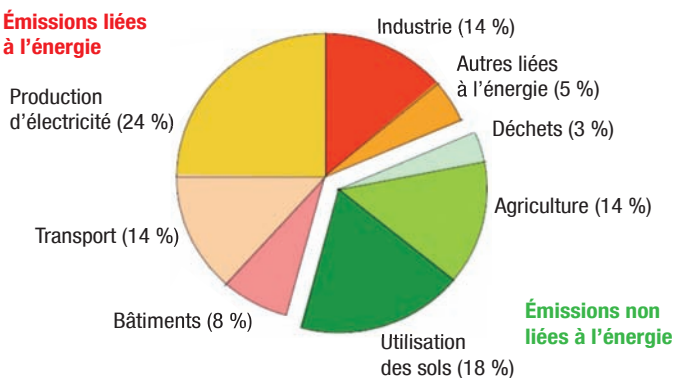
Un schéma portant sur le changement climatique souligne par ailleurs l'écart entre les évolutions tendanciennes et celles qui seraient nécessaires pour stabiliser les concentrations de gaz à effet de serre dans l'atmosphère. Si la transition n'est pas anticipée, les dommages potentiels seront importants, d'autant que la stabilisation se ferait à un niveau élevé. Une hausse des températures pourrait par exemple avoir des conséquences graves sur la ressource en eau.

Tous les domaines sont concernés par la transition écologique, en particulier celui de l'innovation, qui apparaît désormais dans les scénarios de prospective technologique réalisés par l'Agence internationale de l'énergie. En effet, si les économies d'énergie nécessitant une simple modification des comportements représentent un levier crucial, diviser les émissions de gaz à effet de serre par quatre en quarante ans exigera des innovations très importantes et une modification profonde des technologies, à la fois dans l'utilisation et dans la production de l'énergie. J'ajoute que la transition écologique concerne autant l'agriculture et la préservation de la biodiversité que les questions liées au climat. Les travaux du CAS ont par exemple souligné à quel point il serait difficile de nourrir 9 milliards de personnes dans les décennies à venir sans dégrader les sols et les ressources en eau pour les générations futures.



Émissions de GES en 2000 par secteur

Émissions liées à l'énergie



Total des émissions en 2000 : 42 GtCO₂eq

Les émissions liées à l'énergie sont en majorité du CO₂ (on trouve des émissions non-CO₂ dans l'industrie et dans la catégorie « autres émissions liées à l'énergie »). Les émissions non liées à l'énergie sont le CO₂ (utilisation des sols) et d'autres gaz non-CO₂ (agriculture et déchets).

Source : Stern Review (2006) d'après données du World Resource Institute

Aujourd'hui, de nombreux débats voient le jour entre les partisans de la transition écologique et ceux qui souhaitent que la crise conjoncturelle soit réglée sur le court terme. Ces derniers tablent sur un scénario dans lequel la croissance tendancielle serait soutenable à long terme. Une fois la crise passée, la croissance pourra être équilibrée. Cette vision, qui entend surtout améliorer la qualité de vie des hommes, peut ménager une place aux politiques environnementales mais elle en est profondément déconnectée.

La réflexion sur la croissance verte préconise au contraire d'investir pour se prémunir des risques de scénarios catastrophes où la croissance viendrait buter sur des pressions liées à l'état des ressources naturelles. Dans cette perspective, la filière verte est un investissement pour l'avenir, même si elle exige des investissements à long terme et incertains. Le prix des ressources rares va en effet dériver et croître progressivement, ce qui va compenser l'effet des taux d'actualisation. Cette compensation pourrait par ailleurs se faire strictement dans le domaine des ressources renouvelables.

Le CAS a également beaucoup travaillé sur la notion d'incertitude. Le rapport Gollier¹ insiste par exemple sur le fait qu'elle amène à privilégier des investissements permettant de sortir des scénarios catastrophiques. En effet, l'analyse de la rentabilité sociale de certains projets prouve qu'il est justifié d'agir dès maintenant.

En outre, les comportements en jeu derrière les émissions de gaz à effet de serre sont associés à des infrastructures qui ont de très longues durées de vie et sont très peu malléables *ex post*. De ce fait, si l'augmentation du prix des ressources naturelles n'est pas anticipée, notre stock d'infrastructures deviendra rapidement totalement inadapté.

Un autre élément d'inquiétude a été observé du côté de l'innovation. Selon le principe de *time dependance*, les chercheurs ont tendance à continuer d'innover là où ils en ont pris l'habitude, plutôt que de déplacer l'effort de recherche sur les technologies alternatives. Il paraît donc crucial d'engager la transition le plus tôt possible.

Il est impossible de nier le coût des investissements liés aux politiques environnementales. En revanche, celles-ci recèlent des enjeux stratégiques

[1] Centre d'analyse stratégique (2011), *Le calcul du risque dans les investissements publics*, rapport de la mission présidée par Christian Gollier, Paris, La Documentation française, www.strategie.gouv.fr/content/rapport-le-calcul-du-risque-dans-les-investissements-publics.

et de nombreuses opportunités à saisir. Un tableau tiré du rapport de l'OCDE montre que la France est plutôt bien placée en termes de brevets sur les technologies vertes. Elle se situe pourtant très loin derrière l'Allemagne, entre la Corée du Sud, qui la devance également, et la Chine. Dans ce domaine, notre pays doit encore progresser.

Aujourd'hui, la question énergétique est bien plus complexe qu'elle ne l'était dans les années 1960 et 1970, au moment de la création de la filière nucléaire. Il est désormais impossible de se contenter de raisonner par filières. Les disciplines en jeu sont très diverses. La transition écologique concernera donc l'ensemble des secteurs et mobilisera des compétences très variées.

L'OCDE a défini un cadre d'action intéressant, qui insiste sur le fait que tous les éléments de politique structurelle sont concernés. Malheureusement, ces travaux sont si complets qu'ils peinent à esquisser un ordre des priorités. Dans notre rapport sur le financement de la croissance verte, nous nous sommes pour notre part penchés sur les conditions qui permettraient de mobiliser le privé sur ces investissements et l'innovation verte¹. Nos travaux ont notamment insisté sur l'importance des prix écologiques. En effet, pourquoi les entreprises économiseraient-elles des émissions de gaz à effet de serre si le carbone ne leur coûte rien ? Le principal enjeu des prix écologiques n'est pas de modifier les comportements à court terme mais dans la durée, en rendant les investissements rémunérateurs. Parallèlement, l'engagement de politiques technologiques est capital, même si le caractère facilement copiable des technologies vertes constitue une difficulté. Nous avons également soulevé la question de l'appropriabilité entre propriétaires et bailleurs, notamment en matière de travaux d'isolation des bâtiments.

Les projets liés à la croissance verte, particulièrement longs et risqués, nécessitent un recours important aux instruments des politiques technologiques afin qu'un point d'équilibre dans le partage de risques soit trouvé. Le Grenelle de l'environnement a mis l'accent sur la dimension technologique en utilisant tous les cadres des politiques d'innovation, en donnant une place importante aux filières vertes dans le programme des investissements d'avenir et en mettant en place une gouvernance permettant le dialogue.

En conclusion, si les éléments conjoncturels et la tension légitime entourant la sortie de crise aboutissent à laisser de côté les enjeux de long terme, une

[1] Conseil économique pour le développement durable (2011), *Le financement de la croissance verte*, ministère de l'Écologie, du Développement durable, des Transports et du Logement, avril.

catastrophe pourrait advenir en termes de coûts. La mobilisation de nos pôles de compétitivité sur ces thématiques autorise néanmoins un certain optimisme. Les contraintes écologiques doivent, quant à elles, être prises en charge dès maintenant.

Nicolas Rossignol

Ces exposés suscitent deux interrogations. L'Europe, modèle social et culturel, ne pourrait-elle pas adopter un label représentatif de ses coûts de production, à savoir une réglementation performante, la sécurité industrielle, un système social particulier mais aussi des règles environnementales, ceci afin de diffuser cet idéal européen plutôt que de s'aligner sur le coût le plus faible, sans conditions ? Deuxième interrogation, comment concilier croissance et réglementation alors qu'une trop grande taxation tue la croissance et que l'État a besoin de nouvelles recettes pour diminuer la dette publique ?

Dominique Bureau

La plus grande difficulté pour établir les conditions d'une croissance verte est d'imaginer des politiques publiques inscrites dans la durée. Ce problème n'est du reste pas exclusivement français. Les délais des retours sur investissements sont si longs que la question ne porte pas sur les vicissitudes du court terme mais sur la crédibilité de l'annonce d'un prix du carbone à 100 euros en 2030. La lisibilité et la pérennité sont fondamentales pour déclencher l'investissement. Les politiques publiques doivent jouir d'une crédibilité très forte à long terme.

Concernant le carbone, les indicateurs de développement durable créés suite aux rapports Stern et Stiglitz montrent que le modèle européen, qui a inclus ses tonnes de carbone importées dans sa consommation, ne favorise pas tant la croissance verte que l'on pourrait le croire. Ce défi doit être relevé par tous, même si la compétition doit se faire sur des bases équitables.

Comment réindustrialiser en face de l'Allemagne et des émergents ?

Patrick Artus

Le débat sur la réindustrialisation est relativement nouveau. L'industrie à laquelle il est fait référence ne recouvre pas seulement les produits manufacturés mais tout ce qui est exportable, y compris les services financiers ou technologiques et le tourisme. Jusqu'ici, sa décroissance constatée dans

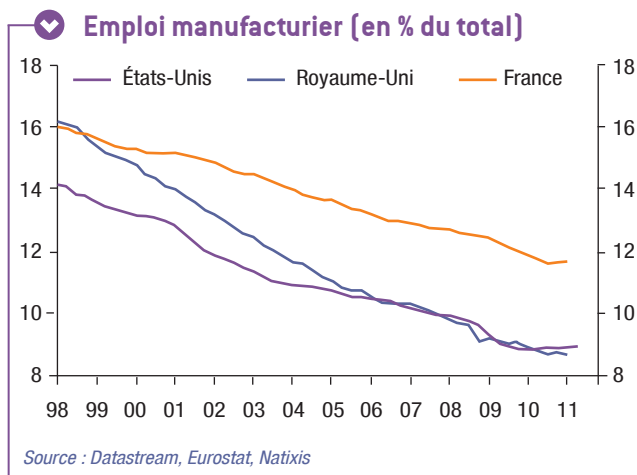


Patrick Artus

Économiste,
directeur de la recherche
et des études, Natixis

certaines pays, aussi bien en termes d'emploi que de valeur ajoutée, n'avait pas vraiment inquiété. Le paradigme précédent consistait en effet à dire que la spécialisation productive normale des pays de l'OCDE était de fabriquer du haut de gamme, des nouvelles technologies et des services domestiques. Par conséquent, l'industrie se localiserait naturellement dans les pays émergents. Cette thèse dominait par exemple dans l'administration américaine, pour qui la perte de l'industrie n'était pas perçue comme un problème.

Aujourd'hui, le paradigme lié à ce secteur a changé. La désindustrialisation a en effet détruit les emplois de milieu de gamme, aux salaires intermédiaires. Dans leur grande majorité, ces emplois se sont recréés à des niveaux plus bas dans les services. L'industrie américaine a, pour sa part, perdu l'équivalent de 9 % de sa population active avec la désindustrialisation, et seuls 2 % des emplois se sont régénérés dans les nouvelles technologies haut de gamme.

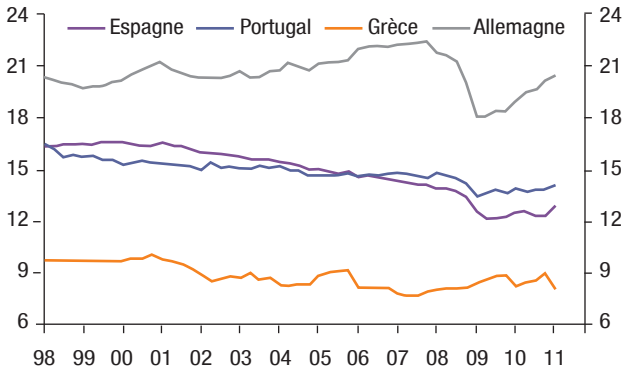


La mécanique infernale qui consiste à réorienter la structure sectorielle de l'économie vers les services domestiques réduit également la croissance potentielle,

les gains de productivité étant beaucoup plus élevés dans l'industrie que dans le reste de l'économie. Par ailleurs, les pays désindustrialisés rencontrent un problème structurel de déficit extérieur, y compris en tenant compte des excédents du tourisme ou d'autres services exportables. Cette question est un véritable problème, même si les États-Unis, pour leur part, parviennent à financer leur déficit sans aucune difficulté grâce au rôle du dollar comme monnaie de réserve. En tout état de cause, la crise de la zone euro est liée à l'impossibilité de soutenir le financement des déficits extérieurs structurels dans des pays désindustrialisés auxquels plus aucun acteur ne veut prêter dès lors que l'endettement atteint un certain niveau.

Bien entendu, la question de la réindustrialisation se pose dans de nombreux pays. La Grèce est ainsi extraordinairement désindustrialisée ; la part de l'industrie dans la valeur ajoutée est, à ce titre, impressionnante puisqu'elle est inférieure à 8 % en Grèce, contre 21 % en Allemagne. Ces pays sont aujourd'hui confrontés à cette demande de réindustrialiser, ne serait-ce que pour être en mesure de réduire leurs déficits extérieurs et leurs besoins structurels d'endettement.

✓ Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en volume, en % du PIB)



Source : Datastream, Eurostat, Natixis

La situation des pays européens serait très différente si l'Union était organisée sur un modèle fédéral. En effet, une région des États-Unis n'a pas de contraintes extérieures, puisque les transferts fédéraux et les transferts de revenus financent les déficits commerciaux. C'est donc le caractère non fédéral de l'Europe, et en particulier de la zone euro, qui interdit d'avoir un déficit extérieur structurel.

Par ailleurs, lorsque l'on observe les dotations en facteurs de production et les avantages comparatifs des pays européens, on s'aperçoit par exemple que la Grèce, le Portugal, l'Espagne, et l'Italie dans une certaine mesure, n'ont pas normalement vocation à se spécialiser dans l'industrie. Il existe donc une très grande contradiction à l'intérieur de l'Europe entre la nécessité à laquelle sont confrontés les États d'équilibrer leur commerce extérieur en l'absence de fédéralisme, et le mouvement naturel de spécialisation mis en place par les entreprises, qui entraîne la désindustrialisation de ces pays. Je vous invite à réfléchir à cette question car c'est dans cette contradiction, entre la spécialisation productive et les contraintes macroéconomiques qu'impose l'absence de fédéralisme, que réside la cause la plus profonde de la crise.

Le cas français est très différent : comme l'a montré clairement l'intervention du premier orateur, la France a vocation à être industrielle au regard de ses avantages comparatifs. La situation est donc plus choquante, puisque la désindustrialisation atteint presque le même niveau qu'en Grèce ou en Espagne, sans qu'il existe de raisons profondes pour l'expliquer.

Deux stratégies très différentes sont envisageables, qui correspondent à peu près à une hypothèse « de droite » et une hypothèse « de gauche ». La stratégie prônée par les gouvernements plutôt conservateurs consiste à mettre en place un environnement macroéconomique favorable à la réindustrialisation. Cette politique macroéconomique comprend des éléments drastiques et peu originaux, comme la dépréciation du taux de change. Ainsi, la dépréciation du dollar depuis 2002 a atteint 40 % en termes effectifs, et le dollar faible est l'un des arguments mis en avant par l'administration américaine pour espérer la réindustrialisation des États-Unis, dont l'utilité ne fait plus de doute.

L'un des arguments les plus évidents des conservateurs consiste à mettre en place une fiscalité favorable à l'offre. Le modèle dominant, extrêmement intéressant, est celui de l'Allemagne et du Royaume-Uni ; il organise un transfert très important, *via* la structure de la fiscalité, en réduisant les charges sociales des entreprises et en taxant la consommation, ce qui permet de créer des emplois et d'attirer les entreprises.

Pour les conservateurs britanniques – et ceci est un élément susceptible de choquer les esprits français –, il est absolument indispensable de réduire la taille du secteur public. L'argument est très sophistiqué : le secteur public évince le secteur privé d'un certain nombre d'activités ; diminuer son champ d'action entraînerait donc la constitution d'entreprises dans le domaine

marchand qui viendraient proposer les services qui sont aujourd'hui rendus de manière inefficace par le secteur public. L'idée selon laquelle il faut faire baisser l'emploi public pour que l'emploi privé augmente est profondément ancrée dans la pensée britannique. L'action actuelle des conservateurs répond ainsi à la volonté de réindustrialiser l'Angleterre, avec la conviction que le secteur financier n'a vocation qu'à maigrir et qu'il faut sortir d'une économie mono-produit.

Cette stratégie conservatrice s'oppose à l'approche microéconomique qui est par exemple celle des démocrates américains ou de certains intervenants à cette table ronde, et qui se traduit par l'action du Fonds stratégique d'investissement (FSI) ou les dépenses du Grand emprunt. Cette seconde démarche consiste à intervenir pour aider des entreprises ou des filières, ou à mettre de l'argent public au capital des entreprises ; elle est totalement rejetée par les tenants de la méthode macroéconomique.

Est-il possible de s'inspirer de l'Histoire pour savoir qui de la « droite » ou de la « gauche » a raison ? Il n'existe que deux exemples réussis de réindustrialisation dans les pays développés : la Suède et le Canada. Leur approche a combiné des éléments microéconomiques (soutien aux entreprises innovantes, etc.) et une implication macroéconomique très forte (dépréciation importante de la monnaie, réforme fiscale en profondeur, retrait de l'État d'un certain nombre de domaines). Nous ne disposons pas, à ma connaissance, d'exemple de pays qui soient parvenus à se réindustrialiser en adoptant une seule de ces deux stratégies.

Les modalités de sélection des investissements d'avenir par les États

Jean-Luc Tavernier

Je me bornerai à aborder la sélection des investissements d'avenir telle qu'elle est pratiquée en France. L'expression « investissements d'avenir » n'est d'ailleurs pas très heureuse ; pourquoi investit-on, si ce n'est pour préparer l'avenir ? Cette expression est toutefois préférable à la formulation de « Grand emprunt » employée par Patrick Artus. En effet, ce qui fait l'originalité de notre démarche n'est pas tant le recours à l'endettement public que la destination de la dépense, qui est consacrée à l'investissement.



Jean-Luc Tavernier

Commissaire général adjoint,
Commissariat général
à l'investissement

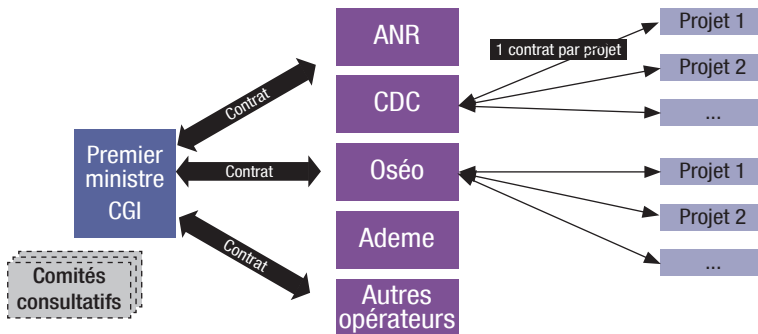
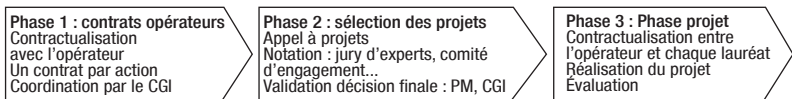
Lorsque le président de la République a lancé la démarche il y a un peu plus de deux ans, l'intuition était de sacraliser l'argent destiné aux investissements en le mettant à l'abri des arbitrages budgétaires et des aléas de la maîtrise des finances publiques. Il a également été demandé à la commission présidée par Alain Juppé et Michel Rocard de fixer les lignes directrices à suivre, qui sont les suivantes :

- le champ est quasi intégralement celui de l'économie de la connaissance ; les actions, pour l'essentiel, sont ouvertes à l'ensemble du secteur de l'économie, mais trois enveloppes spécifiques sont destinées aux secteurs de l'économie numérique, de la santé et des biotechnologies, et des *green tech* ;
- puisqu'il s'agit de financer des projets pluriannuels sur dix ans, avec une visibilité suffisante, l'argent est ouvert en crédits budgétaires en une seule fois, ce qui confère aux porteurs de projet l'assurance que leurs projets seront financés sur le long terme ;
- aucun compromis ne peut être fait sur la qualité du processus de sélection, qui est fondé sur une mise en concurrence transparente, des appels à projets, des cahiers des charges rendus publics, et un recours massif à des jurys internationaux ou à des comités d'experts dont les recommandations ont vocation à être rendues publiques. Cela engage donc nos décideurs politiques ;
- s'agissant des modalités d'intervention financière, lorsque les projets aidés sont portés par des entreprises privées, nous faisons en sorte que l'État se constitue un actif. Le Commissaire général tient beaucoup à ce que l'octroi de la subvention s'accompagne d'un schéma de redevance ; le retour pour l'État est fondé sur le succès commercial des technologies financées ;

- nous cherchons à créer un effet de levier, avec des cofinancements associant des entreprises, des fonds européens, voire des collectivités locales. Lorsque nous intervenons dans un projet avec des entreprises, nous sommes toujours minoritaires, et nous n'intervenons pas dans la gestion du projet au quotidien ;
- nous portons enfin une grande attention au développement de l'écosystème.

Nous cherchons à financer des projets partenariaux qui regroupent des établissements d'enseignement supérieur, des laboratoires de recherche publics et des entreprises, et qui associent systématiquement les PME aux initiatives des grands groupes. Nous veillons aussi à la constitution d'écosystèmes locaux.

Un engagement en trois phases



Source : Premier ministre, Commissariat général à l'investissement

Il est encore trop tôt pour procéder à l'évaluation de cette politique. Une évaluation sera néanmoins réalisée, puisque nous disposons de crédits à cette fin. À ce stade, il est seulement possible de faire un bilan d'étape de la mise en œuvre du processus. Aujourd'hui, une douzaine de milliards d'euros, sur les trente-cinq prévus, ont fait l'objet d'une sélection et d'une annonce publique. Un certain nombre d'éléments détaillés peuvent être trouvés dans le premier

rapport du Comité de surveillance¹. Je me contenterai donc de quelques observations.

Dans l'ensemble, les jurys ont bien fonctionné, et il n'y a jamais eu de raisons majeures pour que la décision politique s'écarte significativement des recommandations des jurys. Les décisions ne sont donc pas soumises à polémiques et controverses. Par ailleurs, et sans que cela soit surprenant, la mise en œuvre des dotations à des universités ou à des laboratoires de recherche publics est beaucoup plus rapide que lorsqu'il s'agit de soutenir des projets industriels, notamment en cas d'intervention au capital. Dans ce domaine, nous n'en sommes qu'au début du processus.

Je voudrais conclure avec deux questions qui renvoient à notre politique industrielle. Reste-t-il une place pour l'affirmation des choix stratégiques de l'État, ou avons-nous trop délégué ? Contrairement à ce que laissait entendre la présentation un peu manichéenne de Patrick Artus, nous ne sommes pas très interventionnistes ; nous avons simplement défini un certain nombre de filières, d'actions et d'objets que nous souhaitons financer, et un jury nous a indiqué *in fine* quels projets sélectionner. L'État est donc parfois frustré de ne pouvoir faire valoir ses priorités. Mais la France dispose, par exemple, d'une quantité astronomique de centres de recherche dans le domaine des énergies décarbonées, et l'État n'est pas bien équipé pour choisir entre eux.

La deuxième question est la suivante : prenons-nous assez de risques ? Pour Alain Juppé et Michel Rocard, l'enveloppe devait servir à financer non pas les investissements de demain mais ceux d'après-demain. Cependant, les projets qui nous sont soumis sont ceux que les industriels ont dans leurs cartons ; si notre intervention n'est pas vaine, elle ne nous permet pas de catalyser des projets de rupture technologique. Le décideur public n'est cependant pas incité à prendre des risques. Ne pas connaître d'échec serait le symptôme que nous n'avons pas accompli correctement notre mission, mais nous savons bien que nous risquons d'être isolés lorsqu'un rapport parlementaire ou la Cour des comptes viendront éplucher nos échecs, sans prendre en considération nos succès.

Nicolas Rossignol

Quelques questions qui s'adressent particulièrement à Christian de Boissieu : comment stimuler la créativité générale de la France et concevoir des

[1] <http://investissement-avenir.gouvernement.fr/content/rapports>.

politiques permettant à la fois une mise en concurrence et un renforcement de la coopération des acteurs impliqués dans le processus d'innovation ? Que penser de cette réflexion : l'innovation n'est-elle que l'image de notre détermination à faire ce que nous devons faire, au-delà de ce que nous savons faire ?

Christian de Boissieu

Je retiens des interventions que la France a du pain sur la planche, et que, dans ce contexte, notre approche ne doit pas opposer les solutions micro et macroéconomiques mais être synthétique. Nous sommes tous d'accord pour dire que le retour des politiques industrielles dont il a été question n'a pas aujourd'hui le même contenu et la même ambition que dans les années 1970 et 1980. Nous devons concevoir quelque chose de nouveau.

Par ailleurs, au-delà des 35 milliards d'euros d'investissement public exceptionnel, auxquels nous espérons que viendront s'ajouter 25 milliards de cofinancement privé, notre défi est de trouver des sources de financement pérennes car les sujets financés actuellement de manière exceptionnelle conditionneront la croissance de demain, et donc l'emploi. Or, la recherche de sources de financement pérennes dépend de la politique de mobilisation de l'épargne mise en œuvre dans les années qui viennent. Comment attirer l'épargne privée vers le financement de l'investissement productif, des infrastructures, de la croissance des PME, de l'éducation, etc. ? Ce sujet est central. Pourtant, la Commission européenne, qui lance aujourd'hui l'agenda Europe 2020 – qui ajoute à l'agenda de Lisbonne un volet sur la croissance verte – donne très peu de précisions sur le financement d'un tel programme.

La première question portait sur la créativité. L'un d'entre nous a dit tout à l'heure qu'une des réformes centrales en France était celle des universités, catalysée par la mise en œuvre de grands investissements publics. C'est en effet en portant l'effort sur l'éducation, l'enseignement supérieur et la recherche que nous faciliterons la créativité, même si celle-ci peut exister en dehors de l'éducation.

Dominique Bureau a évoqué l'articulation entre les horizons de court et long terme. Ce point est également central car il intègre les questions liées à notre sujet, aux problématiques des projections à long terme, au cycle électoral, au financement... Les économistes identifient des problèmes mais les réponses sont en général très politiques.



Deuxième table ronde

Compétitivité-prix et hors prix des entreprises françaises et européennes

Participants

Mathilde Lemoine, directrice des études économiques et de la stratégie marchés, HSBC France

François Bouvard, directeur associé senior, McKinsey & Company

Michel Didier, directeur général de Coe-Rexecode

Antoine Raymond, chef d'entreprise

Luc Rousseau, directeur général de la compétitivité, de l'industrie et des services, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi

La table ronde est animée par **Agnès Bénassy-Quéré**, directrice du CEPII

Introduction

Agnès Bénassy-Quéré



Agnès Bénassy-Quéré
Directrice du CEPII

Pour introduire cette table ronde, je m'appuierai sur les travaux statistiques réalisés au CEPII par Antoine Berthou et Charlotte Emlinger, et sur leurs publications¹. Pour parler de performance à l'exportation, il est préférable d'observer directement les parts de marché mondiales plutôt que le solde, qui a un rapport avec la macro-économie. Les parts de marché mondiales de la France ont diminué pendant la dernière décennie, tandis que celles de l'Allemagne augmentaient ; seul le Royaume-Uni a enregistré une performance pire que la nôtre.

La méthode standard pour observer ce phénomène consiste à distinguer la marge extensive et la marge intensive. La marge extensive correspond à l'évolution du nombre de marchés (pays et produits) auxquels s'adressent les exportateurs ; la marge intensive correspond à la valeur exportée sur chaque marché unitaire. Les chiffres montrent que la marge extensive pour la France diminue légèrement par rapport à celle de l'Allemagne, mais est globalement stable depuis dix ans. Par contre, la marge intensive de la France est en érosion ; d'autres pays ont connu la même évolution, et c'est ce que nous allons devoir expliquer.

La première explication possible est le prix. Or l'évolution des prix en France et en Allemagne n'a pas divergé depuis 2000, bien que les prix à l'exportation aient augmenté. Il est donc difficile d'expliquer les différences de performance à partir des évolutions de prix. Cela nous amène au hors prix, et l'on invoque souvent dans ce domaine le mauvais positionnement des exportateurs français, qui interviendraient dans des pays ou dans des secteurs peu dynamiques.

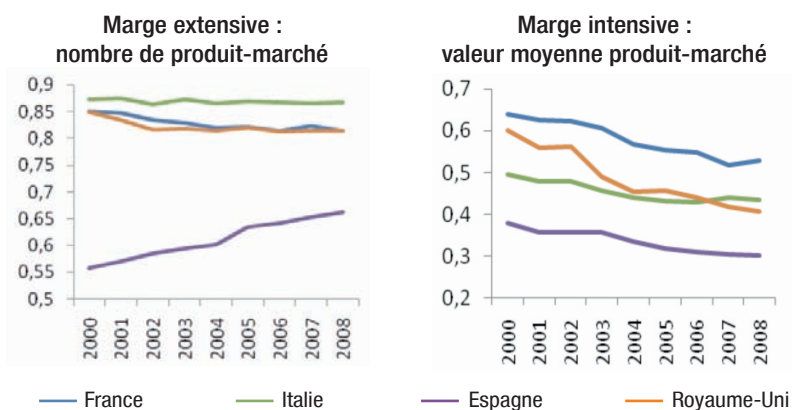
[1] Voir notamment Berthou A. et Emlinger C. (2011), « Les mauvaises performances françaises à l'exportation : la compétitivité-prix est-elle coupable ? », *La Lettre du CEPII*, n° 313, septembre, www.cepii.fr.

Partis de marché mondiales

	2000	2009	Variation 2000-2009
France	4,5 %	3,8 %	- 0,7 pp
Allemagne	8,3 %	8,5 %	+ 0,2 pp
Italie	3,6 %	3,2 %	- 0,4 pp
Espagne	1,8 %	1,8 %	0,0 pp
Royaume-Uni	4,2 %	2,8 %	- 1,4 pp

Source : Berthou et Emlinger (2011) à partir de données BACI

Marges extensive et intensive (en % du niveau allemand)



Source : Berthou et Emlinger (2011) à partir de données BACI

Cette explication ne tient pas non plus. En effet, lorsque l'on observe la demande mondiale adressée aux exportateurs en France et en Allemagne, on s'aperçoit que l'évolution a été plus favorable en France, malgré un effondrement en 2009. L'analyse par secteur n'est pas concluante non plus : sur le marché automobile, la France fait face à une demande plus dynamique, compte tenu de sa structure d'exportation, que l'Allemagne.

Les mauvaises performances à l'exportation de la France peuvent donc s'expliquer de deux manières. La première n'est pas la compétitivité-prix mais la compétitivité-coûts : bien que les prix évoluent de manière identique, l'évolution des coûts peut diverger, ce qui a un impact sur la marge, qui peut par exemple

être utilisée dans la recherche et développement. La deuxième explication est la compétitivité hors prix, et nos intervenants auront beaucoup à dire sur ce sujet.

Le positionnement de la France et des autres pays européens en matière de compétitivité-prix et hors prix en sortie de crise



Mathilde Lemoine
Directrice des études économiques et de la stratégie marchés,
HSBC France

Mathilde Lemoine

La question est très intéressante mais extrêmement difficile, car nous avons peu de recul et ne disposons que de peu de statistiques. Si le débat sur la compétitivité-prix et hors prix a été passionné ces derniers mois, nous sommes parvenus à un consensus grâce aux travaux des nombreuses commissions mises en place. Premièrement, le problème de compétitivité-prix et de compétitivité-coût par rapport à l'Allemagne ne constitue qu'une petite partie de la question de la compétitivité extérieure de la France. En tant que macroéconomiste, il me semble important d'observer le « pouvoir d'achat de la France », c'est-à-dire ce que les exportations permettent d'acheter en matière d'importations. Malheureusement, durant la crise, le pouvoir d'achat de la France s'est détérioré, ce qui est inquiétant.

La compétitivité-prix de la France a continué à se détériorer légèrement durant la crise, et a notamment reculé de 0,6 % par rapport à celle de l'Allemagne. Le recul a été encore plus important par rapport au Royaume-Uni (- 6 %) ou aux États-Unis (- 2 %), mais l'effet change est ici évident. Cette situation n'est pas tant liée à l'évolution des paramètres classiques de la compétitivité-prix, qu'à l'évolution du coût *total* d'un salarié pour l'entreprise, en particulier le coût de formation, qui a plus augmenté en France qu'en

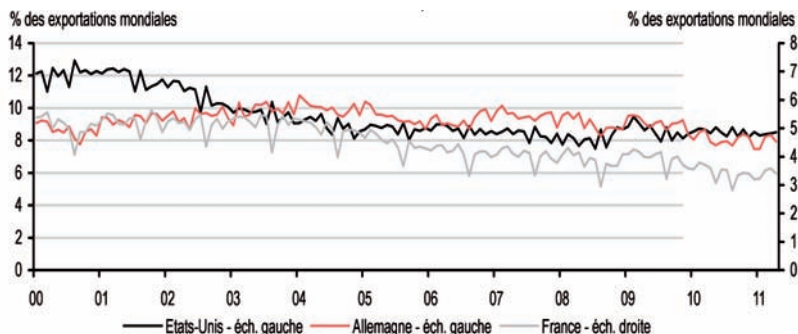
Allemagne durant la crise, période où la tendance à la détérioration de la compétitivité-prix ne s'est pas accentuée, mais s'est prolongée.

La crise a entraîné une vraie détérioration de la compétitivité hors prix. Ainsi, le niveau des exportations françaises après la crise est encore inférieur de 10 % à celui d'avant-crise, tandis qu'aux États-Unis ou en Allemagne le niveau des exportations est supérieur à celui d'avant-crise. Or, selon les calculs que nous avons réalisés, si notre compétitivité hors prix était restée stable, notre niveau d'exportation n'aurait été inférieur que de 0,6 % au niveau d'avant-crise, et serait proche du niveau moyen de la zone euro. Cette dégradation est inquiétante, car la compétitivité hors prix fait la valeur des exportations, et donc le pouvoir d'achat de la France. Une action urgente est nécessaire pour corriger cette détérioration, et faire en sorte que la valeur des exportations augmente de manière significative. Durant la crise, les termes de l'échange, c'est-à-dire le rapport des prix à l'exportation et des prix à l'importation, se sont encore détériorés, entraînant la dégradation de notre pouvoir d'achat collectif.

📌 La détérioration de la compétitivité hors prix s'est amplifiée durant la crise

La part des exportations françaises dans les exportations mondiales s'est encore réduite avec la crise. C'est vrai également, dans une moindre mesure, pour les exportations allemandes, alors que la part des exportations américaines se stabilisait.

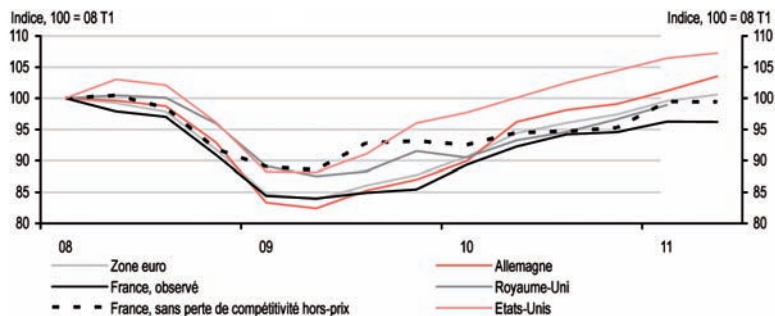
Part de marché dans les exportations mondiales



Source : FMI, HSBC

La France a enregistré de nouvelles pertes de compétitivité hors prix, qui ont réduit ses exportations par rapport à celles des autres pays.

Exportations de biens et services en volume



Source : Eurostat, HSBC

S'agissant des pistes d'action, mes collègues Philippe Aghion, Gilbert Cette, Élie Cohen et moi-même avons réalisé, pour le Conseil d'analyse économique, un rapport qui détaille la nécessité de mettre en place une politique industrielle, et qui met aussi l'accent sur l'importance et la diffusion de l'investissement productif, de l'investissement privé, et de l'investissement en innovation.

Bien sûr, le crédit d'impôt recherche a amélioré l'investissement en innovation privée, puisqu'il est remonté de 1,3 % à 1,4 % du PIB. Cependant, cela a seulement permis de retrouver le niveau des années 1990. En comparaison, l'Allemagne, sur la même période, a augmenté sa proportion d'investissement privé en innovation de 1,4 % à 1,9 % du PIB.

Afin de compenser les effets négatifs de la crise sur notre compétitivité hors prix, il est également envisageable d'accompagner la mutation du secteur automobile, dont la restructuration est inéluctable, malgré le passage à l'électrique. Le secteur automobile tient une place majeure dans l'économie et l'industrie françaises : ses investissements ne représentent que 10 % de l'investissement industriel mais la variation de cet investissement explique près d'un quart de la variation de l'investissement français. Il faudra donc compenser le poids que la restructuration du secteur fera peser sur les exportations et la compétitivité extérieure, et utiliser à la fois les critères microéconomiques et macroéconomiques.

La compétitivité-coût des entreprises françaises après la crise



François Bouvard
Directeur associé senior,
McKinsey & Company

François Bouvard

Je ne m'appesantirai pas sur le diagnostic mais proposerai plutôt des pistes de réflexion et d'action. Lorsque l'on parle de déclin du secteur industriel, il ne faut pas oublier que les entreprises industrielles ont externalisé un certain nombre de tâches vers les services. Malgré ce transfert, on constate un déclin, qui se traduit par un manque de compétitivité à l'export extrêmement préoccupant. Par ailleurs, la compétitivité hors coûts est grevée par le rendement relativement limité de la R & D ; si notre R & D est assez performante en amont, nous n'investissons pas forcément suffisamment vers l'aval, c'est-à-dire vers la recherche et développement dans les processus industriels et la commercialisation. À long terme, ces éléments réduisent notre capacité à valoriser nos marques.

En outre, alors que nous étions les champions de la productivité, tant dans l'industrie que dans les services proches, nous assistons désormais à une érosion de cette productivité. Or, la productivité est un moteur majeur de croissance.

Enfin, lorsque l'on compare la France à d'autres pays, on constate que nous avons une propension à travailler en silos – entre grandes et petites entreprises, entre le monde de l'entreprise et le monde universitaire... La situation, dans ce domaine, s'améliore, mais nous devons y accorder une attention toute particulière afin d'être en bonne position de compétitivité-coûts et hors coûts.

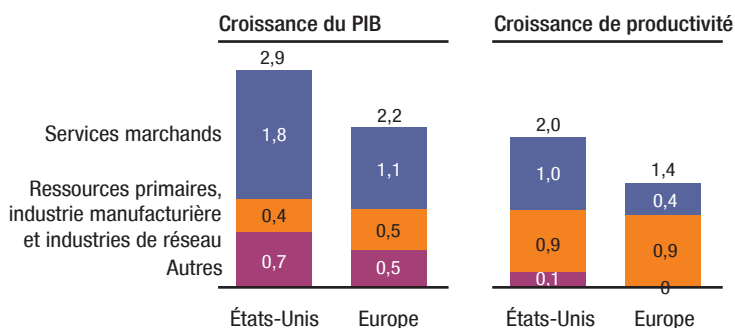
Nous avons beaucoup évoqué l'industrie, mais les services ne doivent pas être oubliés. Entre 1995 et 2005, la part de la croissance du PIB américain provenant des services marchands était beaucoup plus importante que celle de l'Europe, et la croissance de la

productivité était plus forte dans les services marchands aux États-Unis qu'en Europe. Bien que les emplois soient souvent moins qualifiés dans ce secteur, ils sont néanmoins nécessaires pour la France.



La croissance du secteur des services constitue un levier majeur de croissance du PIB

Contribution des secteurs au PIB et à la croissance de la productivité, 1995-2005 [taux de croissance annuel moyen pondéré, %]



Source : EU KLEMS, analyse du McKinsey Global Institute

Je propose cinq pistes :

Faire des choix

Nous avons réalisé un classement des secteurs industriels en fonction de leur propension à résister ou à tirer parti de la globalisation. L'observation de l'évolution de l'emploi au cours des sept dernières années dans les différents segments industriels étudiés montre que certains secteurs sont très menacés. Il faut donc éviter le saupoudrage des ressources, qu'elles soient publiques ou privées, et les concentrer sur des secteurs réellement porteurs. Parallèlement, il faut bien entendu accompagner la mutation des secteurs fortement exposés en assurant la reconversion, sur une ou deux générations, des ouvriers de ces secteurs.

Mettre l'accent sur la productivité

Il existe une corrélation extrêmement forte entre la création de valeur dans un pays (et donc le PIB par habitant) et la productivité. Quelles que soient les

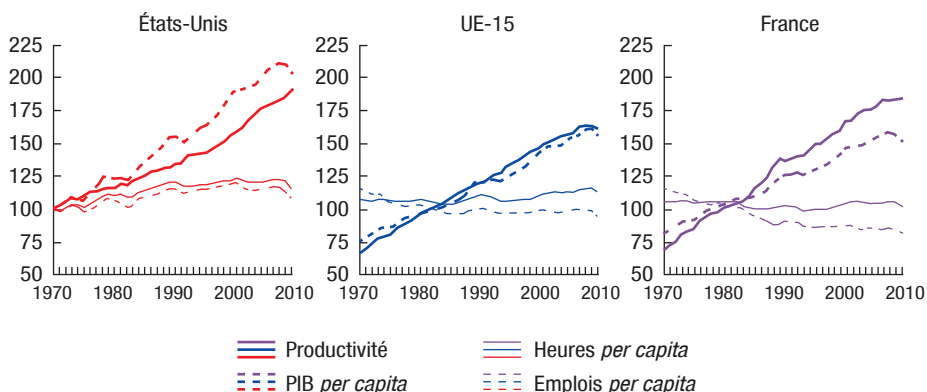
entreprises étudiées en France et en Europe, on constate qu'il existe encore des gisements de productivité très conséquents, qui justifient d'ailleurs souvent d'éviter d'installer des entités de fabrication dans des pays très lointains – cette politique est légitime quand elle vise à capter des marchés, mais il vaut mieux y réfléchir à deux fois si elle est uniquement motivée par des questions de coût.

Afin d'améliorer la productivité, il conviendrait de renforcer l'adéquation entre l'offre éducative et les besoins de l'économie ; de développer fortement l'apprentissage, comme l'a fait l'Allemagne ; de renforcer sensiblement l'efficacité de la filière de formation professionnelle afin de garantir l'employabilité (en France, des montants énormes sont investis, mais on peut s'interroger sur l'efficacité de la filière) ; d'accroître les compétences du *lean manufacturing*, c'est-à-dire la production au plus juste, ainsi que dans le domaine des technologies de l'information et de la communication.

♥ **Mettre l'accent sur la productivité dans l'industrie comme dans les services en particulier *via* l'éducation/formation, tout en maintenant des coûts salariaux compétitifs**

Croissance économique

Base 100 = 1970 aux États-Unis (tendances fondées sur la croissance réelle)



- Renforcer l'adéquation entre les filières éducatives et les besoins de l'économie
- Développer fortement l'apprentissage
- Renforcer très fortement l'efficacité de la filière formation professionnelle
- Développer les compétences « lean » et TIC dans toutes les filières

Source : The Conference Board ; analyse McKinsey Global Institute

Renforcer l'innovation, en particulier vers l'aval

Au regard du montant des investissements vers les processus de fabrication (l'aval) dans les pays émergents, nous aurons une vraie bataille à livrer afin de développer des processus de fabrication qui garantissent un positionnement coût compétitif. Cela passe également par la commercialisation des produits ; dans ce domaine, Internet offre énormément de possibilités que nous devons utiliser.

Renforcer les filières en décloisonnant les relations et en concentrant géographiquement les compétences

Lorsque l'on compare la taille moyenne des PME françaises et allemandes, il apparaît clairement que nous avons besoin de concentration afin de disposer de filières industrielles au niveau des PME qui soient réellement compétitives. Cela nécessite des financements, ainsi que des actions tant publiques que privées ; le secteur automobile est probablement l'un des secteurs sur lequel ces actions doivent porter. Par ailleurs, les relations entre donneurs d'ordres et fournisseurs doivent évoluer, sur le modèle du travail réalisé dans le cadre du Plan automobile en 2009. Enfin, il faudra renforcer la concentration géographique des pôles d'expertise, qui sont aujourd'hui sous la taille critique.

Tirer parti de notre marché naturel

Nous sommes au cœur du marché européen, qui est extrêmement porteur, mais nous avons également à nos portes l'Afrique du Nord et l'Afrique francophone. Au vu du dynamisme de ces zones, il serait dommage de ne pas tirer parti de notre position privilégiée dans ces pays pour trouver des débouchés et des relais de croissance. Nous devons également travailler avec ces zones sur la structuration de notre filière industrielle, en exploitant le *nearshoring*, c'est-à-dire la fabrication dans des pays à bas coûts situés à nos portes.

Les leviers pour restaurer la compétitivité en sortie de crise



Michel Didier
Directeur général
de Coe-Rexecode

Michel Didier

La compétitivité est un résultat dont les leviers se situent bien en amont, et il s'agit de trouver des actions à notre portée qui, par le jeu de tous les mécanismes économiques, aboutissent à un accroissement de la compétitivité. Je partirai des excellents travaux de la Commission nationale de l'Industrie, et de notre rapport qui s'intitule *Compétitivité France-Allemagne : le grand écart*. Notre compétitivité recule brutalement depuis dix ans, c'est le point essentiel sur lequel nous devons nous interroger.

Pendant plusieurs décennies, notre compétitivité n'a pas été en recul par rapport à celle de l'Allemagne. Cependant, les exportations françaises sont passées de 55 % à 40 % des exportations allemandes en dix ans. Sur la même période, le nombre d'entreprises industrielles a baissé de 13 % par rapport à l'Allemagne. En outre, les pertes de parts de marché françaises concernent tous les produits et toutes les destinations. Il ne s'agit donc pas d'un problème sectoriel ou géographique, mais d'une question de leviers et de mécanismes macroéconomiques.

Les industries françaises et allemandes divergent fortement depuis une dizaine d'années. L'écart d'évolution des valeurs ajoutées industrielles est proche de 20 % ; celui de l'évolution des excédents bruts d'exploitation, c'est-à-dire les ressources disponibles pour l'investissement et la recherche, est proche de 50 % ; l'écart d'évolution des investissements industriels est bien moindre, mais dans le domaine de la recherche, la différence est de 25 %.

Les entreprises industrielles françaises n'ont pas du tout abandonné la recherche – elles ont même augmenté la

part de leur excédent d'exploitation destinée à la recherche –, mais l'écart de 50 % sur l'excédent brut d'exploitation n'est pas rattrapable. Tout le monde s'accorde sur la nécessité d'accroître la recherche et l'innovation, mais il ne suffit pas de le répéter pour y parvenir. La recherche est en effet une variable endogène, qui dépend des ressources dont l'entreprise peut disposer. C'est donc bien en amont, et notamment sur la formation des résultats d'entreprises industrielles, qu'il faut agir.

L'écart d'évolution des coûts du travail (qui ne se limitent pas au salaire) est de l'ordre de 15 % à 20 % en fonction des statistiques étudiées : le coût de l'heure de travail a augmenté plus rapidement en France qu'en Allemagne. On touche là à des leviers situés en amont, car cette différence dans les coûts du travail résulte de décisions prises de part et d'autre du Rhin. Au moment même de la création de l'euro, des politiques de coûts du travail complètement divergentes, voire quasiment opposées, ont été mises en œuvre. Les enquêtes que nous réalisons auprès des importateurs, qui nous permettent d'acquérir une vision microéconomique de la situation, révèlent la chose suivante : auparavant, la compétitivité hors prix de l'Allemagne était nettement meilleure que celle de la France, mais nos prix étaient inférieurs, ce qui permettait d'établir un équilibre ; depuis dix ans, les importateurs nous mettent en garde contre le dérapage de notre compétitivité-prix, et du constant décalage de notre compétitivité hors prix par rapport à l'Allemagne. Ce résultat illustre ce que nous avons appelé le modèle de la rupture de compétitivité, qui schématise les enchaînements constatés : dans les années 2000-2005 a eu lieu un choc de divergence des coûts, qui a entraîné une divergence des ressources consacrées à la compétitivité hors prix. Ce qui est grave, c'est que cette forme de cercle vicieux laisse peu de marges de manœuvre pour se rattraper.

La zone euro est confrontée à la même situation – et l'annonce par le président de la BCE de la création d'un troisième pilier d'observation de l'Europe à travers les indicateurs sur la compétitivité est donc une très bonne nouvelle. Au sein de la zone euro, l'Allemagne a augmenté sa part de marché de plus de 3 % par rapport à la zone (sur un dénominateur de 3 000 milliards d'euros) ; les Pays-Bas, la Slovaquie et l'Autriche ont vu leurs parts de marché augmenter légèrement ; quelques pays sont stables ; seules l'Italie (– 2 %) et la France (– 3,2 %) sont en recul. Deux éléments résument de façon très simple le problème de l'avenir de la zone euro : la divergence extraordinaire des taux d'intérêt et la divergence des compétitivités. La divergence entre la France et l'Allemagne constitue le problème majeur de la zone euro.

La question des leviers découle de cette analyse. Les bons leviers sont ceux qui peuvent casser l'enchaînement vicieux. Sur le long terme, ce sont ceux qui touchent à la formation, à la recherche et à l'innovation. Je suis assez optimiste à ce sujet, car depuis dix ans s'esquisse une politique industrielle allant dans ce sens (réforme des universités, Fonds stratégique d'investissement, etc.), dont les effets apparaîtront progressivement. Néanmoins, nous ne pouvons nous contenter de ces éléments structurels. 85 % de la recherche en entreprises est faite dans l'industrie ; au rythme où va notre désindustrialisation, le support physique et humain indispensable à la recherche risque de disparaître avant que nous soyons parvenus à la reconstitution de ce secteur.

À court terme, pour mettre fin à la divergence décrite, il faut donc actionner rapidement les leviers à notre portée. Le premier est circonstanciel, mais incontournable : nous devons recadrer nos coûts par rapport à ceux de l'Allemagne. Auparavant, nous procédions périodiquement à une dévaluation ; aujourd'hui, le seul substitut à notre portée est une baisse des charges sociales assises sur le travail, à compenser soit par une meilleure gouvernance de la dépense publique, soit par la fiscalité. Le deuxième levier est une harmonisation des modes de fonctionnement de la formation des coûts – notamment ce qui touche à la réglementation du travail – au niveau de l'entreprise. La façon dont l'Allemagne a libéré la négociation d'entreprise d'un certain nombre de carcans a fonctionné, et le résultat est là : le taux d'emploi a augmenté, la compétitivité est plus forte, et la croissance est nettement supérieure à la nôtre.

Les critères de compétitivité d'une ETI européenne

Antoine Raymond

Seul industriel présent aujourd'hui, je vais vous présenter l'entreprise dont j'ai la charge, et partager avec vous ma conviction que la croissance de demain passe avant tout par un changement du style de management et par les hommes.

A. Raymond est une entreprise familiale fondée en 1865 qui dispose d'un réseau de 4 500 talents dans 23 pays, et comprend 34 sociétés, 12 centres de recherche et développement, et 19 sites de production, dont 3 en France et 2 en Allemagne. La branche allemande de notre groupe a été fondée en 1898, nous avons donc une longue expérience de la relation franco-allemande. L'entreprise réalise 740 millions d'euros de chiffre d'affaires, avec une croissance

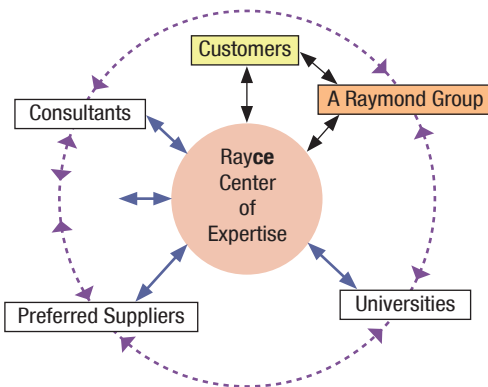


Antoine Raymond
Chef d'entreprise

organique de 11 % par an depuis une quinzaine d'années. Nous sommes experts en technologies d'assemblage, notamment par clipage, par connectique et par collage, principalement dans le domaine de l'automobile. Nous sommes numéro deux mondial dans le domaine de la fixation par clipage et numéro un mondial dans le domaine de la connectique des fluides, et travaillons tant pour la Tata Nano que pour la Porsche Panamera. Dans le domaine de la fixation, nous sommes également en train de développer des activités porteuses pour l'avenir : traçabilité animale, serres agricoles, photovoltaïque, etc.

Nos critères de compétitivité sont : la capacité d'innovation – l'entreprise a été fondée sur un brevet obtenu pour l'invention du premier bouton-pression ; une forte expertise produit ; une position internationale, qui est fondamentale pour continuer d'exister dans l'industrie, et qui renforce notre position française ; un niveau de qualité élevé ; la volonté de maîtriser partout nos coûts et nos flux.

La création de valeur en réseau



L'innovation en réseau

- Équipes de développement interdisciplinaires
- Réseaux de partenaires (clients, universités, fournisseurs, conseillers)
- Coordination des projets (Cluster) internationaux du réseau R&D
- Participation à des projets de recherche européens

Source : A Raymond Network 2011

S'agissant des critères de compétitivité que nous essayons de développer, ils sont à mon avis ceux qui feront la différence en Europe et pour l'avenir :

- nous sommes une entreprise patrimoniale axée sur le long terme, ce qui nous permet de mener des actions pérennes. Nous avons des valeurs fortes et des principes partagés ;
- nous cherchons à être une entreprise porteuse de sens ;
- nous tentons de développer un réseau collaboratif ouvert et le plus agile possible, ce qui est très important compte tenu des incertitudes liées à l'économie et de la faible visibilité dont nous disposons ;
- nous développons un style de management permettant de libérer les talents, ce qui est très important en matière d'innovation.

Le style de management est certainement un facteur majeur de compétitivité, surtout si l'on prend en compte les « générations Y », qui sont en quête de sens, et ont beaucoup d'exigence en matière de respect de l'environnement et de qualité de vie. Une entreprise industrielle souhaitant garder et développer ses talents ne peut conserver un style de management néo-taylorien fondé sur des organisations pyramidales, très centralisées et très contrôlées. Nous cherchons donc à développer un management par les valeurs. Cette entreprise est difficile, car elle nécessite d'instaurer la confiance, de développer l'engagement des salariés, de soutenir la performance et de développer le bien-être.

Le management doit permettre aux gens de s'engager ; le *servant leadership* suppose que chaque manager se demande : « Que puis-je faire pour que mes équipes puissent réussir leur tâche ? », et non : « Que doivent faire mes équipes pour que je réussisse ma tâche ? ». Un tel état d'esprit est fondamental pour les nouvelles générations. Il peut faire la différence par rapport aux pays émergents, où le style de management correspond à celui qui existait en Europe il y a cinquante ans. Le développement en réseau ouvert (clients, fournisseurs, centres de recherche, universités) est également extrêmement important. Son bon fonctionnement suppose d'instaurer la confiance entre les acteurs. En Europe et en France, nous devons réaliser des choses extraordinaires avec des gens ordinaires. C'est la base de la compétitivité et de la croissance de demain.

La place de l'innovation dans la compétitivité des entreprises françaises



Luc Rousseau

Directeur général
de la compétitivité,
de l'industrie et des services,
ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi

Luc Rousseau

Je ne reviendrai pas sur la question de la balance commerciale, qui a déjà été traitée, si ce n'est pour dire que la situation n'est pas tenable dans la durée : nous nous orientons cette année vers un déficit commercial de 75 milliards d'euros et un déficit courant de 65 milliards d'euros, ce qui empêche de relancer la machine économique, à terme.

Pour régler ce problème, deux possibilités existent : soit faire la compétition avec les pays à bas coûts mais à bas niveaux de vie, soit se différencier. Bien évidemment, il faut se différencier par l'innovation. C'est ce que nous faisons, par exemple dans les domaines de l'aéronautique, du nucléaire, ou du logiciel avec Dassault Systèmes. Nous avons également des excédents commerciaux dans les secteurs de l'agroalimentaire, de la mode, du luxe et, bien sûr, du tourisme.

Investir dans l'innovation augmente l'activité et améliore notre position. Une bonne politique d'innovation doit marcher sur deux jambes. La plus connue est la création de l'innovation ; l'autre, trop souvent négligée en France, consiste à la diffuser. La diffusion de l'innovation est un facteur de compétitivité et de démultiplication dans les différents secteurs de l'économie.

L'innovation comporte bien sûr une composante technologique. Dans ce domaine, une comparaison entre la France et l'OCDE montre bien que nous disposons de quelques avantages, notamment au niveau des ressources humaines. Nous avons également des faiblesses, en particulier sur l'investissement en entreprise : si l'investissement global en R & D, bien que n'atteignant pas les 3 % fixés par la stratégie de

Lisbonne, se situe dans une moyenne correcte au niveau de l'OCDE, il est défaillant en entreprise.

Comment progresser ? Certains secteurs sont des secteurs clés, en raison de leur plus forte croissance et de leur plus forte valeur ajoutée. Finalement, notre ambition est de faire de la croissance et d'assurer un bon niveau de vie pour nos concitoyens. Lors d'une étude menée avec McKinsey il y a un peu plus d'un an, nous avons distingué quatre secteurs, et avons observé la valeur ajoutée, ainsi que l'évolution comparée durant sept ans des principaux pays développés. La position de la France n'est pas bonne, en particulier par rapport à l'Allemagne. Le seul domaine dans lequel nous sommes en bonne position est le secteur protégé, qui n'est pas délocalisable. Dans le secteur fortement exposé à la concurrence internationale, nous baissons plus vite que les autres pays ; *a contrario*, dans les secteurs à fort contenu technologique, nous progressons moins vite que nos compétiteurs (excepté l'Italie).

Afin d'améliorer notre situation, nous devons nous concentrer sur quelques secteurs. Nous en distinguons classiquement quatre : l'aéronautique et les autres moyens de transport, les technologies de l'information, les biotechnologies, et les *green tech*. Dans ces domaines, les PME jouent un rôle crucial. Nous avons en France beaucoup de grands groupes performants, mais leur capacité de croissance sur le territoire est assez faible. Nous devons favoriser l'émergence de PME et d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) de dimension internationale, et renouveler fondamentalement notre tissu d'entreprises innovantes.

Revenons brièvement à la diffusion de l'innovation : l'OCDE souligne que la France perd entre un quart et un demi-point de croissance par an en raison du sous-investissement dans les technologies de l'information. Notre situation dans ce domaine est à l'image du discours public, qui est très contrasté sur ce sujet : nous sommes très performants en matière d'infrastructures – nous avons sans doute l'ADSL le meilleur marché de l'OCDE –, mais nous n'investissons pas assez dans les contenus, qui pourtant font la productivité des entreprises et poussent l'innovation.

Un certain nombre de choses ont été faites en matière d'innovation ces dernières années. Le crédit d'impôt recherche a été triplé, ce qui a eu des effets nationaux et internationaux, et a amélioré l'attractivité des centres de R & D ; le statut de Jeune entreprise innovante (JEI) incite les jeunes entreprises à se créer en France plutôt qu'à Ashford ; le programme France Investissement du Fonds stratégique d'investissement apporte des capitaux

propres à ces entreprises innovantes. Il faut également rappeler les dispositifs tels qu'ISF PME, et les pôles de compétitivité qui mettent l'accent sur la liaison public-privé et inscrivent les PME au cœur de leur stratégie. Afin de renforcer le soutien aux PME innovantes et d'accélérer leur développement, on peut aussi imaginer des mécanismes à l'image du SBIR¹ américain. Des actions en aval sont également possibles, notamment *via* des achats publics innovants, à l'instar des mesures prises récemment par les Britanniques ou les Néerlandais.

Par ailleurs, l'accompagnement de terrain ne doit pas être négligé. Les PME doivent non seulement être aidées, mais également soutenues dans leurs nouvelles mutations et leur développement à l'international. Ce travail de terrain est mieux effectué par les pays dont les performances internationales sont supérieures aux nôtres.

À court terme, le financement en fonds propres ou en crédit bancaire, pour lequel des turbulences sont probables, doit faire l'objet d'une certaine vigilance. L'autre point de vigilance à moyen et long terme est celui des ressources humaines.

Nicolas Rossignol

Avant de conclure, quelques points qui retiennent particulièrement l'attention des auditeurs : qu'attendre de l'inflation salariale dans les pays émergents et de ses répercussions sur la compétitivité en Europe et en France ? L'innovation technique est-elle dépendante de l'innovation sociale ? Quels sont les freins à de meilleures relations entre centres de recherche, universités et entreprises ?

Agnès Bénassy-Quéré

J'aimerais exprimer des doutes sur deux points et recueillir vos avis. Le premier concerne le coût du travail : les statistiques d'Eurostat montrent que les coûts salariaux unitaires dans l'industrie en France et en Allemagne se ressemblent beaucoup, mais qu'il existe en revanche un énorme écart dans le secteur des services. Pensez-vous que ces statistiques sont justes ? Qu'il s'agit d'un effet de composition ? Qu'en déduisez-vous pour la répercussion de cette situation sur les entreprises industrielles, étant donné leur niveau d'*outsourcing* dans le secteur des services ?

[1] *Small Business Innovation Research.*

Le second point concerne l'innovation. Il semble qu'il y ait un consensus sur la concentration de l'innovation dans certains secteurs porteurs. Or, l'innovation est un pari réalisé aujourd'hui sur les années à venir. Comment peut-on savoir aujourd'hui quels seront les secteurs moteurs dans plusieurs années ? Faut-il abandonner les secteurs traditionnels comme l'agroalimentaire ? Ou plutôt essayer d'innover dans les secteurs où nous disposons d'un avantage comparatif ? Dans le secteur traditionnel qu'est le vin, faut-il cesser d'investir dans l'innovation technique ou commerciale ?

Michel Didier

S'agissant du coût du travail, l'objectif n'est pas de le baisser mais plutôt de l'augmenter. Cependant, il faut apprécier les solutions compatibles avec l'état des autres facteurs de compétitivité et comprendre pourquoi nous avons perdu en compétitivité au cours des vingt dernières années. Or, une divergence sur le coût du travail entre la France et l'Allemagne est apparue au cours des dix dernières.

Peut-être avons-nous été trop focalisés sur l'évolution du coût du travail dans l'industrie. Néanmoins, l'industrie paye aussi la divergence dans l'évolution du coût du travail dans les services, puisqu'elle est grande consommatrice de services. La compétitivité, qui est souvent ramenée à l'industrie, est en réalité la compétitivité globale d'un pays, et comprend à la fois les activités industrielles et de services. Néanmoins, s'il est très important d'observer également ce qui se passe dans les services, la recherche en entreprise se concentre à 80 % dans les secteurs industriels. Notre recherche publique est excellente et nous ne sommes pas très déconnectés des autres pays dans ce domaine. En revanche, dans le domaine de la recherche privée, la divergence qui apparaît est un vrai problème.

François Bouvard

Concernant l'innovation, personne n'a de boule de cristal, Agnès Bénassy-Quéré a raison de dire qu'il est très difficile de savoir ce que seront les secteurs réellement porteurs dans vingt ou trente ans. Il faut prendre en compte des critères liés à la capacité à se différencier. Or, on ne se différencie pas simplement parce qu'on bénéficie de coûts de main-d'œuvre inférieurs. Cela nous ramène aux questions de l'innovation et de la capacité à traduire cette innovation dans un *premium*, un prix plus élevé permettant de réinvestir.

Je voudrais également souligner qu'il n'existe pas de secteur condamné, même si certains sont plus que d'autres soumis à des pressions concurrentielles. Ainsi, dans le secteur de l'habillement, malgré une concurrence effrénée des pays lointains, des entreprises d'Europe de l'Ouest s'en sont très bien sorties, simplement en réinventant leur manière de travailler – leur *business model* –, en se concentrant sur l'innovation ou en mettant les réassorts dans des pays proches.

Enfin, dans les domaines des *green tech* et des *nano tech*, dont on parle beaucoup, les projections en termes de nombre d'emplois créés d'ici vingt ou trente ans restent extrêmement faibles. Il n'est donc pas question de mettre en œuvre une stratégie industrielle basculant totalement des secteurs traditionnels vers les secteurs du futur. Il faut avant tout avoir une vision dynamique du tissu industriel d'un pays comme la France.

Mathilde Lemoine

J'aimerais réagir au deuxième point évoqué par Agnès Bénassy-Quéré car c'est en effet le sujet qui intéresse les économistes : faut-il des politiques horizontales ou verticales ? Faut-il favoriser le terreau de l'innovation, ou des politiques sectorielles ? Une étude très intéressante réalisée par les équipes du CEPII montre qu'à cinq ans, on ne connaît pas les produits qui représenteront 50 % du total des exportations. La crise engendre un vieillissement du stock de capital : l'appareil de production a probablement souffert et il faut faire en sorte que les entreprises investissent, même si les perspectives ne sont pas bonnes. Pour cela, les Américains ou les Canadiens utilisent l'amortissement accéléré ; on peut aussi, par un impôt sur les sociétés différencié, inciter les entreprises à investir en augmentant la rentabilité de cet investissement. En matière d'innovation, on peut également limiter les déductions d'impôts pour emprunt, ou rendre plus coûteux les rachats d'actions. Ces débats sont extrêmement polémiques, mais réorienter les investissements sans surcoûts budgétaires et améliorer le terreau favorable à l'innovation sont tout à fait possibles.

Ouverture de la troisième table ronde



François Baroin
Ministre de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Je suis très heureux d'être parmi vous pour participer à ce colloque. Comme l'an dernier, il réunit un grand nombre d'économistes de premier plan et de professionnels dont l'expertise est connue. Je remercie Vincent Chriqui de m'avoir convié à l'ouverture de cette troisième et dernière table ronde de la journée, dont le thème est « l'impact de la crise sur les instruments de la politique économique ». Vaste sujet, surtout dans le contexte que nous connaissons actuellement. Cela pose la question du retour à la normale dans la conduite de notre politique économique en période de fort déséquilibre. La sortie de crise emprunte une ligne de crête entre d'un côté, le soutien à apporter à une économie encore convalescente et de l'autre, le nécessaire rééquilibrage de nos comptes publics. C'est le débat qui est actuellement sur la place publique en France, en Europe et dans le monde. Le Premier ministre prendra le soin de vous détailler la situation française et les mesures d'ajustement pour 2011 et 2012 – le plan que nous avons fait voter début septembre – ainsi que les perspectives de préparation budgétaire pour l'exercice 2012.

En ce qui me concerne, j'aimerais évoquer la situation actuelle d'un point de vue international. On critique souvent l'inertie, voire l'immobilisme des instances multilatérales en période de crise. Certains expriment même une lassitude à l'égard de ces rencontres. J'invite les observateurs à se demander quelles seraient les conséquences économiques et politiques de l'absence

de ces réunions et de ces structures, à savoir d'une part des mesures protectionnistes et, d'autre part, une poussée nationaliste un peu partout dans le monde. De nombreuses avancées ont été engagées à chacune des étapes, que ce soit dans le cadre du G7, du G20 ou de l'Union européenne.

Je voudrais tout d'abord revenir sur le rôle des enceintes de coordination du G7 et du G20 depuis que la crise a éclaté. J'ai reçu à Marseille, vendredi et samedi dernier, mes homologues des Finances ainsi que les gouverneurs des banques centrales. Nous avons longuement échangé sur les causes de la nervosité, pour ne pas dire plus, des marchés financiers, sur ses conséquences et sur les moyens d'améliorer la situation économique et financière mondiale. Dans ce contexte difficile, je veux tenir un discours de vérité – le déni de réalité serait évidemment la pire des choses – et en même temps délivrer un message de confiance, car nous avons de solides raisons pour cela.

Nous rencontrons des difficultés de plusieurs ordres. Tout d'abord, les marchés anticipent un effort de consolidation important aux États-Unis, ce qui les pousse à interpréter les chiffres de l'économie de façon prudente : ils estiment que cela pourrait avoir des conséquences négatives sur la croissance mondiale. En second lieu, les investisseurs mettent en doute la capacité de certains États de la zone euro à honorer leurs dettes. Cette situation se traduit par une prudence à l'égard des titres obligataires de la zone euro, et dans le même temps, elle pèse sur le cours des banques qui portent à leur bilan une partie de cette dette. Ces questions sont au cœur du débat permanent qui a lieu depuis plusieurs semaines. Faut-il réduire les déficits, faire des plans d'économies et mener une stratégie de désendettement structurel qui peut porter en soi les germes d'une récession économique, ou faut-il injecter de l'argent public pour soutenir l'activité économique ? Nous avons conclu au G7, sur la base des éléments de référence agréés avec les gouverneurs et les représentants des ministères des Finances des pays présents, qu'il fallait faire les deux. La situation actuelle étant l'une des conséquences de la grande crise de 2008/2009, pendant laquelle les États ont accepté de sauver les banques, ce qui signifie sauver le levier d'investissement économique et lui permettre de nourrir l'activité économique, donc préserver la croissance, donc la richesse, donc l'emploi, donc l'augmentation du pouvoir d'achat ; mais ce qui signifie aussi sauver les dépôts des particuliers. Sur ce plan, les garanties ont été apportées et les États ont accepté de porter le fardeau de la dette publique.

À la question de savoir si l'on doit réduire les déficits et la dette, et cela dans un délai rapide, compatible avec la soutenabilité des dettes souveraines, la

réponse est oui, et il n'y a pas d'interrogation là-dessus. Quant à la question de la relance de l'activité économique, sa réponse dépend de chacun des pays. On ne peut pas parler de relance dans un pays surendetté comme on peut en parler dans des pays qui ont des marges de manœuvre, notamment en termes d'augmentation de leur demande intérieure.

Je le répète, il ne s'agit pas de choisir l'un ou l'autre des dispositifs de relance ou de rigueur, mais de les panacher en fonction de la situation particulière de chacun des États. Cela suppose de se mettre d'accord sur le diagnostic, ce que nous avons fait, et de coordonner de manière optimale nos politiques économiques nationales face à la crise, qu'il s'agisse des politiques budgétaires, monétaires et de change : nous y travaillons. Il faut naturellement un soutien coordonné à la croissance mondiale. Enfin, il faut renforcer la régulation des marchés, avec le relais d'un certain nombre d'acteurs, à commencer par les régulateurs de marché, ce que nous avons fait lors de la mise en place de la déclinaison des précédents G20 en ce qui concerne les instruments de régulation financière.

Trois conclusions majeures ont marqué nos travaux. En premier lieu, les gouverneurs des banques centrales réunis à Marseille le 9 septembre ont délivré un message, bien qu'il soit un peu passé inaperçu : les banques centrales se sont engagées à veiller à la fois à la stabilité des prix et au soutien à la reprise économique.

En second lieu, les banquiers centraux se sont engagés à fournir aux banques autant de liquidités que nécessaire. Pour être plus précis, le gouverneur de la Banque de France nous a rappelé ce matin que l'Euro-système refinance actuellement les banques françaises à hauteur de 500 milliards d'euros, alors que le collatéral mobilisable au niveau de l'Euro-système s'élève à 5 000 milliards d'euros. À la question « y a-t-il des problèmes de liquidités pour les banques ? », les banques centrales ont répondu par la négative.

Enfin, nous avons constaté une réelle convergence de vue sur la politique budgétaire. L'enjeu actuel n'est pas de s'accorder sur une relance – il n'en est question dans aucun État du G7 –, mais il réside dans le rythme de la consolidation. Or ce rythme peut être différencié selon la situation des finances publiques des États, à l'image du plan annoncé la semaine dernière par le président américain, qui se fait à objectif de réduction du déficit inchangé et gage les dépenses par des économies nouvelles.

S'agissant de la dette des pays de la zone euro, je tiens à rappeler que les fondamentaux sont bons. Si l'on cumule les niveaux de dettes publiques et de dettes privées, la zone euro est moins endettée que les États-Unis, et *a fortiori* que le Japon. Nos déficits sont également plus faibles. Durant le mois de juillet, les banques de la zone euro ont passé avec succès les tests de résistance les plus exigeants qui soient. De nouveaux tests sont prévus l'année prochaine, avec des contraintes encore plus exigeantes. Celles et ceux qui alimentent les commentaires selon lesquels ces tests ne servaient à rien créent une rumeur toxique et négative. Nous franchissons les étapes les unes après les autres, avec une méthode, un calendrier et des objectifs partagés par le public et le privé. J'ajoute que ces tests ont été opérés dans la plus grande transparence, puisque tous les éléments étaient sur la table. Les résultats des établissements bancaires ont été satisfaisants, et il en ressort que les banques françaises n'ont de souci ni de liquidité ni de solvabilité, comme l'a rappelé ce matin le gouverneur de la Banque de France. En deux ans, elles ont ajouté 50 milliards d'euros à leurs fonds propres et vont continuer à les augmenter en vue de l'application des normes de Bâle III. Quel que soit le scénario grec, et quelles que soient les provisions à passer, les banques françaises ont les moyens d'y faire face.

S'agissant de la question des liquidités, Jean-Claude Trichet a rappelé au G7 que 5 000 milliards d'euros de collatéraux sont mobilisables auprès de la BCE. Enfin, les chefs d'État et de gouvernement ont décidé le 21 juillet d'un plan d'action complet en faveur de la Grèce et de la zone euro. Nous devons à présent montrer aux marchés que nous sommes crédibles dans la mise en œuvre de ce plan. Nous contribuons à la tenue de ce calendrier, voire à son accélération, puisque notre pays a été le premier à faire adopter par son parlement les conditions de modifications du Fonds européen de stabilité financière.

Depuis 2008, le G20 est devenu l'organe essentiel de concertation et de prise de décision au plan international dans le cadre de la gestion de la crise. Je rappelle qu'il représente 80 % du commerce mondial, 85 % de la richesse mondiale et plus de 66 % de la population mondiale. C'est en son sein qu'ont été prises depuis novembre 2008 des mesures coordonnées de soutien à l'économie mondiale. C'est au G20 que les États ont cherché à s'attaquer aux racines de la crise. Grâce à cette instance, la communauté internationale a d'abord su éviter les erreurs du passé : la crise n'a pas conduit à la montée du protectionnisme ou du repli sur soi que j'évoquais tout à l'heure. Les États ne se sont pas engagés dans des politiques économiques incompatibles entre elles, ce qui aurait eu pour conséquence d'aggraver le ralentissement économique. Le G20 a également

agi pour renforcer significativement la régulation financière et jeter les bases d'une croissance globale plus équilibrée et plus riche en emplois.

La présidence française a repris le flambeau : nous avons mis à l'ordre du jour, sous l'impulsion de Nicolas Sarkozy, des priorités particulièrement ambitieuses, mais qui s'avèrent aujourd'hui logiques et légitimes. C'est le cas au niveau de l'encadrement de la spéculation sur les matières premières, un sujet sur lequel certains de nos partenaires, qui ne souhaitaient pas en parler, ont depuis révisé leur point de vue.

Le premier enjeu du G20 porte sur le cadre de la croissance. Pour la première fois, nous avons adopté des indicateurs de déséquilibre macroéconomique et des référents indicatifs chiffrés. Sept pays dont l'économie est de taille critique pour l'économie mondiale – la Chine, les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France et l'Inde – ont été soumis à une analyse approfondie du FMI. Le dialogue avec les autorités de ces pays portera ensuite sur les réformes à engager pour remédier aux déséquilibres qui ont pu être identifiés.

Le système monétaire international est également un enjeu. À ce sujet, le G20 s'est accordé sur neuf axes précis de réforme, dont l'élargissement au yuan du panier des droits de tirage spéciaux, l'élaboration d'un cadre de référence pour la gestion des flux de capitaux ou encore le durcissement de la surveillance macroéconomique multilatérale. Ces deux derniers points concourent à garantir le cadre d'une croissance puissante et équilibrée.

Les travaux techniques portant sur les matières premières ont pour leur part bien progressé. La transparence des marchés de matières énergétiques sera accrue. La régulation des échanges de produits dérivés fondés sur le cours des matières premières a également progressé et devrait déboucher sur des règles analogues à celles qui existent déjà sur les autres marchés financiers. C'est un point qui n'est pas finalisé, et qui reste conflictuel, mais sur lequel nous enregistrons malgré tout des avancées.

Enfin, sur l'agenda climat/développement, les travaux du G20 porteront sur le financement de la lutte contre le changement climatique. Cela passe par une taxe sur les transactions financières, par la mobilisation de l'ensemble des ressources disponibles pour le financement des infrastructures et aussi par le financement des travaux actuels sur l'inclusion financière. Les négociations sur ce dernier point sont toujours en cours, notamment à l'intérieur de l'enceinte du G7. Comme je vous l'ai dit, ces deux derniers jours ont été importants pour préparer le sommet du G20 de Cannes.

Il nous reste deux étapes clés. En marge des assemblées générales annuelles du FMI et de la Banque mondiale à Washington les 22 et 24 septembre, je mobiliserai les homologues du G20 sur la croissance mondiale. Je présiderai à cet effet une réunion des ministres des Finances et de la Coopération du G20 qui sera consacrée à la problématique du développement. En outre, un G20 finances se tiendra les 14 et 15 octobre à Paris. Il conclura les travaux de la filière finances en vue du sommet de Cannes. Comme vous pouvez le constater, nous avons un agenda chargé, à la mesure des étapes qui nous restent à franchir pour permettre de faire du sommet de Cannes un sommet de l'action et de la décision. C'est l'engagement de tout le gouvernement.

La crise économique a aussi conduit les pays de l'Union européenne, en particulier ceux de la zone euro, à mettre sur pied de nouveaux instruments de politique économique. Je sais que les eurosceptiques voient dans la crise une sorte de mal nécessaire, qui conduira au délitement du projet européen qu'ils ont toujours combattu, et qu'ils appellent aujourd'hui de leurs vœux. Devant les difficultés que nous traversons, nous devons répondre avec responsabilité et avec pragmatisme. C'est la raison pour laquelle nous avons fait le choix de construire une gouvernance plus puissante et plus solidaire. Le renforcement de la gouvernance de la zone euro est évidemment l'une des conséquences directes de l'addition de ces crises depuis plusieurs mois, car il faut apporter une réponse à ceux qui investissent sur le territoire européen, et qui ont besoin d'être rassurés sur notre mode de fonctionnement. Le *statu quo* n'est plus possible et ni la France ni l'Allemagne ne le souhaitent. Nous travaillons actuellement à des réponses coordonnées, aux côtés de la Commission, pour renforcer cette gouvernance et pour la rendre, dans son processus de décision politique, plus rapide, plus stable et plus opérationnelle. Et cela bien qu'il existe, entre le moment où les chefs d'État se réunissent et celui où ils prennent des décisions, un temps de latence démocratique essentiel pour faire accepter et partager celles-ci par nos opinions, un temps qui n'a rien à voir avec le clic d'un opérateur sur le marché, qui peut faire bouger les lignes en un millionième de seconde. Le temps de la démocratie doit être profondément et puissamment respecté, pour que les opinions accompagnent les décisions importantes, de sauvegarde notamment de notre monnaie dans la zone euro.

Les chefs d'État ont formulé des réponses d'urgence à la crise, avec le plan d'assistance initial à la Grèce. Ils ont également mis en place les instruments nécessaires à la stabilité financière de la zone euro. Une capacité d'intervention a donc été créée, en lien avec le FMI. Une structure à la fois communautaire

et intergouvernementale, *via* le Fonds européen de stabilité financière. Cela a permis d'apporter une aide à l'Irlande, en novembre 2010, et au Portugal en mai de cette année. Comme vous le savez, ces mécanismes provisoires seront remplacés par une organisation permanente, dotée du statut d'organisation internationale, et d'une structure plus stable en capital. Le Mécanisme européen de stabilité (MES) prendra ainsi la suite du Fonds européen de stabilité financière à partir du milieu de l'année 2013. Face à une situation de marché devenue très difficile en juillet, et devant le constat d'un retour très incertain de la Grèce sur les marchés à l'horizon prévu, les chefs d'État de la zone euro ont, le 21 juillet dernier, sous l'impulsion de Nicolas Sarkozy et de la chancelière allemande, complété ce dispositif par de nouvelles mesures fortes. À la crise grecque, ils ont apporté une réponse crédible, qui associe un financement du secteur public dans le cadre d'un programme plus long, grâce à un allongement des maturités de prêts et une baisse des taux d'intérêt et une participation du secteur privé, sur une base volontaire qui ne concerne que la Grèce. En ce qui concerne l'Irlande et le Portugal, les chefs d'État et de gouvernement ont également fait preuve d'une grande responsabilité en assouplissant leurs conditions de prêt et en les alignant sur celles de la Grèce.

Afin de ne pas alourdir davantage le niveau d'endettement et de parer au risque de contagion au sein de la zone euro, les chefs d'État et de gouvernement ont fait le choix d'élargir les capacités du Fonds européen de stabilité financière. Ce fonds pourra intervenir sur les marchés primaires et secondaires de la dette souveraine. Il pourra également intervenir à titre de précaution, ainsi que sous la forme de prêts pour la recapitalisation d'institutions financières. Dans un contexte de fortes turbulences sur les marchés financiers, cet ensemble de décisions a démontré la détermination des dirigeants de la zone euro à apporter une réponse technique, politique et coordonnée.

L'année qui s'est écoulée a donc vu le rythme d'intégration monétaire s'accélérer de manière considérable. Les réponses formulées sont allées bien au-delà de ce qui était initialement envisagé dans les traités. Cela montre la détermination de l'ensemble des gouvernements à stabiliser la zone euro. Bien entendu, nous souhaitons poursuivre nos efforts. Nous devrions parvenir à un accord dans les jours prochains avec le Parlement européen, ce qui nous permettra notamment de renforcer la surveillance des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro. L'un de nos chantiers reste la convergence fiscale, en particulier avec l'Allemagne. Nous avons déjà franchi une étape la semaine dernière, avec plusieurs mesures dont l'alignement du modèle français de *carry-back* sur le

modèle allemand. Il est également prévu dans le PLFSS¹ 2012 des mesures qui vont accélérer la convergence avec l'Allemagne. Lorsque de nouvelles étapes auront été franchies en matière de coordination des politiques économiques et de discipline budgétaire, nous pourrions éventuellement envisager la mise en place de nouveaux instruments, tels que les euro-obligations. Sur ce point, certains portent en bandoulière, peut-être animés par le contexte pré-électoral, soit à usage interne dans tel ou tel parti, soit à quelques encablures de la grande respiration démocratique de la présidentielle de l'année prochaine, l'affaire des euro-bonds comme s'il s'agissait de la pierre philosophale et la réponse à tout. Or si la mutualisation des dettes souveraines peut être un point d'arrivée, cela ne peut pas être un point de départ. Il y a un ordre : nous savons tous très bien que nous devons réduire nos déficits publics. Nous avons des rendez-vous, une méthode, des plans d'économie et une détermination absolue à ne pas dévier de la trajectoire. C'est pour cela que nous parlons « d'objectifs intangibles ».

Voilà quelques éléments de réflexion à partager avec vous, qui êtes tous des spécialistes. La crise économique et financière a fait naître son lot d'incertitudes et de difficultés. Elle a également conduit les États à élaborer des solutions innovantes et audacieuses. Au cours des derniers mois, la France a su, sous l'impulsion du président de la République, prendre toutes ses responsabilités au sein du G7, du G20 et de la zone euro. Elle l'a fait en étant à la fois force de rassemblement et de proposition. Dans un contexte économique encore contraint, à l'heure où beaucoup s'interrogent en particulier sur l'issue de la crise grecque, je ne suis ni pessimiste ni optimiste mais pragmatique et déterminé à préserver la stabilité de la zone euro avec l'ensemble de nos homologues au sein des ministères des Finances et des gouvernements. Pour la France, cela signifie d'une part que nous devons faire preuve d'une solidarité indéfectible avec les États sous programme, et d'autre part que nous devons respecter notre programme de réduction des déficits publics. C'est la raison pour laquelle, compte tenu de nos prévisions de croissance, nous avons décidé d'engager les nouvelles mesures annoncées par le Premier ministre le 24 août dernier. Elles nous permettront d'être au rendez-vous de nos engagements. Le respect de la parole donnée et des engagements pris fait partie des conditions indispensables de restauration de la confiance, condition elle-même indispensable à la restauration de la stabilité et, au-delà, à la reprise de l'activité économique mondiale.

[1] Projet de loi de financement de la sécurité sociale.



Troisième table ronde

Quels impacts de la crise sur les instruments de la politique économique ?

Participants

Pierre-Olivier Gourinchas, professeur d'économie, université de Californie, Berkeley

Laurence Boone, chef économiste Europe, Bank of America-Merrill Lynch

Benoît Cœuré, directeur général adjoint, Direction générale du Trésor, ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi

Frank Smets, directeur général de la recherche, Banque centrale européenne

Jean Pisani-Ferry, directeur de l'institut Bruegel

Gilles Carrez, rapporteur général du Budget, Assemblée nationale

La table ronde est animée par **Daniel Cohen**, économiste, directeur du Cepremap.

Introduction

Daniel Cohen



Daniel Cohen
Économiste,
directeur du Cepremap

Nous sommes à un tournant dans l'interprétation de la crise de 2008 et de ses suites. Lorsque la crise a débuté, Barry Eichengreen et Kevin H. O'Rourke¹ ont tracé des courbes mettant en base 100 les évolutions comparées des différents indicateurs (production industrielle mondiale, moyenne pondérée du commerce, etc.) à partir de juin 1929 et de juin 2008. Ces courbes montraient selon eux que la crise de 2008 était plus sévère que celle des années 1930. De fait, le commerce mondial a plongé de plus de 20 % en moins d'un an, alors qu'il avait fléchi de 30 % entre 1929 et 1933.

Pourtant, nous sommes sortis de la crise moins d'un an après son déclenchement, puisque la croissance redevient positive, le NBER datant à juin 2009 la sortie officielle de la crise aux États-Unis. Nous l'avons tous expliqué par le fait que l'on avait su tirer les enseignements de la crise de 1929, en évitant les trois erreurs majeures de l'époque.

La première de ces erreurs a été une politique monétaire totalement déficiente, puisque, comme l'a montré Milton Friedman, la Fed, de création récente², peu sûre de son mandat et marquée par la mort de son président Benjamin Strong en 1928, avait laissé le système bancaire exploser, plus de la moitié des banques américaines faisant ainsi faillite. En 2008/2009, l'État américain est allé au secours des banques en difficulté, à commencer par la City Bank et la plus grande compagnie d'assurances du monde, AIG.

[1] Voir « What do the new data tell us? », 8 mars 2010, www.voxeu.org/index.php?q=node/3421.

[2] Le *Federal Reserve Act* en 1913 crée le Federal Reserve System des États-Unis.

La deuxième erreur commise dans les années 1930 a porté sur la politique budgétaire. On pensait à cette époque que l'État devait montrer l'exemple et que, face à une crise de confiance, il fallait que les finances de l'État, envers et contre tout, ne connaissent pas de déficit. Dans un épisode resté célèbre, le président Roosevelt déclarait à l'issue d'une rencontre avec J. M. Keynes qui lui avait fait part du contenu de sa future *Théorie générale* : « *Monsieur Keynes m'a parlé pendant deux heures de déficit. Je crois qu'il se trompe : ce n'est pas la voie pour sortir de la crise* ».

De fait, Roosevelt combat le déficit budgétaire qui atteint 5 % en 1935 et, dès 1937, les États-Unis entrent à nouveau en récession. Au contraire, en 2008/2009 on a laissé filer les déficits, le FMI appelant lui-même – ce qui est un comble – à des plans de relance ce qui, grâce à des mesures de soutien, a permis de juguler la crise.

La troisième erreur commise en 1929 a été le recours au protectionnisme, à défaut d'utiliser les instruments des politiques monétaires et budgétaires. Cela explique que l'onde de choc de départ se soit transmise dans le commerce international, entraînant dans la dépression les pays du monde entier. Depuis 2008, nous avons écarté le risque du protectionnisme en créant le G20, une instance visant à sortir de la crise par des initiatives coordonnées.

Or aujourd'hui, bien que les trois erreurs commises dans les années 1930 aient été évitées dans un premier temps, nous sommes confrontés à un dilemme crucial quant au choix du *policy mix* à adopter et ses instruments : la politique monétaire ne pourra plus être beaucoup plus efficace et l'usage de la politique budgétaire est rendu très délicat. Nous sommes au début d'une crise qui menace de prolonger celle que nous avons connue en 2008 mais, cette fois-ci, sans disposer des instruments requis.

Il s'agit d'établir le diagnostic précis des raisons pour lesquelles les instruments traditionnels de la politique économique se sont épuisés. Dans les années 1990, à l'issue de nombreuses controverses, le débat intellectuel s'est stabilisé. Les travaux de Barry Eichengreen ont démontré que les points interprétés par Keynes ou Friedman comme des erreurs d'analyse relevaient du fait que les pays qui adhéraient ou venaient d'adhérer au système de l'étalon-or s'étaient *de facto* privés du recours aux instruments d'action nécessaires : l'étalon-or retenait le bras de la politique monétaire et la crainte que des taxes supplémentaires ne déclenchent la spéculation explique que le chancelier Brüning ait fait voter en 1932 un budget à l'équilibre, redoutant que les mouvements de capitaux

en provenance des États-Unis ne s'inversent, plongeant l'Allemagne dans la récession.

Nous sommes à nouveau, en tant que zone euro, dans un système dont on constate qu'il nous interdit d'agir. Il nous faut, par conséquent, et j'attends une contribution des intervenants à ce sujet, amorcer une réflexion en profondeur qui évite à la zone euro le piège des années 1930. Comme l'a montré Barry Eichengreen, la sortie de ce piège a été réalisée avant-guerre grâce à un abandon progressif de l'étalon-or. La Grande-Bretagne en sort en 1931 et elle renoue avec la croissance en 1932 ; les États-Unis en font autant en 1933 et c'est le début de la reprise ; la France suit en 1936 et c'est aussi le redémarrage de l'activité. Même si aujourd'hui l'objectif n'est pas de sortir de la zone euro, il faut certainement se libérer d'un système qui ne fonctionne plus, et n'offre comme issue aux problèmes actuels que le retour à l'équilibre budgétaire, pour rassurer les marchés, à l'instar des années 1930. Certains éléments sont déjà sur la table, comme la transformation du Fonds européen de stabilité financière.

Les États-Unis sont, quant à eux, confrontés à un autre piège, de nature politique : il n'y a pas d'accord budgétaire en raison d'une opposition paralysante entre le législatif et l'exécutif. Ou bien les Américains parviennent à trouver une issue qui est assez simple à concevoir puisque les inégalités ont crû de manière considérable aux États-Unis : il faudrait ainsi procéder à une hausse de l'imposition sur la fraction de la population la plus riche, dont la part dans le revenu national a été multipliée par trois, afin de soutenir la consommation des milieux plus populaires et fragiles. Ou bien on risque de réactiver la paralysie qui a miné le système dans les années 1930.

La résorption des déséquilibres mondiaux à moyen terme

Pierre-Olivier Gourinchas

Traiter des déséquilibres mondiaux nécessite de recourir à une vision de moyen terme. Cette présentation fera écho à ce qui a été mentionné lors de la table ronde sur la compétitivité industrielle et sur le degré de compétitivité de la France par rapport à ses concurrents européens.

Au cours de ces vingt dernières années, on a observé un creusement du déficit commercial et des comptes courants des États-Unis, malgré un certain

**Pierre-Olivier Gourinchas**

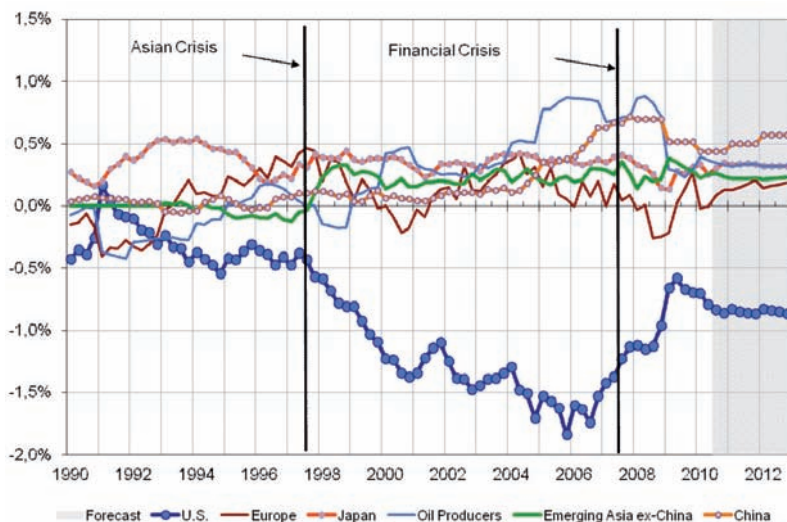
Professeur d'économie,
université de Californie, Berkeley

rééquilibrage depuis 2006 puis à l'occasion de la crise financière. Ces déséquilibres sont particulièrement importants à partir de 1996/1997, au moment de la crise qui frappe les pays du sud-est asiatique, lesquels passent alors d'une situation de déficit commercial vis-à-vis des États-Unis à une situation excédentaire. On constate également entre 1997 et 2007 un accroissement des surplus des pays producteurs de matières premières, notamment de pétrole. Il est paradoxal que le pays le plus riche de la planète soit en situation d'emprunteur à l'égard de pays asiatiques et de pays producteurs de pétrole. Au sein de la zone euro, la période récente s'accompagne d'une explosion des déficits des pays du Sud, avec un accroissement symétrique des surplus dans les pays du Nord.

Les pays émergents excédentaires se caractérisent aussi par une forte croissance et un haut niveau d'investissement. En réalité, ils ne dégagent de l'excédent que parce que leur épargne est encore plus importante que leur investissement, aussi élevé soit-il. Il s'agit d'une épargne qui a une composante publique, avec des États qui ont souvent su réduire très fortement leur endettement puis dégager des surplus primaires, et une composante privée, avec des ménages qui atteignent, notamment en Chine, des taux d'épargne considérables.

Un rééquilibrage mondial passe par une réduction des surplus et donc par un accroissement de la demande interne dans les pays concernés, alors que les pays déficitaires sont, pour leur part, contraints de procéder à un ajustement. Des politiques concertées dans ce sens sont observables dans la zone euro.

Les déséquilibres globaux : 1990-2013
Comptes courants, en part du PIB mondial



Source : FMI, OCDE

La montée des déséquilibres dans la période récente tient à une explication majeure : la pénurie d'actifs sûrs. En effet, à partir du début des années 1990, la Chine fait une entrée sur le marché mondial avec une croissance très rapide de l'économie réelle et de sa richesse, et avec une volonté très forte de la part des ménages et des entreprises de placer cette richesse. De plus, les États émergents sont animés par le désir d'épargner pour se protéger des chocs tels celui de la crise de 1997. Or, sur leur marché domestique, ils n'ont pas accès à des instruments financiers équivalents en stabilité à un bon du Trésor américain ou allemand, avec un rendement régulier et assez peu de volatilité. Le déséquilibre entre un développement financier limité et une croissance économique très robuste a non seulement créé des déséquilibres globaux mais aussi une baisse des taux d'intérêt, laquelle, à son tour, a stimulé la demande du secteur privé pour des actifs sûrs. D'où l'émergence de produits de titrisation AAA aux États-Unis, ou le fait de traiter la dette grecque comme si elle était aussi sûre que la dette allemande.

La crise de 2007/2008 correspond au moment où l'on prend conscience du fait que certains actifs réputés sûrs ne le sont pas et qu'il faut nettoyer les bilans du secteur privé et des banques. C'est particulièrement le cas aux États-Unis qui se caractérisent par des dysfonctionnements clairs et une absence de régulation très poussée, laquelle a permis l'émergence des actifs toxiques. Malgré ce contexte, la crise va accroître encore le déséquilibre entre la demande et l'offre d'actifs sûrs, puisque bon nombre de ces derniers vont être déqualifiés. À terme, c'est-à-dire dans un délai de deux à cinq ans, la Chine va être soucieuse de développer ses propres instruments financiers sécurisés, en proposant à ses ménages et ses entreprises des titres du gouvernement chinois.

Les pays avancés ont pour leur part conduit des réformes visant à consolider le secteur bancaire et financier, en garantissant la transparence sur les marchés et la qualité des titres offerts au public. On observe en parallèle, dans bon nombre de pays, une érosion de l'espace fiscal qui limite leur capacité à offrir des titres fiables. En conséquence, les mécanismes de résorption des déséquilibres seront relativement limités. Le FMI prévoit d'ailleurs que ceux-ci resteront à des niveaux élevés, ce qui contribuera au maintien d'une certaine instabilité mondiale.



Laurence Boone

Chef économiste Europe,
Bank of America-Merrill Lynch

La stratégie américaine de sortie de crise

Laurence Boone

Pour comprendre la stratégie américaine de sortie de crise, il faut bien avoir en tête un point capital : celle-ci n'est pas considérée comme une réponse à une difficulté structurelle mais à un problème de demande. Si ce problème est certes explicable dans une période qui suit une crise financière, il est néanmoins terrifiant dans la mesure où il peut déboucher sur du

chômage de long terme, phénomène auquel les Américains ne sont pas du tout habitués. L'effort de politique économique n'est donc pas tourné vers le fait de rassurer les marchés, en gérant rigoureusement les finances publiques, mais plutôt vers la relance de la machine économique à court terme, en espérant que les choses se passent bien à moyen terme.

Après la crise et la période de reconstitution des stocks, les États-Unis, bien que sortis de la récession, connaissent un rythme de croissance moins élevé – de l'ordre de 2 % – que lors des précédentes reprises. Cela s'explique non seulement par le fait que les entreprises, comme les ménages et les États, doivent se désendetter, mais aussi parce que l'on met en place des contraintes financières qui conduisent à diminuer le taux de croissance du crédit. La faible croissance actuelle inquiète beaucoup les Américains, d'autant qu'elle s'accompagne d'un retour de l'inflation, sans doute lié à la politique de *quantitative easing* (QE).

Comparer la reprise de l'emploi aux États-Unis avec celle que l'on a observée lors de cinq épisodes précédents de crise financière (Espagne en 1977, Norvège à la fin des années 1980, Finlande, Suède et Japon au début des années 1990) montre qu'elle ne se déroule absolument pas de la même façon. La performance des États-Unis est bien moins bonne que celle des autres pays, ce à quoi ils ne sont pas habitués. La révision à la baisse des chiffres de croissance au cours de l'été 2011 conduit certains à penser qu'il faudrait être encore plus volontariste en matière de relance si l'on veut échapper au spectre d'une croissance molle sans fin.

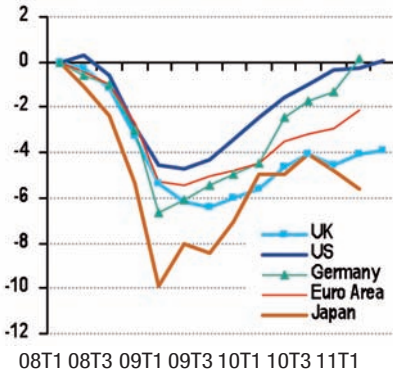
Qu'entend-on par récession ? On a tous en tête qu'elle se caractérise par deux trimestres consécutifs de croissance négative, alors que le Fed ne cesse de rappeler dans ses publications que ce critère n'est qu'une invention de journaliste, que la récession doit se mesurer conformément à l'analyse faite par le NBER¹, qui ne considère pas seulement la croissance mais aussi l'emploi, la production, le revenu. Il reste que, même au regard de la définition d'une récession établie par le NBER, la période actuelle peut être considérée comme récessive, étant entendu que ce diagnostic n'est pas incompatible avec un taux de croissance avoisinant les 2 %. Or une récession ne crée pas d'emplois.

[1] www.nber.org/cycles/recessions.html.

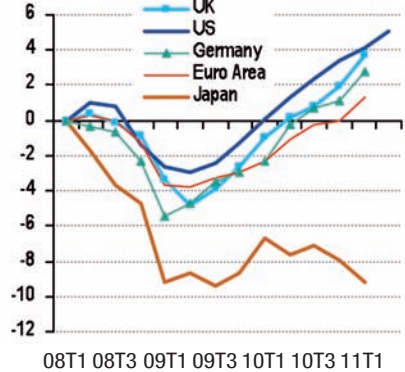
Les États-Unis face à la crise

Une position relative assez favorable...

Changements cumulés du PIB réel (%)



Changements cumulés du PIB nominal (%)

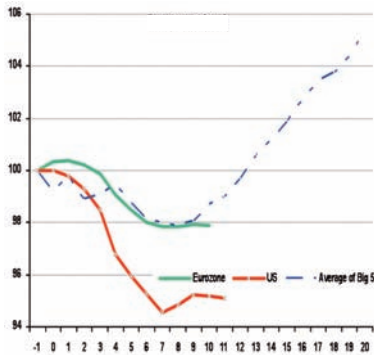


Note : déviation cumulative par rapport à la tendance, avec l'hypothèse d'un écart de production nul au 1^{er} trimestre 2008.

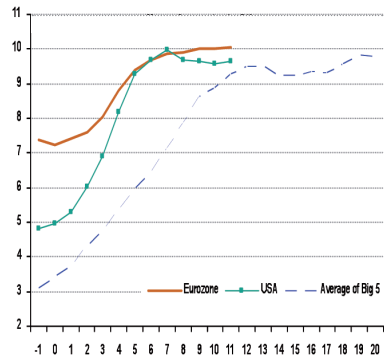
Source : Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Research

...sauf sur le front de l'emploi

Niveau d'emploi (%)



Taux de chômage (%)



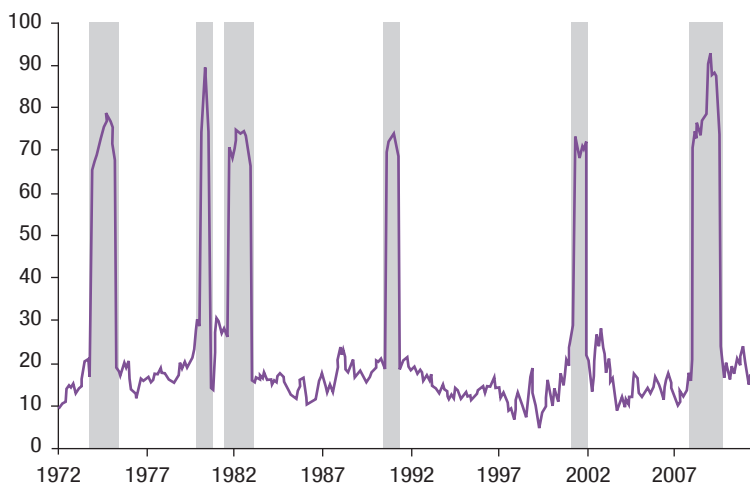
Trimestres - 0 = début de la récession

Source : BofA Merrill Lynch Global Research

De fait, la situation actuelle des États-Unis, qui se caractérise par un taux de chômage de 9 %, un prix du pétrole assez élevé, donne, sur la base d'un modèle de la Federal Reserve de San Francisco, une probabilité de récession de 30 %. De nombreuses entreprises américaines se déclarent aussi inquiètes de la faiblesse de la demande et des réglementations gouvernementales. Il leur semble que l'on s'attache avant tout à régler des problèmes de demande et non pas d'offre, en menant des politiques plus conjoncturelles que structurelles. L'approche actuelle se caractérise en effet par un *policy mix* très actif, une politique monétaire quatre fois plus active que celle du Japon dans les années 1990. Pour mémoire, le bilan des banques centrales américaines et britanniques a crû trois fois plus vite que celui de la BCE. Les déficits se sont par ailleurs accrus beaucoup plus vite que dans la zone euro, avec un décollage très net de la dette. Si la politique économique a été beaucoup plus active aux États-Unis, elle n'a pas connu de meilleurs résultats, puisque le taux de chômage n'a pas rejoint, loin s'en faut, son étiaje structurel, avec un accroissement sensible du nombre de chômeurs de longue durée.

♥ Les risques d'une récession américaine

Probabilité (%)



Source : BofA Merrill Lynch Global Research

Trois scénarios

	Worst	Baseline	Best
Unemployment rate (%)	10	9	8
Brent oil prices (\$/bbl)	80	100	120
S&P500 (index)	1 150	1 300	1 400
UST 10yr yields (pp)	2.20	3.00	3.60
Baa/20yr spreads (bp)	2.40	1.70	1.40
SLOS willingness-to-lend (net %)	- 10	22	30
Recession probability	0.80	0.30	0.15

Source : BofA Merrill Lynch Global Research

Se dirige-t-on vers un QE3 et vers encore plus de stimulus budgétaire, comme le récent plan Obama a pu le suggérer ? Le lancement d'un QE3 semble difficile, dans la mesure où le QE2 de l'année dernière a été déclenché avec un très faible niveau d'inflation sous-jacente, sans que la croissance s'en trouve réellement stimulée. La banque centrale américaine préconise d'ailleurs d'agir davantage sur la courbe des taux, en abaissant par exemple les taux de long terme, ce qui aurait pour effet collatéral de soutenir l'inflation.

Au plan budgétaire, l'accord adopté par le Congrès au cœur de l'été, après qu'un risque de défaut de l'État américain a été avéré, ce qui est en soi un événement grave, prévoit, sous l'influence des Républicains, une réduction massive des dépenses discrétionnaires dans le budget américain. C'est le pire *deal* qui pouvait être passé, puisque l'on va supprimer tous les soutiens à la demande de court terme (baisses d'impôt pour les ménages, soutiens aux ménages dont les revenus sont les plus faibles), sans toucher au facteur tendanciel de croissance du déficit qui tient aux dépenses obligatoires et notamment celles de sécurité sociale. Le nouveau plan proposé par Obama a, semble-t-il, peu de chance d'être accepté parce qu'il repose essentiellement sur des dépenses à court terme, compensées par des hausses d'impôts à moyen terme, soit exactement ce qui a été rejeté par les Républicains en août 2011.

En conclusion, le diagnostic aux États-Unis est qu'il y a une crise de la demande et non de l'offre. Le *policy mix* en Europe est très différent par son activisme, même si ses résultats ne sont pas très éloignés de ceux des États-Unis.

La coordination internationale pour soutenir la croissance : initiatives européennes et enjeux du sommet de Cannes



Benoît Cœuré

Directeur général adjoint,
direction générale du Trésor,
ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi

Benoît Cœuré

L'Europe a absolument besoin de créer de la croissance si elle veut sortir de la situation actuelle. Elle doit le faire non seulement au plan global, mais en corrigeant les disparités de croissance en son sein, ce qui suppose que l'Irlande, la Grèce et le Portugal croissent davantage, tout en accélérant le rythme d'expansion des pays moteurs comme l'Allemagne et, dans une moindre mesure, la France.

Afin de sortir de la crise, notre volonté est de mettre en œuvre les décisions extrêmement fortes qui ont été prises le 21 juillet 2011 par le Conseil européen, avec en particulier un changement radical des fonctions du Fonds européen de stabilité financière pour en faire un instrument disposant désormais d'un pouvoir d'intervention très vaste sur les marchés financiers, et qui pourra prendre le relais de la BCE pour stabiliser les marchés obligataires de la zone euro. Nous attendons la ratification des États membres pour ce faire, ce qui devrait être le cas, si tout va bien, au début de l'automne.

Comme on le constate, le temps politique n'est pas du tout celui des marchés financiers. À mon sens, il n'y a pas lieu de s'en plaindre, car les décisions qui ont été prises altèrent très profondément la vision que nous avons de la zone euro et le type de solidarité qui existe entre ses membres. Il faut que ces décisions fassent l'objet d'une appropriation politique, qu'elles soient discutées et pleinement assumées par les parlements des États membres. À cet égard, le débat qui a lieu en Allemagne, et dont les journaux français ont tendance à se plaindre, est utile et sert la cause européenne.

En effet, les Allemands s'interrogent, à juste titre, sur le cadre juridique et démocratique dans lequel vont opérer les nouveaux instruments.

Pour sortir de la crise, il faut aussi restaurer la confiance, alors que les marchés financiers attaquent la dette italienne et espagnole. Pour mémoire, le déficit, la dette et l'inflation en Espagne sont plus bas, en proportion, que ceux des États-Unis, alors que la croissance y est plus élevée. Pour ce qui est des attaques portées contre les banques, les chiffres communiqués par François Baroin indiquent clairement que la situation des banques françaises est suffisamment solide pour qu'on ne se fasse pas de souci sur leur capacité à absorber des dépréciations sur les dettes souveraines.

Pour ce qui est des perspectives, les eurobonds sont un bon instrument, pourvu que l'on comprenne et que l'on assume l'infrastructure politique dont ils ont besoin pour fonctionner, laquelle implique des transferts budgétaires qu'il faut voter. On peut par ailleurs utiliser le budget communautaire pour mieux accompagner la croissance, notamment en finançant des projets d'investissement dans les pays périphériques, par exemple par le biais de la Banque européenne d'investissement. Nous disposons également d'instruments intellectuels, à l'image de la *task force* que vient de créer la Commission européenne pour réfléchir aux moyens de relancer la croissance en Grèce.

Le G20 peut également aider à recréer de la croissance en Europe, dans la mesure où celle-ci ne peut que s'appuyer sur des exportations vers les pays en transition et en croissance, comme le Brésil, la Chine ou l'Inde. Le *Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée* a été créé à cette fin. Il donnera lieu à Cannes à des engagements de chaque pays membres. Cette instance est un lieu de dialogue où chacun ne manque pas de dire à l'autre ce qu'il n'a pas envie d'entendre. Les pays qui sont en excédent courant ont la clé du redémarrage de l'économie mondiale parce qu'ils ont des marges de manœuvre budgétaires. S'il est difficile de dire aux Chinois ce qu'ils doivent faire, il est possible de leur montrer qu'ils peuvent être plus efficaces en coordination avec le G20. Ce que la totalité des économistes souhaitent, ainsi que les Américains et les Chinois eux-mêmes, c'est de voir le taux d'épargne des Chinois diminuer, la consommation intérieure augmenter, et cela concomitamment à une appréciation du taux de change nominal ou réel du yuan (renminbi). Or autant les Chinois se refusent depuis longtemps à revaloriser leur monnaie, autant le G20 peut inciter avec succès la Chine à stimuler sa demande intérieure, car c'est une idée qui passe mieux.

Le G20 est également le cadre dans lequel se conçoit la réforme du système monétaire international. Il s'agit notamment de faire entrer le renminbi dans le panier des monnaies du droit de tirage spécial (DTS), un élément indispensable au rééquilibrage de la croissance mondiale. Nous avons besoin que les pays émergents aient des marchés financiers plus profonds, afin qu'ils puissent recycler localement leur épargne, de sorte que leur monnaie s'ajuste en fonction des évolutions de leur demande intérieure.

La politique monétaire étant aujourd'hui extraordinairement accommodante dans tous les grands pays, avant de se demander ce que la BCE, la Fed ou la Banque du Japon pourraient entreprendre de plus, il faut reconnaître l'importance de ce qui a déjà été fait, et dont témoigne l'accroissement très sensible des bilans des banques centrales. La BCE assure quotidiennement, au travers de ses appels d'offres, le financement et la liquidité de l'économie européenne.

Par ailleurs, tout le monde convient qu'une nouvelle étape d'ouverture commerciale, par le biais d'un accord à l'OMC dans le cycle de Doha, favoriserait la reprise mondiale, en permettant d'exporter davantage vers les pays émergents. Force est de constater aujourd'hui que ce processus de négociation est bloqué, et que les grands pays, à commencer par les États-Unis et la Chine, ne lui donnent pas une impulsion forte. Malgré cela, il n'y a pas eu depuis 2009 de mesure protectionniste majeure comme cela avait été le cas après 1929.

Sur le plan budgétaire, les marges de manœuvre et « l'espace fiscal » sont très limités, du fait de la nécessité de réduire notre dette. Nous pouvons cependant atteindre les objectifs de croissance car le sentier de réduction des déficits que nous nous sommes fixé est très équilibré, et beaucoup moins rapide et violent que celui des pays périphériques tenus de s'ajuster en urgence. On peut travailler sur le contenu de la fiscalité et des dépenses, comme c'est le cas sur les niches fiscales, à la suite du rapport de l'Inspection des Finances sur le sujet. La réforme de la fiscalité sera, quoi qu'il arrive, un des enjeux majeurs du débat politique en 2012.

L'accompagnement monétaire des politiques de consolidation budgétaire en Europe



Frank Smets

Directeur général
de la recherche,

Banque centrale européenne

Frank Smets¹

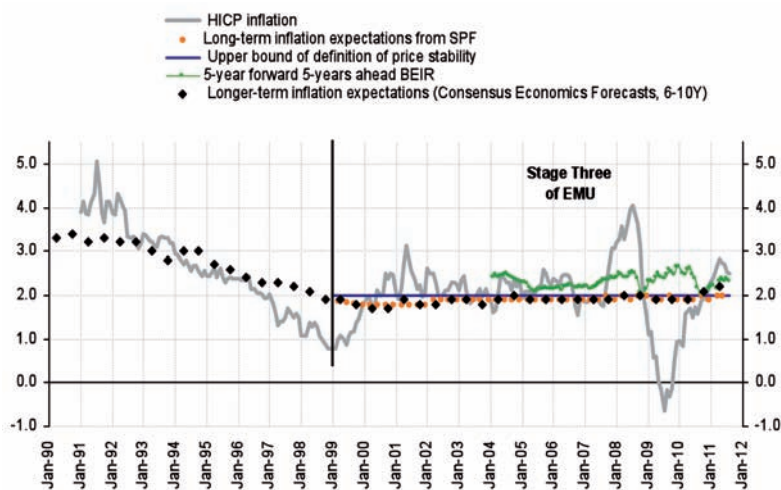
Tout d'abord, il faut rappeler que l'objectif premier de la BCE qui consiste à garantir la stabilité des prix, autour de 2 % par an à moyen terme, implique que les politiques de consolidation budgétaire évoquées soient compatibles. Il est donc nécessaire de réaliser de nombreuses études et analyses sur les effets des politiques budgétaires. La théorie keynésienne enseigne que les politiques de consolidation budgétaire vont peser sur la demande, faire baisser la pression inflationniste et rendre possible une politique monétaire plus stimulante.

Le manque de confiance dans l'environnement actuel tient en partie aux programmes de consolidation budgétaire en cours. Si les États les conduisent avec sérieux, la confiance pourrait revenir. En tout état de cause, l'action de la BCE pour maîtriser l'inflation a été efficace, puisque l'inflation a effectivement été maintenue autour de 2 % dans la zone euro, mis à part quelques écarts pendant les périodes de crise. Contrairement à ce qui s'est passé dans les années 1930, les politiques monétaires ont été crédibles et ont permis de stabiliser l'inflation. Les reculs de taux nominaux se sont traduits par des variations de taux réels. Nous sommes parvenus à éviter la spirale déflationniste, dans laquelle l'anticipation d'une chute des prix dissuade la consommation au profit de l'épargne. Certains suggèrent que la BCE devrait relever son objectif de taux d'inflation. Les modèles de la BCE ont établi que cela aurait pour effet de réduire la marge de manœuvre et l'efficacité des politiques monétaires.

[1] Cette intervention n'engage que l'orateur et non l'institution à laquelle il appartient.



Inflation et anticipation de l'inflation dans la zone euro



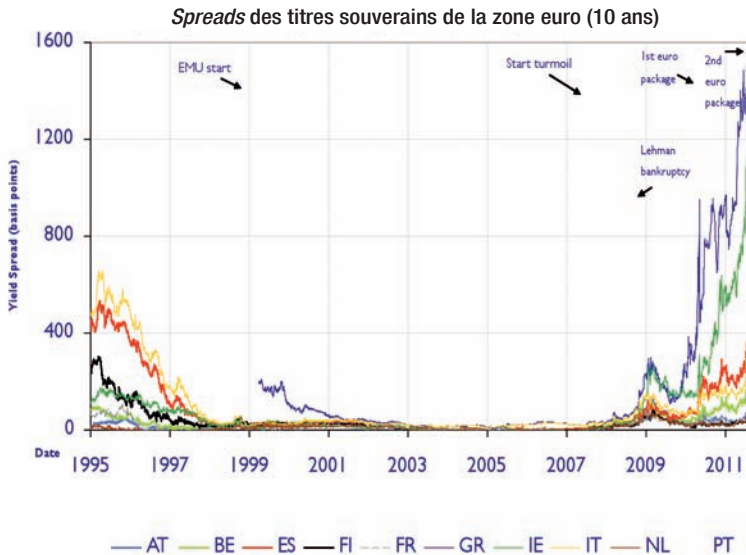
Sources : ECB, Eurostat and Consensus Economics Forecast

Face à la crise récente, la BCE a eu recours à des mesures sans précédent pour maintenir la stabilité des prix. Nous distinguons d'ailleurs les politiques monétaires conventionnelles qui jouent sur la fixation des taux d'intérêt, des politiques monétaires non conventionnelles qui ont consisté principalement à fournir des liquidités aux banques à des taux d'intérêt fixes, en échange de garanties collatérales. Cette dernière approche s'est avérée extrêmement efficace car elle a permis d'éviter, sinon la crise de liquidité elle-même, du moins sa perception, ainsi que le risque induit d'une perte de solvabilité. La BCE est également intervenue pour corriger des dysfonctionnements spécifiques des marchés, dans le but d'assurer une meilleure transmission des politiques monétaires.

Si l'on considère la chronologie de la crise, on constate qu'elle était au départ très largement centrée sur les États-Unis et sur le secteur bancaire, après la faillite de Lehman Brothers. Puis elle est devenue une crise des dettes souveraines. Au fil des mois, les mesures de politique monétaire non conventionnelles ont pris de l'importance, à l'image du programme d'achat de titres souverains introduit par la BCE le 10 mai 2010, à la suite d'une décision prise par les chefs d'État, qui vise à corriger les dysfonctionnements des marchés obligataires. Les mesures financières non conventionnelles sont, en tout état de cause,

temporaires et leur suppression dépend du retour à l'équilibre des marchés considérés, étant entendu que leur prolongation indéfinie pourrait nuire à l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire. La BCE fait d'ailleurs varier leur intensité, afin d'éviter le report de risques, dans un contexte de croissance rapide de l'endettement des ménages, du secteur financier et des gouvernements, après l'adoption de mesures budgétaires de relance face à la crise.

❖ Crise des fondamentaux ou dynamique spéculative auto-réalisatrice ?



Source : Datastream

Enfin, pour savoir si les banques centrales doivent intervenir sur les marchés obligataires, il faut se demander si les *spreads* des titres souverains de la zone euro sont liés à la structure des marchés où s'ils sont la conséquence d'un risque auto-réalisateur. De nombreuses études ont été menées dans les années 1990 pour analyser les impacts des attaques spéculatives sur les dettes souveraines ; l'Italie avait déjà à l'époque un taux d'endettement très élevé. On constate que la probabilité de contagion dépend des fondamentaux. Un niveau d'endettement élevé, un déficit significatif et une croissance faible favorisent le risque de spéculation à court terme. On observe d'ailleurs que les quatre pays qui ont en 2009 le déficit le plus élevé sont aussi ceux victimes

d'attaques spéculatives. Il y a là une dynamique explosive alors qu'avant la crise, les marchés étaient très peu sensibles aux fondamentaux des économies. Il existe également un phénomène de contagion entre le secteur public et le secteur bancaire, comme le montre la corrélation entre l'évolution des CDS (*credit default swaps*) d'État et celle des CDS du secteur bancaire.

Compte tenu de la convergence de l'évolution des *spreads* avec celle des fondamentaux, les politiques n'ont d'efficacité, face aux attaques spéculatives, que si elles les prennent en compte. D'où l'importance de mener à bien les politiques de consolidation budgétaire.

Quelle stratégie pour surmonter la crise de la dette souveraine ?

Jean Pisani-Ferry



Jean Pisani-Ferry

Directeur de l'institut Bruegel

Pourquoi n'arrivons-nous pas, malgré les décisions prises le 21 juillet 2011, à surmonter la crise et pour quelles raisons la situation d'extrême nervosité des marchés financiers perdure-t-elle, alors que les rumeurs d'une sortie éventuelle de la zone euro de certains des pays ne cessent de prendre de l'ampleur ? À la fin du printemps, les réponses apportées au problème posé depuis l'automne 2010 par un défaut éventuel de la Grèce étaient insuffisantes, malgré de nombreux débats très tendus entre membres de la zone euro. Alors que l'Allemagne était favorable à un défaut, la BCE s'y opposait, arguant que les pays avancés remboursent leur dette. Une facilité financière avait bien été créée pour gérer les crises mais sans qu'on lui donne véritablement les moyens d'être efficace, puisqu'on lui avait imposé de n'intervenir qu'en dernier recours (*ultima ratio*), et à des conditions très onéreuses pour les pays concernés, ce qui aggrave le problème de soutenabilité de la dette. Nous avons

enfin une inquiétude au sujet de la solidité des banques européennes, puisque les *stress tests* de l'été 2010, qui avaient été passés avec succès par la plupart d'entre elles, n'avaient pas empêché la faillite d'une banque irlandaise quelques semaines plus tard.

Les décisions prises le 21 juillet 2011 répondent à ces différents enjeux. Nous avons reconnu que la Grèce était dans une situation telle qu'une renégociation de sa dette avec ses créanciers était indispensable et qu'il fallait en baisser le taux d'intérêt. Il a été admis que, sous réserve de modification, la facilité financière devait bénéficier de capacités beaucoup plus importantes, afin qu'elle puisse intervenir plus tôt, conformément à une prescription de Daniel Cohen, de façon à prévenir l'apparition de situations critiques. De plus, on l'a autorisée à concourir à la recapitalisation des banques. Enfin, de nouveaux *stress tests* ont donné des indications plus complètes sur la situation des banques européennes, sans parler de l'accord franco-allemand sur la gouvernance. En bref, à l'été 2011 un « paquet » est mis en place, en rupture avec les tabous antérieurs et qui semble prendre la mesure de la situation.

Force est de constater que, malgré ces annonces, les marchés actions continuent de baisser, alors que ceux de la dette souveraine font apparaître des tensions persistantes, notamment au sujet de la dette italienne. De plus, les banques ont des difficultés à trouver de la liquidité en dollars.

À mon sens, cette situation est d'abord liée au fait que l'on n'a pas encore traité le problème de la Grèce, pour la mettre en situation durable de faire face à ses échéances. Cela s'explique par le fait que l'on n'a pas voulu, et la BCE porte une responsabilité dans cette affaire, prendre de position publique, et ce sont les créanciers privés qui ont proposé le niveau de renégociation auquel ils étaient prêts. Sans surprise, ces derniers ont suggéré quelque chose d'insuffisant, de sorte que l'on se trouve dans une situation où l'on a brisé le tabou sans résoudre le problème, créant par là un risque de contagion pour les autres pays potentiellement en difficulté. De plus, beaucoup estiment que les banques seront gravement impactées par une réduction de la dette.

Bien que l'on ait augmenté la taille de la facilité financière, pour la porter à un total de 500 milliards d'euros, il n'est pas sûr qu'elle soit suffisante pour intervenir efficacement sur les marchés de la dette et éviter qu'une attaque spéculative ne compromette la capacité de rembourser d'un pays, dont la situation était auparavant gérable. Il faut que les gouvernements soient en situation de dire : « Nous pensons que ce pays est solvable et nous sommes

prêts à mettre sur la table l'argent qu'il faut, même si les marchés pensent différemment ». En 2003, au Brésil, l'élection de Lula en a été un bon exemple : les marchés pensent alors que le pays va faire défaut sur sa dette et cette anticipation déclenche une flambée des *spreads*. En réalité, cela ne sera pas le cas, et Lula réussit, avec l'aide du FMI, à ramener les *spreads* à leur niveau d'avant l'élection. Éviter ainsi des crises auto-réalisatrices requiert des moyens très importants. De fait, la facilité financière, qui est déjà engagée dans le soutien au Portugal, à l'Irlande, et probablement bientôt aux banques, a une capacité trop limitée.

Des controverses se sont fait jour autour de l'intervention de la BCE, en substitution à la facilité financière qui n'a pas encore été ratifiée, sur la dette italienne et sur la dette espagnole, comme l'atteste la démission de Jürgen Starck de sa position de membre du directoire. Certains évoquent un « krach politique » au sujet de l'incapacité des gouvernements à se mettre d'accord sur une stratégie. Comme dans les années 1930, les contraintes politiques auxquelles sont soumis les uns et les autres limitent les marges de manœuvre.

Il faut à présent accélérer la ratification du paquet de mesures prises le 21 juillet dernier. Au-delà doit être mis en place, pour la Grèce, un plan consistant à reconnaître que le niveau de réduction de la dette doit être plus important, en recapitalisant en contrepartie les banques qui doivent l'être, à commencer par les banques grecques. Si les ressources de l'État grec n'y suffisent pas, ce qui devrait être le cas, il faut pouvoir utiliser celles de la facilité financière. Dans le même temps, il faut éviter que l'Espagne et l'Italie basculent du mauvais côté, et ce sera le cas grâce au maintien des capacités de la BCE à continuer ses interventions.

S'agissant de la croissance, je souhaite vivement, dans le prolongement de l'intervention de Frank Smets, que la BCE maintienne et atteigne son objectif d'une inflation moyenne à 2 %, les pays ayant à perdre en compétitivité (Allemagne, Pays-Bas, etc.) se situant au-dessus, quitte à ce que ce soit mal accepté par leurs opinions publiques. Il faut en outre conduire des politiques de croissance. Des instruments européens existent pour des pays comme la Grèce ou le Portugal – les fonds structurels –, pourvu qu'ils ne soient pas orientés vers des projets d'infrastructures qui ont perdu beaucoup de pertinence dans la période actuelle.

La stratégie de désendettement public en France dans les prochaines années



Gilles Carrez

Rapporteur général du Budget,
Assemblée nationale

Gilles Carrez

En cette fin d'année, la France a accumulé 1 700 milliards d'euros de dette publique, ce qui représente 85 % du PIB. Pour mémoire, nous étions en 1980, avec une dette équivalente à 20 % du PIB, l'un des pays les moins endettés au monde. Depuis cette date, pas un seul budget n'a été exécuté à l'équilibre. L'augmentation de notre endettement s'est faite en trois paliers :

- en 1981/1982, du fait d'un engagement tous azimuts de dépenses publiques, en espérant – à tort – que celles-ci généreraient de la croissance et des plus-values de recettes ;
- en 1991/1993, lors d'une crise économique et financière ayant occasionné des moins-values de recettes non compensées par des économies ;
- depuis le déclenchement de la crise de 2008/2009.

Si la dette nous a permis de faire face aux périodes de ralentissements conjoncturels, notre pays se singularise par le fait qu'à aucun moment nous n'avons redressé la barre pendant les phases favorables, comme entre 1987 et 1990 ou entre 1998 et 2000 – souvenez-vous de la « cagnotte » – et dans une moindre mesure en 2006/2007. C'est une exception française.

Ayant été en quelque sorte victimes d'une « addiction douce » aux déficits, nous n'avons pas connu de crises violentes, contrairement aux pays scandinaves ou au Canada au début des années 1990. Il n'y a donc pas eu de prise de conscience. Par ailleurs, on a pu observer, pendant toute la période, une rigidité extrême de notre dépense publique, comme en témoigne le fait que le taux de dépenses publiques oscille depuis quinze ans entre 53 % et 56 % du PIB, avec 350 milliards d'euros de dépenses pour l'État, 100 milliards de dépenses

pour les collectivités locales et plus de 450 milliards affectés aux comptes sociaux, pour un total dépassant les 1 000 milliards d'euros de dépenses publiques. Pire : on n'a jamais vu aucune de ses composantes se réduire ou ne pas augmenter. La dépense publique a crû au cours des dix dernières années de 4 % en valeur nominale, soit une augmentation annuelle de 40 milliards d'euros.

Il faut aussi noter que la baisse des taux d'intérêt ainsi que la très bonne gestion de la dette publique française ont permis d'occulter largement l'envolée de notre endettement. Alors qu'en 2002 nous payions 38 milliards d'euros d'intérêts au titre du budget de l'État, pour un endettement de 750 milliards d'euros, nous avons payé en 2010 « seulement » 40,5 milliards d'euros, pour un endettement de 1 250 milliards d'euros. La stabilité des taux d'intérêt a donc joué un rôle d'anesthésiant, de sorte qu'il a été extrêmement difficile pour des comptables de faire prendre la mesure du problème. Certains élus m'ont d'ailleurs objecté : « Où est le problème, puisque plus on s'endette, moins ça coûte ? ».

Dernière observation : au cours des quinze années précédentes, nous avons toujours été, à deux exceptions près, en déficit primaire. C'est très préoccupant, et cela reflète la rigidité des dépenses publiques.

Aujourd'hui, nous sommes au pied du mur. Il est impératif de mettre en place une stratégie de désendettement. Au titre de l'exercice 2011, nous aurons payé 46,5 milliards d'euros d'intérêts, soit 6 milliards de plus qu'en 2010 et l'équivalent de deux fois le budget de la Culture. Nous changeons d'échelle. Quelle que soit la qualité de la gestion de notre dette par l'agence France Trésor, il faut s'attendre à une progression de l'ordre de 10 % par an de nos frais financiers. Imaginons ce que serait la situation si nous ne nous finançons pas dans les meilleures conditions possibles...

La stratégie qui a été choisie est celle d'une réduction des déficits publics progressive mais continue. C'est la stratégie « non violente », pour reprendre une expression de Benoît Cœuré, qui est réalisée dans le cadre de nos engagements au titre du programme de stabilité et de la « loi de programmation pluriannuelle ». Pour mémoire, cette dernière a été introduite par la modification constitutionnelle de 2008, le débat sur l'adoption de la fameuse règle d'or visant à faire en sorte qu'elle s'impose aux lois de finances et de financement annuelles. Il faut donc que nous réalisions 5,7 % de déficit public en 2011, puis 4,5 % en 2012, 3 % en 2013 et 2 % en 2014.

Le respect de nos engagements suppose une maîtrise et une réduction indispensable des dépenses publiques, ainsi que la protection et le redéploiement des recettes. Pour le premier aspect, on a introduit la règle « zéro valeur », selon laquelle les dépenses n'augmentent pas d'une année sur l'autre, hors le poids du passé que constituent la dette et les pensions. Les comptes sociaux sont pour leur part tenus par l'ONDAM¹ et par la réforme des retraites. Quant aux collectivités locales, on ne peut pas mettre un plafond à la croissance de leurs ressources puisqu'elles sont autonomes, mais on est en train de réduire la pression du robinet des recettes, l'État ayant tous les moyens de le faire. Pour aller plus loin, étant entendu que les RGPP² ont atteint leurs limites extrêmes, il va falloir réfléchir en termes de réformes profondes sur l'organisation territoriale, sur le recentrage de l'assistance et de la solidarité, et sur les dépenses de santé. Bien entendu il faut en parallèle protéger les recettes, sachant que nous avons encore quelques marges sur la TVA – je me bats depuis des années pour créer un taux intermédiaire appliqué à la restauration et aux travaux dans le logement.

Le risque d'une stratégie « non violente » est qu'elle ne donne de résultats que si l'on s'y tient strictement, et nous sommes à la merci du moindre incident économique, voire politique.

[1] L'objectif national des dépenses d'assurance maladie.

[2] Révisions générales des politiques publiques.

Clôture



François Fillon

Premier ministre

Vous avez entendu, au cours de ce colloque, les témoignages de nombreux experts sur la croissance de demain. Je veux remercier le Centre d'analyse stratégique d'avoir permis la confrontation de ces éclairages européens, américains, français, britanniques ou autrichiens, et de m'avoir accordé le mot de la fin, ce qui, dans les circonstances actuelles, représente un honneur redoutable.

Comment aller chercher la croissance ? Répondre à cette question en période normale n'est déjà pas simple ; y répondre en pleine crise relève d'un véritable défi intellectuel et politique. Au moment où les bourses s'affolent et nous commandent d'agir vite, parler de croissance peut paraître anachronique à certains – pas à moi. Parce que les investisseurs attendent des politiques une capacité de construire le long terme, une capacité à maîtriser avec sang-froid le court terme sans sacrifier l'avenir.

Rassurer, c'est trouver le bon pilotage entre rigueur et croissance. La crise qui nous frappe n'est pas une crise ordinaire. Nous n'avons pas de précédent. Cette crise n'est pas le résultat d'un choc qui aurait brutalement frappé les économies occidentales avant d'entraîner une récession classique, comme l'a fait par exemple le premier choc pétrolier. Cette crise est le fruit d'un dérèglement interne de nos économies. Elle a été causée avant tout par le surendettement, par l'accumulation de déséquilibres courants non soutenables, mais aussi par des prises de risques inconsidérées dans les pays avancés, qui ont cédé à des effets de levier excessifs.

Au moment de la faillite de Lehman Brothers, beaucoup ont craint une nouvelle grande dépression. Il est vrai que la chute de la production et des marchés financiers a été aussi fulgurante qu'au début des années 1930. Mais l'Histoire ne se répète pas, et je crois que nous avons réussi à éviter une réédition de 1929. Les pays du G20 ont mis en place des politiques de relance coordonnées qui ont évité une contraction de la demande et qui ont permis d'amorcer une reprise de nos économies. En France, notre politique a permis de gérer le choc de la récession et de limiter son ampleur. La baisse de notre PIB pendant la récession a été la plus faible de tous les grands pays industrialisés.

Nous avons aussi réussi à éviter le spectre d'une nouvelle année 1931, durant laquelle l'attentisme et l'égoïsme de certains États européens avaient précipité l'Autriche dans la déroute financière, avant d'entraîner, alors qu'une timide reprise se dessinait, l'explosion du système monétaire et bancaire de l'ensemble des pays européens et la rechute dans la dépression. L'un des grands enseignements de cette crise, et l'une de ses principales réponses, c'est la force des nations européennes unies par une même volonté.

Aujourd'hui, nous sommes de nouveau dans la tourmente. Partout la croissance ralentit et la situation de la zone euro suscite bien des inquiétudes et bien des interrogations. J'ai la conviction que la meilleure réponse à ces interrogations, c'est une Europe plus intégrée, c'est une Europe plus puissante sur le plan politique, et plus solide sur le plan économique.

La crise nous a surpris alors même que nous n'avions que très peu d'instruments européens de coordination et de régulation. Nous les avons, sous la pression des événements, mis en place progressivement. Désormais, le Sommet de la zone euro se réunit dès qu'il y a une décision à prendre – cela paraît le minimum, mais cela n'existait pas. Le 16 août dernier, la chancelière allemande et le président de la République française ont proposé de renforcer le rôle de ce sommet, pour l'institutionnaliser. Aujourd'hui, la mise en place d'un véritable gouvernement économique de la zone euro, au niveau des chefs d'État et de gouvernement, est ainsi amorcée. Nous avons des agences européennes de supervision pour les banques, pour les marchés financiers et pour les assurances.

Nous avons aussi institué un Comité européen du risque systémique, présidé par la Banque centrale européenne. En outre, François Baroin l'a rappelé tout à l'heure, nous avons créé, pour protéger la zone euro, le Fonds européen de stabilité financière qui est doté aujourd'hui d'une capacité d'aide de 440 milliards d'euros et auquel on vient de reconnaître la capacité d'agir à titre

préventif, d'acheter des emprunts d'État sur le marché secondaire, et même de participer à la recapitalisation d'établissements financiers. Ce fonds va devenir permanent puisque le Mécanisme européen de stabilité sera créé, avec une capacité d'intervention d'au moins 500 milliards d'euros.

Tous ces progrès sont possibles parce que nous sommes revenus aux fondamentaux de la construction européenne, à commencer par la solidarité dans l'adversité. Cette solidarité ne doit pas être, et ne sera pas, rompue. L'année écoulée a confirmé le rôle capital du couple franco-allemand et sa capacité à bâtir une convergence budgétaire et fiscale. Nous avons d'ailleurs commencé à montrer l'exemple, en proposant, avec l'Allemagne, de mettre en place un impôt commun sur les sociétés à partir de 2013.

Dans l'ensemble de la zone euro, les outils de surveillance des déséquilibres macroéconomiques vont être renforcés, et nous allons, avec l'Allemagne, faire des propositions sur le gouvernement économique de la zone euro. Il ne peut pas y avoir de doute sur notre engagement à protéger la zone euro. Il ne s'agit pas là en effet d'une question technique, ni d'une question financière : c'est un impératif politique. L'Histoire ne recule pas. Nous avons besoin de renforcer la solidarité du continent européen face au continent asiatique, face au défi que le nouveau siècle nous lance.

La zone euro est d'ailleurs beaucoup plus homogène qu'on ne le dit. Depuis la création de la monnaie unique, la dispersion des taux de croissance et des taux d'inflation n'y est pas plus élevée qu'aux États-Unis. Nous avons les moyens de réaliser l'intégration que nous appelons de nos vœux.

Pour tirer la croissance européenne, des pistes existent. Tout d'abord, il faut mieux dépenser les crédits attribués à la recherche et à l'innovation, en développant notamment le capital-risque, chroniquement faible en Europe, et en constituant un fonds européen des brevets qui aiderait les entreprises à mieux valoriser les brevets qu'elles détiennent. Il faut ensuite centrer les programmes sur les secteurs d'excellence européenne : l'énergie, l'aéronautique et le spatial, les bio et les nanotechnologies. Les nouvelles perspectives budgétaires en cours de négociation doivent être justement l'occasion d'opérer ce saut qualitatif en faveur de la croissance. Enfin, il faut orienter la politique commerciale et la politique de concurrence pour que les entreprises européennes soient à égalité de concurrence avec leurs grandes rivales internationales.

Aujourd'hui, certains redoutent une rechute de l'activité. Ils évoquent un dilemme entre stratégie de croissance et désendettement. Ce dilemme n'existe pas. Gilles Carrez l'évoquait à l'instant : l'endettement excessif a été à la racine de la crise, et il est aujourd'hui un frein à la croissance. La dette publique rend les États vulnérables et nous savons qu'au-delà de certains seuils, elle affecte directement la croissance. Une croissance de 10 % du ratio dette/PIB ferait diminuer le taux de croissance annuel de 0,2 %. Or dans les pays avancés le niveau d'endettement public atteint aujourd'hui des niveaux historiquement élevés pour une période de paix.

Pour retrouver des marges de manœuvre dans notre politique budgétaire, nous devons travailler non pas à stabiliser l'endettement public, mais à le faire retomber en deçà de 60 % du PIB. C'est une évidence : pour un désendettement public réussi, il faut une politique d'assainissement budgétaire. C'est le sens de l'appel de Nicolas Sarkozy et d'Angela Merkel lancé le 16 août dernier en faveur de la règle d'or pour tous les membres de la zone euro.

On sait qu'un ajustement budgétaire, même sans dévaluation, peut favoriser la croissance, et qu'une réduction durable du déficit public renforce la confiance des ménages et des entreprises, qui investissent davantage en anticipant une moindre pression fiscale à venir. Selon le FMI, les stratégies de désendettement public produisent des gains conséquents pour l'activité économique à l'horizon de cinq ans, et ce d'autant plus que les baisses d'impôt sont engagées en faveur de l'emploi et de l'investissement.

Pourtant, certains s'inquiètent des conséquences de cette politique pour la croissance. Au vu du ralentissement de la croissance au deuxième trimestre, ils jugent le moment inopportun. Cette décélération de la conjoncture était pourtant prévisible dans les pays cœur de la zone euro. Le premier trimestre avait bénéficié d'événements exceptionnellement favorables, tandis que le deuxième a pâti de la hausse des prix des matières premières et de la catastrophe survenue au Japon. Sur l'ensemble du premier semestre, l'économie française a continué à évoluer à un rythme supérieur à celui de la plupart de nos partenaires. Le repli de la consommation des ménages, qui a freiné la croissance en France et en Allemagne, ne devrait pas durer. La hausse des immatriculations automobiles en août en France montre que la fin de la prime à la casse est désormais absorbée.

Surtout, les fondamentaux de notre économie se sont améliorés :

- l'investissement des entreprises est en hausse continue depuis le quatrième trimestre 2009 ;
- 220 000 emplois salariés ont été créés entre juin 2010 et juin 2011 ;
- l'augmentation de la production industrielle a été de 1,5 % au mois de juillet.

Devant ces résultats, force est de constater que les marchés financiers surréagissent, en continuant à exprimer des craintes au sujet de l'activité. Aussi, au moment où des tensions sont réapparues sur les marchés financiers, le contexte est plus favorable qu'il n'y paraît pour mettre en place des politiques de désendettement public en Europe. D'abord parce que les bilans des entreprises et des ménages dans les pays au cœur de la zone euro sont sains ; les taux d'épargne sont élevés – plus de 16 % du revenu disponible dans notre pays ; les niveaux d'investissement sont bas alors que les opportunités sont élevées ; les taux d'intérêt sont également bas. Pour peu que la confiance et le sang-froid soient au rendez-vous, tout doit concourir à une reprise autonome et auto-entretenu des dépenses du secteur privé.

De plus, les pays émergents vont continuer à tirer l'économie mondiale, avec une croissance toujours supérieure à 6 % en 2012. Certes, cette croissance est en phase de décélération, mais, d'une certaine façon, c'est aussi une bonne nouvelle, parce que cela va atténuer les pressions inflationnistes dans le monde, notamment sur les prix de l'énergie.

Enfin, nos politiques d'assainissement budgétaire s'appuient en France sur des réformes structurelles qui stimulent l'activité et qui ne pénalisent pas la croissance à court terme. Nous avons supprimé des dispositifs fiscaux dérogatoires dont l'efficacité ou la pertinence ne justifiaient plus le maintien. La limitation de l'exonération des plus-values immobilières ou le relèvement du taux d'imposition sur les produits du capital ne pèseront pas sur la consommation des ménages. Surtout, les effets cumulés des politiques structurelles engagées depuis 2007 nous permettent de conserver une trajectoire de dette soutenable. Le choix de ne remplacer qu'un fonctionnaire sur deux sur la période 2008-2012 représente une économie de 225 milliards d'euros sur le long terme, soit 15 % du montant actuel de notre dette publique. Et la réforme des retraites, c'est une amélioration de la soutenabilité de nos finances publiques de près de 1 % de PIB à compter de 2014.

Grâce à ces réformes, nous pouvons aborder le choc actuel dans de meilleures conditions. Moins les pays ont pris les mesures nécessaires pour restaurer la soutenabilité à long terme de leurs finances publiques, plus les mesures qu'ils doivent prendre pour ajuster leurs budgets à court terme sont brutales, sévères et potentiellement coûteuses sur le plan de la croissance.

Je voudrais d'ailleurs rappeler que nous sommes avec l'Allemagne l'un des pays dont la dette a le moins progressé pendant la crise : plus 18 % entre 2008 et 2010, contre près de 30 % pour les États-Unis et 20 % en moyenne en Europe.

La croissance française doit cesser de s'appuyer sur la progression de la dépense publique, qui représente plus de 56 % de la richesse. Notre modèle de croissance doit changer. Au lieu de reposer sur la consommation, financée à crédit par la dépense publique, il doit prendre élan sur l'économie de la connaissance, le progrès technique, l'éducation, la formation, l'esprit d'entreprendre. Comme vous l'avez évoqué ce matin, il doit s'appuyer sur une base industrielle forte, pour assurer une balance commerciale équilibrée. C'est l'objectif poursuivi par notre politique depuis 2007 : nous avons desserré le carcan des 35 heures, qui porte une lourde responsabilité dans la dégradation de la compétitivité des entreprises françaises au tournant des années 2000. Nous avons modernisé le droit du travail en offrant aux entreprises et aux salariés un nouveau mode de rupture du contrat de travail : la rupture conventionnelle. Avec la suppression de la taxe professionnelle, nous avons levé un frein à l'investissement et à la croissance. L'industrie et les PME sont les principales bénéficiaires de cette réforme, avec une baisse de la charge fiscale correspondante de l'ordre de 50 % pour les PME réalisant moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires.

Avec le triplement du crédit d'impôt recherche, notre pays est devenu l'un des plus attractifs pour les investissements de recherche et pour les centres de recherche qui investissent sur notre territoire. Les premiers résultats sont au rendez-vous, puisque malgré la crise l'intensité en recherche du secteur privé a progressé en France en 2008, alors qu'elle diminuait chaque année depuis 2003.

La réforme de l'Université est un des changements majeurs initiés par ce quinquennat. Elle s'est accompagnée d'une augmentation du budget de l'Enseignement supérieur de 15 milliards d'euros cumulés sur cinq ans. Le passage à l'autonomie est un véritable tournant. Conjugué avec l'opération *Campus*, qui doit faire émerger des campus d'excellence grâce à un

investissement de 5 milliards d'euros en faveur de l'immobilier universitaire, il confère à l'université française une attractivité et un rayonnement dont elle avait besoin. Nous l'avons encore appuyé par un effort inédit pour valoriser la recherche publique.

Et parce que la croissance se construit aussi en renforçant la compétitivité de nos territoires, nous avons investi dans les transports. Les investissements dans le ferroviaire sont sans précédent. Quatre nouvelles lignes à grande vitesse seront construites d'ici 2017. Pour que cet effort d'investissement public soit soutenable, il doit trouver une contrepartie dans l'amélioration de la productivité de nos systèmes de transport.

Enfin, nous avons lancé le *Programme d'investissements d'avenir*. Lorsqu'il a été annoncé en 2009, beaucoup se sont interrogés sur le sens qu'il y avait à se projeter vers le long terme, alors même que notre pays faisait face à des difficultés conjoncturelles liées à la crise financière. Et c'est vrai qu'il aurait été plus facile d'utiliser ces 35 milliards d'euros pour accroître la relance, comme le demandaient certains, et pour obtenir ainsi des résultats immédiats. Mais en sacrifiant de la sorte l'avenir au présent, nous aurions été rattrapés par le présent. Parce que les difficultés de court terme qu'éprouvent certains de nos partenaires sont souvent liées au manque de confiance des investisseurs dans leur potentiel de croissance à long terme.

Retrouverons-nous à l'avenir une croissance vigoureuse ? Au regard de l'actualité, la prudence est de mise. Pourtant, nous ne devons pas sombrer dans le pessimisme. La France a des atouts solides :

- des grands groupes leaders dans des secteurs stratégiques, et je réclame une nouvelle fois que l'on n'oppose pas en permanence les succès de ces grands groupes aux PME, car il nous faut les deux pour réussir ;
- des infrastructures performantes ;
- une main-d'œuvre qualifiée ;
- des entrepreneurs innovants ;
- une démographie dynamique.

À moyen terme, les opportunités de croissance dans le monde sont élevées. Une nouvelle vague d'innovations devrait émerger. Le processus de désendettement des ménages américains prendra fin, ouvrant la voie à un redémarrage de la consommation. Avec la hausse des revenus dans les pays émergents, la demande ne peut que croître. Le marché automobile chinois est désormais le

plus important au monde. À nos portes l'Afrique devrait être, d'ici à 2050, la zone géographique qui connaîtra la plus forte croissance de son PIB.

Dans la compétition mondiale et face aux défis économiques, aucune situation n'est jamais acquise. Dans tous les domaines qui nous intéressent, le marché dans cinq ans ne sera plus le même qu'aujourd'hui. L'amélioration de notre compétitivité est par conséquent la clé de notre croissance de demain. Nous ne sommes pas installés dans une trajectoire toute écrite de déclin de l'Europe face aux pays émergents. Bien sûr, nos économies ne vont pas connaître des élans de rattrapage comparables à ceux de ces pays, mais entre les pays européens les innovations se propagent de plus en plus vite et offrent des potentiels de croissance élevés.

D'ores et déjà, nous sommes à la pointe de bien des technologies, et je suis convaincu que l'Europe a tous les atouts pour construire un chemin de croissance original. Je pense à la croissance verte : à l'échelle mondiale, l'impératif écologique crée des besoins nouveaux, et c'est là que nous devons aller chercher l'activité. En se fixant des objectifs exigeants, l'Europe acquiert une expertise qui la destine à occuper le premier rang sur ce marché en pleine expansion. Pour que la France compte parmi les champions, nous avons dédié plus de cinq milliards d'euros du *Programme d'investissements d'avenir* aux nouvelles technologies dans le domaine du développement durable.

Je pense également au développement de l'économie numérique. Le numérique est à la source de plus du quart de notre croissance, et c'est un enjeu majeur en termes d'emplois. Parce que nous mesurons son caractère stratégique, nous nous sommes engagés à favoriser son développement, notamment avec le plan *France numérique 2012*, avec le déploiement d'un programme national pour le développement de la fibre optique. Avec l'attribution prochaine des licences de téléphonie mobile de quatrième génération, nous avons engagé le chantier du très haut débit, qui permettra une explosion des usages et qui renforcera la compétitivité et l'attractivité de nos territoires. Pour prendre tout son sens, cet investissement doit s'accompagner d'une offre de contenus et de services attractifs. Il doit s'appuyer sur des technologies innovantes et sur des PME dynamiques. C'est la raison pour laquelle nous avons décidé de consacrer 2,5 milliards d'euros du *Programme d'investissements d'avenir* à ces technologies et à ces contenus, ainsi que 2 milliards d'euros pour les infrastructures.

Nous avons choisi d'engager une démarche ambitieuse d'ouverture des données publiques. Cette volonté de transparence, c'est le choix des grandes démocraties, mais les gains de la transparence sont aussi des gains économiques. La nouvelle économie, fondée sur la notion d'exploration, s'est trop souvent heurtée, dans notre pays, aux cloisons artificielles qui brident l'innovation. En favorisant l'accès libre et gratuit aux informations dont dispose l'État, nous confortons la confiance des entrepreneurs dans les institutions publiques, ce qui est un facteur clé du développement économique, et nous leur permettons d'investir pour créer de nouveaux services.

Voilà, Mesdames et Messieurs, contre les théoriciens de la décroissance, nous croyons à la croissance. Pour y parvenir, le Général de Gaulle exhortait déjà les Français à ancrer leurs plus hautes ambitions nationales dans une modernisation économique et financière intransigeante. Il disait : « *Sans l'effort de remise en ordre, avec les sacrifices qu'il requiert et les espoirs qu'il comporte, nous resterons un pays à la traîne, oscillant perpétuellement entre le drame et la médiocrité* ». Ce message de 1958 n'a rien perdu de son actualité. Je fais confiance aux Français pour accepter l'idée que les efforts doivent être portés collectivement, et j'ai l'espoir que dans cette crise se forge une unité nationale renforcée.



Annexes

Gouvernance économique européenne : quels indicateurs pour prévenir les déséquilibres et renforcer la convergence ?

La crise a révélé que même des États dont les finances publiques affichaient un solde public à l'équilibre avant la crise pouvaient être sujets à des déséquilibres financiers importants. Au sein de la zone euro, chacun est convaincu de la nécessité de se doter de mécanismes de prévention du risque systémique plus complets que ceux prévus par le Pacte de stabilité et de croissance. Cette réforme, adoptée lors du Conseil européen de mars 2011, est actuellement en débat au Parlement européen et s'inscrit dans un dispositif plus général destiné à renforcer la surveillance macroprudentielle de la zone euro. Elle prévoit notamment la mise en place d'une procédure de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques "excessifs" qui entérine l'élargissement de la surveillance multilatérale à des critères non exclusivement budgétaires. Cependant, si cet élargissement fait consensus, le choix des indicateurs de déséquilibre reste ouvert. L'état actuel des propositions révèle au moins deux lectures distinctes, quoique non exclusives, des sources potentielles d'instabilité au sein de la zone euro. L'une impute les déséquilibres excessifs au creusement des écarts de compétitivité entre États membres, l'autre à une expansion du crédit accompagnée d'une forte augmentation du prix des actifs, mobiliers ou immobiliers. L'objet de cette note est de tester la pertinence et la robustesse des indicateurs en débat et de formuler des propositions sur la base des enseignements tirés de l'analyse des précédentes crises¹.

[1] Voir le document de travail « Des indicateurs avancés de stabilité financière pour la zone euro », Centre d'analyse stratégique, à paraître.

► PROPOSITIONS

- 1 Opter pour une approche des indicateurs moins comptable qu'économique, qui permette d'éviter une interprétation mécanique des écarts à la normale. Privilégier une combinaison d'indicateurs qui ont prouvé leur stabilité sur le long terme. Le crédit au secteur privé rapporté au PIB, le cours des actions rapporté aux bénéfices des entreprises (*Price-Earning Ratio*) et le prix des logements rapporté aux loyers (*Price-to-Rent Ratio*) répondent à cette exigence.
- 2 Mettre en place un comité des sages au niveau européen, garant de la neutralité et de l'impartialité du diagnostic.

► LES ENJEUX

La crise financière qui a fragilisé la zone euro remet à l'ordre du jour la question de la gouvernance économique européenne et des mécanismes de solidarité financière entre États membres. La réforme du Pacte de stabilité et de croissance et l'institution d'une procédure pour déséquilibres excessifs répondent pour partie à cette question. Cette procédure implique de définir des indicateurs d'alerte de déséquilibre. Parce que les indicateurs orienteront *in fine* les mesures correctives qui pourront être recommandées aux États déclarés en situation de "déséquilibre excessif", il y a un réel enjeu à éclairer ce débat.

► **LA PRÉVENTION DES DÉSÉQUILIBRES
AU CŒUR DU RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE
ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE**

La question de la dette souveraine à la suite de la crise financière a mis en évidence les défaillances des mécanismes de stabilisation conjoncturelle dans l'Union prévus par le Pacte de stabilité et de croissance

La situation de plus en plus critique en Grèce, mais aussi dans des pays comme l'Irlande ou l'Espagne qui affichaient avant la crise des soldes publics positifs, fait craindre un effet de contagion menaçant à terme la stabilité de l'union monétaire. Les critères budgétaires contenus dans le Pacte de stabilité et de croissance apparaissent dès lors incomplets. Une réforme de l'actuel système européen de gouvernance économique est donc nécessaire.

La nécessité de la coordination politique attachée à l'enjeu de la convergence fait consensus dès la création de l'Union économique et monétaire (*encadré 1*). Cependant, les instruments de sa mise en œuvre sont, eux, soumis à controverse.

Le Pacte de stabilité et de croissance¹ régleme depuis 1999 l'obligation faite aux États membres de coordonner leurs politiques budgétaires dans le cadre d'une surveillance multilatérale exercée par le Conseil et la Commission. Il institue ainsi une procédure de contrôle comprenant un volet correctif assorti de sanctions en cas de non-respect des critères de discipline arrêtés : recherche de l'équilibre du budget à moyen terme, maintien du déficit public en deçà de 3 % du PIB et de la dette en deçà de 60 %. Pour autant, les États membres ne s'y sont jamais réellement et complètement conformés. Les raisons les plus communément avancées pour expliquer cet échec ont trait au caractère faiblement contraignant du Pacte. Des sanctions peu dissuasives et rarement appliquées auraient affaibli un dispositif dont la crédibilité était déjà entamée par l'assouplissement progressif de ses règles fondatrices, échouant ainsi à prévenir les dérives budgétaires et à protéger la zone de l'aléa moral.

Instrument de gouvernance de la convergence "réelle" des États membres, la stratégie de Lisbonne, devenue en juin 2010 la stratégie Europe 2020, fixe aux États des objectifs communs en matière de compétitivité et de cohésion sociale mais ne prévoit pas de financement communautaire, ni de sanction en cas de non-réalisation, ni même d'articulation avec les objectifs économiques de court terme.

Au-delà des critiques internes du Pacte de stabilité et de croissance, la crise actuelle de l'euro témoigne surtout des limites d'une coordination des politiques nationales circonscrite aux paramètres budgétaires. La dégradation des finances publiques est liée en partie à l'accumulation de dettes par les autres agents économiques, l'État se présentant comme un "assureur en dernier ressort"² des pertes financières subies par les agents privés résidents, en cas de menace de propagation systémique de la crise. La soutenabilité de la dette publique découle donc de déséquilibres sous-jacents qu'une

[1] Le Pacte est fondé sur trois textes datant de 1997 et modifiés en 2005 pour entériner l'accord politique conclu en mars 2005 sur son assouplissement : le règlement [CE] n° 1466/97 modifié par le 1055/05, le règlement [CE] n° 1467/97 modifié par le règlement n° 1056/05 et la résolution du Conseil européen sur le Pacte de stabilité et de croissance, annexée aux conclusions du Conseil européen d'Amsterdam de juin 1997.

[2] Voir Brand T. et Passet O. [2010], "La soutenabilité des finances publiques dans la crise – une analyse internationale", *La Note d'analyse*, n° 191, septembre.

procédure de surveillance étendue à un éventail plus large de paramètres macroéconomiques pourrait prévenir.



Encadré 1

La zone euro n'est pas une zone monétaire optimale

La forte hétérogénéité entre les pays¹, qui menace la stabilité du groupe en cas de choc asymétrique, n'est compensée ni par une forte mobilité de la main-d'œuvre [contrairement aux États-Unis], ni par une coordination des budgets nationaux ou une politique budgétaire européenne contracyclique. La théorie économique recommande en effet des transferts de revenus entre des pays partageant une monnaie commune afin de se substituer au mécanisme d'ajustement par le change, ces transferts jouant alors le rôle d'amortisseur. En l'absence de transferts budgétaires entre États, le fonctionnement d'une union monétaire exige des mécanismes contraignants de coordination des politiques économiques nationales. Ces derniers ont pour objectif d'accroître la convergence entre des États qui, bien que partageant une monnaie commune, sont dotés de préférences collectives divergentes et conservent la prérogative de leurs politiques budgétaires. Par ailleurs, l'impossibilité pour les États européens de faire défaut sur leurs dettes (c'est-à-dire de recourir à la restructuration), comme ce fut souvent le cas sous le régime de l'étalon-or par exemple, prive la zone euro du dernier levier d'ajustement en change fixe.

La nécessité de protéger la zone euro d'une crise systémique a convaincu les États membres de l'urgence d'une réforme permettant "de disposer d'un cadre robuste pour la résolution des crises"²

La réforme de la gouvernance économique européenne est désormais engagée dans deux directions complémentaires :

- ▶ la gestion des crises, le cas échéant, par l'institution d'un mécanisme de stabilisation budgétaire automatique au niveau européen. Adopté par le Conseil européen de mars 2011, le Mécanisme européen de stabilité (MES) pérennise le Fonds européen de stabilité financière (FESF) au-delà de 2013,

[1] Pour une analyse de la nature et du degré d'hétérogénéité croissante entre pays du Sud et pays du Nord de la zone euro, voir notamment Artus P. [2011], "Stabilisation de la zone euro : par le fédéralisme ou par les règles contraignantes ?", *Flash Économie Natixis*, n° 285, avril.

[2] Selon les termes du mandat confié au "groupe de travail Van Rompuy" par les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, dans leur déclaration du 25 mars 2010 arrêtant le principe d'un plan d'aide à la Grèce.

en le dotant de 500 milliards d'euros et en l'autorisant à racheter de la dette publique sur le marché primaire. Ce pas vers la solidarité financière peut aussi se lire comme une exigence de garantie, notamment donnée à l'Allemagne. Après avoir longtemps refusé une "Union des transferts", cette dernière n'y a en effet consenti qu'à la condition d'un renforcement des critères de convergence et de la discipline budgétaire des bénéficiaires potentiels ;

- ▶ la prévention des crises, par un renforcement de la convergence entre États et un approfondissement de la surveillance multilatérale des risques économiques et budgétaires (*voir encadré 2*).



Encadré 2

Panorama des réformes de la gouvernance européenne visant la prévention des crises

La réforme de la gouvernance européenne s'est faite sur la base d'initiatives parallèles, concurrentes et finalement convergentes. Elle s'inscrit dans le cadre des traités existants. Certains y voient un millefeuille qui doit encore faire ses preuves. Les spécialistes s'accordent sur le fait que l'adoption du principe de la "majorité inversée", qui suppose une majorité qualifiée d'États membres pour contrer les décisions de sanction de la Commission en cas de déséquilibre excessif, tend à renforcer les pouvoirs de cette dernière. La chronologie qui suit met en perspective les diverses initiatives et explicite leur articulation, sachant que dans la pratique elles constituent les différentes dimensions d'une gouvernance rénovée associant dans un jeu complexe la Commission, les États, le Parlement et la BCE :

- La "**Task Force**" **Van Rompuy** : décidée au Conseil européen de mars 2010, et dirigée par le président du Conseil, elle est composée des 27 ministres des Finances de l'UE. Elle s'est réunie six fois et a rendu ses conclusions finales les 28 et 29 octobre 2010. Même si la Commission a fait des annonces sur le paquet gouvernance avant les réunions du groupe, ce dernier est considéré comme un des lieux clés de conception, de concertation et de mise en cohérence du paquet gouvernance.
- **Le paquet législatif sur la gouvernance** : il est composé de six textes distincts. Quatre propositions portent sur les aspects budgétaires, notamment sur la réforme des volets préventif et correctif du Pacte de stabilité et de croissance¹

[1] Proposition de règlement modifiant la base législative du volet correctif (COM (2010) 522) et préventif (COM (2010) 526) du Pacte de stabilité et de croissance et proposition de règlement sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro (COM (2010) 524).

Elles aboutissent à la prise en compte du critère de l'évolution de la dette¹ au même niveau d'importance que le déficit, à un éventail de sanctions graduées votées "à la majorité inversée"² pour en renforcer l'automatisme et à l'obligation de constitution de dépôts³. Les deux autres propositions visent à déceler l'apparition de déséquilibres macroéconomiques excessifs et à y remédier⁴ (voir *infra*). Le paquet a été validé par la Commission le 29 septembre 2010 à la suite des communications des 12 mai et 30 juin 2010. Il a été examiné par le Conseil de l'Union le 15 mars 2011. Les six propositions législatives adoptées par le Parlement européen le 23 juin 2011 en modifient le contenu sur quelques points substantiels : plus forte automatisme des avertissements et des sanctions, droit d'auditionner en séance plénière les ministres des Finances des États et davantage de symétrie entre sanction des déficits et des surplus.

- **Le semestre européen** : proposé par la *Task Force*, il a été adopté par le Conseil Ecofin du 7 septembre 2010 et mis en œuvre depuis le 1^{er} janvier 2011. Il fixe les étapes de coordination et de validation institutionnelle des orientations nationales⁵. Ce calendrier vise à ce que les arbitrages budgétaires et les plans de réforme nationaux soient conformes à la "stratégie 2020" et aux nouvelles lignes du paquet gouvernance. Le cycle commence en janvier avec une analyse annuelle par la Commission de la croissance des défis à relever par l'UE et une évaluation des États au regard des objectifs de l'année précédente. Il se boucle en juillet par des orientations stratégiques adressées à chaque État membre par le Conseil.
- **Le "pacte euro plus" ou "pacte pour l'euro"** : d'initiative gouvernementale, il constitue la version aménagée du pacte de compétitivité proposé par

[1] Les États membres dont la dette dépasse 60 % du PIB devront s'engager à la réduire à un rythme défini comme égal à un vingtième de la différence avec le seuil des 60 % observée sur les trois années passées.

[2] La sanction proposée par la Commission sera considérée comme adoptée à moins que le Conseil ne la rejette à la majorité qualifiée.

[3] Sur le volet préventif, il s'agira de constituer un dépôt portant intérêt en cas de politique budgétaire non « prudente » et sur le volet correctif, de constituer un dépôt de 0,2 % du PIB ne portant pas intérêt pour les pays en situation de déficit "excessif", dépôt pouvant être converti en amende en cas de non-respect des recommandations de la Commission. Les intérêts des dépôts et les amendes seraient par ailleurs redistribués aux pays "vertueux".

[4] Proposition de règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques (COM [2010] 527) et proposition de règlement établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro (COM [2010] 525).

[5] Adopté par le Conseil Ecofin du 7 septembre 2010, le semestre européen institue un cycle de surveillance annuel tel que : 1) en mars, le Conseil européen formule des orientations politiques stratégiques sur la base de « l'analyse annuelle de la croissance » rendue par la Commission, 2) tenant compte de ces orientations, les États membres présentent, en avril, leurs stratégies budgétaires à moyen terme dans leurs programmes de stabilité et de convergence ainsi que leurs programmes nationaux de réforme, 3) en juin/juillet, la Commission et le Conseil débattent de ces programmes et transmettent leurs avis aux États membres avant qu'ils n'établissent leurs budgets définitifs pour l'année suivante.

l'Allemagne et la France en février 2011. Il réunit les pays de la zone euro *plus* ceux de l'UE qui le souhaitent (Pologne, Bulgarie, Danemark, Roumanie, Lituanie et Lettonie). Chaque année, les États prennent des engagements additionnels pour stimuler la compétitivité, l'emploi, garantir la soutenabilité des finances publiques et renforcer la stabilité financière. Il n'a pas véritablement de caractère contraignant.

De tous les points de la réforme, celui qui constitue l'avancée la plus importante en matière de gouvernance est sans aucun doute la surveillance et la prévention des déséquilibres "excessifs"

L'introduction d'une procédure de surveillance et de prévention des déséquilibres macroéconomiques dits "excessifs" procède de la reconnaissance qu'existent, au sein de la zone, d'autres sources potentielles d'instabilité que les déficits publics. Les États les plus fragilisés par la crise, l'Irlande et l'Espagne en particulier, présentaient en effet un excédent budgétaire en 2007. Par ailleurs, la Commission et la BCE avaient déjà alerté le Conseil du caractère incomplet de la procédure de surveillance et du risque systémique que faisaient encourir à l'eurozone le creusement des écarts de compétitivité entre États membres, mais aussi les divergences dans les trajectoires nationales d'endettement privé ou encore l'évolution du prix de certains actifs¹. La réforme du Pacte rend désormais possible la détection et la prévention de tels risques de déséquilibre.

La procédure concernant les déséquilibres excessifs prévoit une évaluation périodique des risques de déséquilibre fondée sur un tableau de bord d'indicateurs qu'il reste à définir. Elle est assortie d'un mécanisme d'alerte et de règles permettant d'engager une action corrective. La proposition de règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques établit un mécanisme en quatre temps :

- ▶ la Commission publie régulièrement les résultats du tableau de bord ainsi qu'"un rapport mettant en perspective tout signal potentiellement contradictoire de ces différents indicateurs" ; elle arrête sur cette base une liste d'États pouvant présenter un risque de déséquilibre ;
- ▶ cette liste est discutée au Conseil et à l'Eurogroupe ;
- ▶ la Commission fait "un bilan approfondi" de la situation du ou des États membres que le mécanisme d'alerte a indiqué comme étant en situation de déséquilibre ou de risque de déséquilibre excessif. Ce bilan approfondi

[1] Voir "UEM@10 : bilan de l'Union économique et monétaire dix ans après sa création", COM(2008)238 final.

devrait comprendre “une analyse complète” des sources de déséquilibres tenant compte “des conditions et des circonstances économiques propres à chaque pays” et assortie de “données qualitatives” ;

- ▶ sur la base de ce bilan approfondi, si la Commission estime qu’il existe un déséquilibre ou un risque de déséquilibre, elle demande au Conseil de produire des recommandations “préventives” à l’État membre concerné ; s’il s’agit du constat “de graves déséquilibres ou de déséquilibres qui compromettent le bon fonctionnement de l’Union économique et monétaire”, elle demande au Conseil de recommander à l’État membre concerné une “action corrective” consistant à mettre en œuvre des mesures “prescriptives” dans un délai imparti.

La proposition de règlement établissant “des mesures d’exécution en vue de remédier aux déséquilibres excessifs dans la zone euro”¹ rend, quant à elle, le dispositif contraignant en prévoyant une amende de 0,1 % du PIB pour l’État qui persisterait à ne pas donner suite aux recommandations du Conseil dans le cadre de cette procédure.

➤ **QUELLE PERTINENCE DES INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ DANS LA ZONE EURO ?**

Si l’élargissement de la surveillance multilatérale des déséquilibres à des critères non exclusivement budgétaires fait consensus, le choix des indicateurs reste ouvert

Le choix des indicateurs dépend pour une large part de la définition sous-jacente de la notion de déséquilibre “excessif”, c’est-à-dire de la lecture qui est faite des sources potentielles d’instabilité au sein de la zone euro.

La liste des indicateurs d’alerte qui composeront le tableau de bord devra être établie par la Commission (dans un document distinct des règlements) et approuvée par le Conseil. Ils doivent être “pratiques, simples, mesurables et disponibles” selon les termes du groupe de travail Van Rompuy. La fonction première du tableau de bord est en effet de “permettre de déceler rapidement les tendances non viables ou dangereuses” à l’œuvre dans les États membres.

Les qualités requises pour ces indicateurs font consensus. Il s’agit de leur robustesse méthodologique, de leur disponibilité statistique et de leur capacité prédictive. Il est par ailleurs prévu que le tableau de bord englobe un nombre

[1] COM (2010) 525.

suffisamment large d'indicateurs (entre cinq et dix) pour "couvrir tous les déséquilibres majeurs possibles" et qu'il puisse "être mis à jour en tant que de besoin" pour tenir compte de l'évolution des risques pesant sur la stabilité macroéconomique ou de celle des données statistiques. Un intérêt marqué est donc porté au caractère évolutif que doivent présenter les indicateurs.

La Commission comme le groupe de travail Van Rompuy insistent également sur le fait que les seuils d'alerte¹, c'est-à-dire les valeurs limites "normales" que prendront les indicateurs, ne devront pas être assimilés à des objectifs. Un déficit de la balance courante dépassant le seuil d'alerte fixé pour cet indicateur, par exemple, pourrait ne pas conduire au déclenchement d'une procédure pour déséquilibre excessif si l'analyse approfondie du pays montrait que celui-ci étant en phase de rattrapage, avec de forts besoins d'investissement, ce déficit pouvait être considéré comme *régulier*. Autrement dit, il n'est pas prévu de "lien mécanique entre les résultats affichés par le tableau de bord et les suites politiques".

Au-delà de ces prérequis fondamentaux, le choix des indicateurs reste ouvert. Il dépend en effet de la définition attachée à la notion de déséquilibre "excessif", c'est-à-dire du raisonnement économique tenu sur les risques d'instabilité de la zone susceptibles de découler d'une crise conjoncturelle dans un État membre. En l'état actuel, les propositions de la Commission font référence à "des mesures de la position extérieure et de la compétitivité en termes de prix ou de coûts" ainsi qu'à "des indicateurs internes"².

L'état actuel des propositions en matière d'indicateurs révèle en réalité, pour schématiser, deux lectures distinctes, quoique non exclusives, de la crise des dettes souveraines en Europe : l'une impute les déséquilibres excessifs au creusement des écarts de compétitivité entre États membres, l'autre à une expansion du crédit souvent accompagnée d'une forte augmentation du prix de certains actifs.

[1] Dans sa communication au Conseil du 30 juin 2010, la Commission suggère de calculer les seuils d'alerte en se fondant sur les percentiles 75 et 25 des distributions statistiques (par pays et chronologiques) de chaque variable (voir [COM(2010) 367 final]. Elle reconnaît cependant l'absence de fondement économique d'une telle proposition.

[2] Dans sa communication datant de juin 2010, la Commission suggérerait la liste suivante à titre indicatif : "l'évolution des comptes courants, les positions nettes des actifs étrangers, le taux de change effectif réel (fondé sur le coût unitaire de la main-d'œuvre et sur un déflateur du PIB), la hausse des prix réels de l'immobilier, la dette publique et le ratio des crédits du secteur privé au PIB".

Le creusement des écarts de compétitivité entre États membres d'une union monétaire ne peut pas être interprété mécaniquement comme un vecteur d'instabilité

La BCE attribue la crise aux “divergences excessives et persistantes” de positions concurrentielles relatives¹. Elle suggère en conséquence de fonder la surveillance par les pairs prioritairement sur un indicateur des coûts unitaires de main-d'œuvre, une mesure du déficit courant des pays membres et de leur endettement extérieur net². Le renforcement de la convergence de ces variables constitue alors un objectif en lui-même au motif que, dans une “quasi-fédération budgétaire” pour reprendre les termes de Jean-Claude Trichet, le risque d'instabilité monétaire de la zone est d'autant plus faible que l'homogénéité structurelle entre États membres est élevée.

Tableau 1
Évolution et rang des pays selon leurs indicateurs de compétitivité, 1999-2010

	Coûts du travail unitaires (croissance en %)		Exportations / exp. Monde (croissance en %)		Compte courant (différence en pts de PIB)		Dette ext. nette (différence en pts de PIB)	
	1999-2007	1999-2010	1999-2007	1999-2010	1999-2007	1999-2010	1999-2007	1999-2010
France	15.6 (2)	22.6 (3)	-29.9 (7)	-40.1 (7)	-4.1 (5)	-5.3 (8)	-0.4 (2)	-10.6 (3)
Allemagne	-2.6 (1)	4.4 (1)	-0.8 (1)	-12.5 (1)	9 (1)	6.4 (1)	26.3 (1)	39 (1)
États-Unis	20.1 (3)	21.7 (2)	-32.7 (6)	-31.1 (4)	1.9 (4)	-0.2 (3)	-5 (4)	-10.8 (4)
Royaume-Uni	23 (5)	36.3 (7)	-34.2 (5)	-44.3 (5)	-0.2 (2)	0.2 (2)	-2.6 (3)	6.3 (2)
Grèce	25.5 (6)	37.5 (8)	-13.1 (3)	-29.2 (3)	-8.9 (8)	-4.9 (7)	-76.3 (8)	-63 (5)
Irlande	32.1 (8)	32.9 (5)	-30.4 (8)	-38.3 (8)	-5.6 (6)	-0.5 (4)	-68.4 (7)	149.8 (8)
Espagne	27.6 (7)	34.4 (6)	-1 (2)	-12.2 (2)	-7.1 (7)	-2.5 (6)	-60.3 (5)	-64.5 (6)
Portugal	22.5 (4)	28.3 (4)	-14.4 (4)	-25.5 (6)	-1.4 (3)	-1.6 (5)	-61.4 (6)	-78.7 (7)
Zone euro	12.4	19.8	-7	-6.4	-0.2	-0.3	-10.2	-9.3

Lecture : La France a vu ses coûts du travail unitaires augmenter de 15,6 % entre 1999 et 2007 et de 22,6 % entre 1999 et 2010, ce qui la place respectivement aux deuxième et troisième rangs parmi les pays de notre échantillon (le rang figure entre parenthèses).

Sources : OCDE, Lane et Milesi-Ferretti (2007)³, IMF *International Financial Statistics*, BCE

[1] Voir Banque centrale européenne [2011], *Opinion of the European Central Bank on Economic Governance Reform in the European Union*, CON/2011/13, publié le 22 février.

[2] L'endettement extérieur net [ou position extérieure nette] désigne l'ensemble du passif financier, net des actifs financiers, détenus par les résidents d'un pays. Sa variation dépend d'une part des fluctuations de la balance courante (comptabilisation de l'ensemble des flux de biens et services et de capitaux échangés entre un pays et le reste du monde) mais aussi des effets de valorisation de l'actif et du passif. Les coûts unitaires de main-d'œuvre désignent le coût moyen du travail pour une unité produite. Ils sont calculés comme les coûts totaux de travail sur le produit total ou le ratio du coût moyen par heure sur la productivité (produit par heure).

[3] Lane P. R. et Milesi-Ferretti G. M. [2007], “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004”, *Journal of International Economics*, 73(2), p. 223-250.

Cependant, les liens entre les différents indicateurs de compétitivité ne sont pas simples à interpréter. Comme le montrent les résultats du tableau 1, les évolutions des coûts unitaires de main-d'œuvre et des parts de marché de chaque pays (mesurées ici par le ratio des exportations sur les exportations mondiales) peuvent différer substantiellement, comme le soulignent par ailleurs Sylvain Broyer et Costa Brunner¹. Ainsi, bien que l'inflation salariale en Irlande ait représenté le double de celle que la France a connue sur la période précédant la crise, la dégradation de leurs parts de marché a été de même amplitude (de l'ordre de 30 %).

Les liens entre l'évolution de ces indicateurs de compétitivité-coût et celle de la balance courante et de la position extérieure nette sont également plus complexes qu'il n'y paraît. Le Royaume-Uni par exemple connaît une dégradation de ses parts de marché que l'évolution de son solde courant n'accuse pas, tandis que sa position extérieure nette augmente même. Plus généralement, sur les huit pays retenus dans l'échantillon, seule l'Allemagne présente une évolution convergente de l'ensemble de ces indicateurs.

Ces résultats sont corroborés par des analyses récentes, notamment celle d'Éric Chaney², sur la base d'une comparaison des trajectoires de l'Allemagne et de l'Espagne sur les dix années précédant la crise. Il montre ainsi que les déséquilibres proviennent en premier lieu des différences d'attractivité des capitaux entre pays membres, elles-mêmes imputables à des divergences de demande intérieure découlant de facteurs structurels (politiques macroéconomiques divergentes associées à des préférences sociales hétérogènes) et conjoncturels ("dopants monétaires" du passage à l'euro). Jacques Le Cacheux³ souligne, pour sa part, une spécialisation sous-optimale dans les secteurs à faible productivité "où les bulles ont engendré une croissance fortement biaisée" pour les pays touchés par la crise. Les causes réelles et les conditions initiales qui expliquent les déséquilibres extérieurs diffèrent donc largement selon les pays et l'intégration financière, toujours selon J. Le Cacheux, est précisément "destinée à permettre de telles divergences". Les différentiels de compétitivité ne sont donc pas dangereux par nature. Placer ces indicateurs au centre de l'analyse des déséquilibres

[1] Voir Broyer S. et Brunner C. [2010], "L'évolution récente des parts de marché intra-UE n'a rien à voir avec la compétitivité-coûts", *Flash Natixis*, n° 193, avril.

[2] Voir Chaney É. [2010], "Déséquilibres européens : assez de lieux communs !", *Telos*, 8 avril.

[3] Le Cacheux J. [2010], "How to herd cats: Macroeconomic policy coordination in the euro zone in tough times", *Journal of European Integration*, janvier.

intrazone risque alors de conduire, pour paraphraser Paul Krugman¹, à formuler “des réponses faciles à des problèmes complexes”.

L'intérêt du solde de la balance courante ne doit pas pour autant être minimisé aujourd'hui, dans la mesure où il permet de ne pas se limiter aux déséquilibres strictement budgétaires, et embrasse aussi les déséquilibres financiers privés de façon synthétique². L'analyse du solde courant doit en revanche être complétée par l'évolution de l'endettement extérieur net, afin de juger de sa soutenabilité.



Tableau 2

Différences entre l'évolution de la position extérieure nette (2010-1999) et l'accumulation du solde du compte courant, 1999-2010

	France	Allemagne	États-Unis	Royaume-Uni	Grèce	Irlande	Espagne	Portugal	Zone euro
Évolution de la position extérieure nette	-10,6	39,0	-10,8	6,3	-63,0	-149,8	-64,5	-78,7	-9,3
Somme du compte courant	2,9	41,3	-53,2	-26,2	-99,2	-23,4	-69,9	-106,6	2,4

Lecture : La position extérieure nette américaine s'est dégradée de 10,8 points de PIB entre 1999 et 2010, alors que l'accumulation des déficits et excédents courants américains représente – 53,2 points de PIB sur la même période. La relation s'inverse dans le cas français, avec un compte courant plutôt à l'équilibre (2,9 points de PIB en cumulé sur la période 1999-2010), mais une position extérieure nette plus fragile (– 10,6 points de PIB entre 1999 et 2010).

Sources : OCDE, Lane et Milesi-Ferretti (2007)³, IMF International Financial Statistics, BCE

Ce dernier offre en effet une approche globale de la situation patrimoniale d'un pays. Il répond à la fois aux déficits accumulés, mais aussi à la valorisation de l'actif et du passif. L'analyse fine de la qualité des actifs et de la structure du passif permet d'améliorer l'appréciation de la solidité financière d'un pays. Un

[1] Krugman P. [1994], “Competitiveness: A dangerous obsession”, *Foreign Affairs*, mars-avril.

[2] Le besoin de financement d'une nation est effectivement égal à la somme du besoin de financement des agents privés (ménages et entreprises) et du besoin de financement du secteur public. Certains économistes proposent un Pacte de stabilité externe. Voir Dullien S. et Schwarzer D. [2009], “An External Stability Pact for Europe”, Project Syndicate, <http://www.project-syndicate.org/commentary/dullien2/English>. Il apparaît en outre que les marchés financiers sont plus sensibles à la somme des besoins de financement public et privé, comme en témoigne la relation de dépendance entre *spread* de taux et balance des paiements.

[3] Lane P. R. et Milesi-Ferretti G. M. [2007], *op. cit.*

passif lourd n'a effectivement pas la même portée s'il est adossé à des actifs rentables à valeur élevée. Cela permet, comme le suggère Patrick Artus¹, de tenir compte de la rentabilité relative du capital selon les pays. En outre, la structure même du passif joue un rôle non négligeable dans l'évaluation des risques. Un financement par investissements directs expose moins au risque d'illiquidité qu'un investissement sur titres ou un investissement monétaire, plus volatils. Les résultats du tableau 2 montrent en l'occurrence qu'il peut y avoir une assez forte discordance entre le diagnostic qui résulte de l'observation des flux et celui qui résulte de l'observation des stocks. Alors que sur la période 1999-2010, la France est en léger excédent courant, elle voit sa position extérieure nette se dégrader. Le Royaume-Uni est en situation inverse, ce qui signifie que la transformation du capital est plus efficace dans ce pays qu'en France². Dans le cas irlandais, la position extérieure nette fait mieux ressortir la fragilisation financière de ce pays que l'observation simple du solde courant. Il ressort donc de ces résultats que la position extérieure nette complète utilement l'analyse de la balance courante.

➤ QUELS INDICATEURS FINANCIERS DE DÉSÉQUILIBRES EXCESSIFS ?

S'il est important d'avoir une vision synthétique des déséquilibres financiers d'une nation, il y a en revanche intérêt à dissocier les dynamiques d'endettement public et privé. En effet, la crise récente rappelle qu'un endettement privé excessif peut constituer un indicateur avancé de dégradation de la qualité de la dette souveraine. Ces mouvements d'endettement, observés par l'indicateur de crédit au secteur privé, doivent alors être rapprochés de l'évolution du prix des actifs. La définition des dynamiques excessives de ces variables reste néanmoins imprécise, c'est la raison pour laquelle une approche les rapportant à leurs sous-jacents économiques est finalement privilégiée.

[1] Artus P. (2011), "La très grande difficulté d'utilisation d'indicateurs standardisés pour juger des déséquilibres dans un pays, surtout s'ils ne portent pas sur les politiques monétaires", *Flash Economie*, n° 155, 1^{er} mars. Il suggère en outre de considérer le niveau de développement du pays et les perspectives de vieillissement, qui orientent les comportements d'épargne et d'investissement des pays membres, conduisant certains à s'endetter et d'autres à détenir des avoirs sur le reste de la zone.

[2] Voir Passet D. et Schaff C. (2008), "Réalités et apparences du déficit extérieur américain", *La Note de veille*, Centre d'analyse stratégique, n° 94.

La coexistence d'une phase d'expansion excessive du crédit et d'une forte augmentation des prix d'actifs mobiliers ou immobiliers est depuis deux décennies un vecteur d'instabilité financière

Depuis vingt ans, le dérapage du crédit est au cœur de pratiquement toutes les crises. Comme l'observe Michel Aglietta¹, ce diagnostic appelle une consolidation des règles macroprudentielles et notamment un contrôle du levier de l'endettement en phase d'expansion. Il suggère ainsi d'établir une norme fondée sur une relation de long terme entre crédit et croissance potentielle et d'évaluer régulièrement les écarts de crédit par rapport à cette norme. D'autre part, suivant l'analyse du Conseil d'analyse économique (CAE)², il paraît pertinent d'adjoindre à l'indicateur de dérapage du crédit des indicateurs de décrochage du cours des actions. Il conviendrait enfin de retenir le même type d'indicateurs pour les prix immobiliers conformément aux recommandations du FMI³ qui souligne que "compte tenu des incertitudes liées aux chocs et aux effets des taux d'intérêt sur les bulles de prix d'actifs, les prix immobiliers doivent être un élément pour apprécier de façon prospective la balance des risques".

Beaucoup d'études empiriques récentes⁴ parviennent aux mêmes conclusions de telle sorte que, comme le souligne le CAE, "un consensus émerge sur quelques variables aux propriétés prédictives... raisonnablement robustes", au premier rang desquelles le crédit, le cours des actions et les prix de l'immobilier. L'élaboration d'un tableau de bord performant passe donc *a priori* par la mise au point d'indicateurs qui saisissent les écarts par rapport à une situation normale de ces trois variables.

[1] Voir Aglietta M. et Scialom L. (2010), "A systemic approach to financial regulation: A European perspective", *International Economics*, n° 123, juillet.

[2] Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon (2004) notent en effet que la survenue des crises est d'autant plus probable que "la procyclicité du crédit entre en résonance avec celle des autres actifs"; Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), *Les crises financières*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 50, 2004, Paris, La Documentation française.

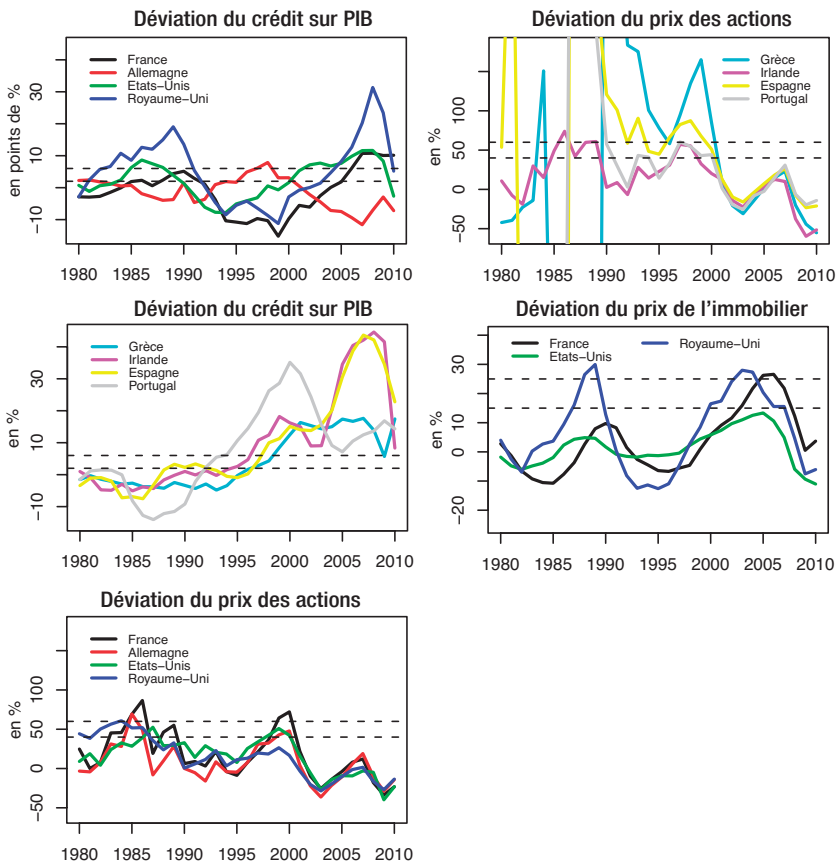
[3] Voir FMI (2008), "Housing in the business cycle", *World Economic Outlook*, avril.

[4] Pour une recension de ces études, voir "Évaluer la performance économique, le bien-être et la soutenabilité", rapport du Conseil d'analyse économique et du Conseil allemand des experts en économie, décembre 2010.



Graphique 1

Évolution de la déviation par rapport à la tendance du crédit au secteur privé en part de PIB, du prix réel des actions et du prix de l'immobilier, 1980-2010



Lecture : En 2008, le ratio de crédit sur PIB était de plus de 10 points de PIB au-dessus de sa tendance pour le Royaume-Uni, les États-Unis et la France, et plus encore pour les pays de la zone euro qui connaissent les plus forts troubles aujourd'hui. Le prix réel des actions était de plus de 50 % au-dessus de sa tendance pour les grands pays développés au milieu des années 1980 et à la fin des années 1990. Il ne l'était pas en revanche avant la crise de 2007 pour ces mêmes pays (voir méthodologie en annexe).

Sources : Borio et Lowe (2002a)¹, OCDE, IMF International Financial Statistics, Federal Reserve - Flow of Funds, Shiller Online Data, calculs CAS

[1] Borio C. et Lowe P. (2002a) "Assessing the risk of banking crises", *BIS Quarterly Review*.

En la matière, la méthodologie éprouvée dans la littérature consacrée aux indicateurs financiers¹ se fonde sur des estimations de tendances *en temps réel* (c'est-à-dire tenant compte des informations disponibles au moment où le diagnostic sur la formation en cours ou non d'une bulle est attendu). Elle nécessite également de déterminer des seuils au-delà ou en deçà desquels les déviations de la variable par rapport à la tendance seront considérées comme significatives.

Les résultats obtenus avec ce type d'estimations sont résumés dans le graphique 1. Ils montrent assez nettement deux périodes d'emballlement, une en 2000 et la seconde en 2008. Les deux périodes sont caractérisées par un ratio du crédit sur PIB élevé couplé, d'une part, à un emballlement du prix des actions en 2000 et, d'autre part, à un emballlement des prix de l'immobilier en 2008. Ces résultats attestent bien l'idée que la coexistence d'une croissance inhabituellement rapide du crédit privé (crédit aux entreprises avant 2000, crédit hypothécaire ensuite) et d'une hausse des actifs mobiliers ou immobiliers réels peut constituer un indicateur avancé de crise. C'est bien, historiquement, l'emballlement du crédit qui conduit à l'inflation du prix des actifs puis à la formation d'une bulle dont l'éclatement place les agents en situation d'insolvabilité. La crise, initialement financière, se propage alors au reste de l'économie. La nature des actifs sur lesquels se porte l'inflation attachée à l'excès de liquidité varie par ailleurs avec les anticipations des agents : il pourrait s'agir demain des matières premières, ce qui nécessiterait dans le tableau de bord un indicateur de déviation de leur cours, pour tenir compte de l'évolution de la nature des risques.

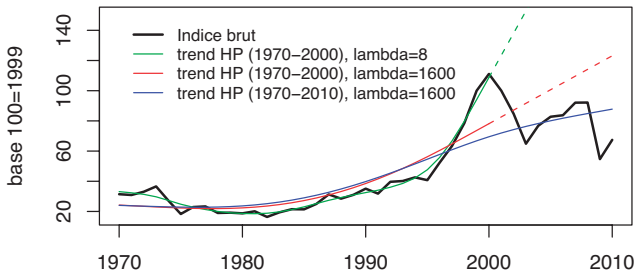
L'interprétation des écarts de prix d'actifs à leur tendance comporte malgré tout des limites qui tiennent notamment à leur sensibilité à la conjoncture (niveaux des taux d'intérêt, des taux de change et de l'inflation en particulier). Cette sensibilité conduit à une surestimation du risque de formation de bulles sur les périodes marquées par des hausses de cours *justifiées*. Ainsi, au tournant des années 1980-1990, la très forte désinflation combinée à une baisse marquée des taux d'intérêt réels a induit une forte déviation du prix des actions par rapport à la tendance. Les seuils d'alerte fixés par Borio et Lowe (2002a) sont alors systématiquement franchis selon notre estimation. Or, le krach de 1987 fait aujourd'hui figure d'événement économique mineur.

Par ailleurs, les méthodes de calcul permettant d'évaluer la *tendance* qui fonde le critère d'évolution normale du crédit ou du prix des actifs influent très fortement

[1] Voir en particulier Borio C. et Lowe P. (2002a), *op. cit.*, p. 43-54.

sur les résultats (*graphique 2 et méthodologie en annexe*). La détermination des seuils d'alerte est ainsi soumise à des hypothèses contradictoires et fait souvent débat. Il est par exemple difficile de justifier théoriquement en quoi le ratio de crédit sur PIB doit suivre une tendance particulière, notamment dans le cas d'économies en rattrapage ou de pays qui connaissent un changement dans la structure de leur financement.

Graphique 2 Diverses tendances du prix réel des actions aux États-Unis, 1970-2010



Source : Shiller Online Data, calculs CAS

La complexité de la mise en œuvre de ce type d'indicateurs et la relativité des résultats qu'il permet d'obtenir confirment ainsi qu'il est peu adapté à une appropriation par le décideur dans un contexte où le tableau de bord arrêté doit faire consensus pour que des États aux intérêts parfois divergents s'accordent sur sa valeur.

Le recours à des indicateurs rapportant le crédit privé et le prix des actifs à leurs sous-jacents économiques améliore la prévision des crises

Ces limites sont-elle dépassables ? Est-il possible, sans aller jusqu'à rechercher un critère de type 3 %, de rendre plus opérationnels des indicateurs par nature complexes ? Les analyses de Robert J. Shiller¹ tendent à prouver que oui, à la condition de recourir à un sous-jacent économique, c'est-à-dire de rapporter l'évolution de la variable considérée à celle d'une autre variable déterminante, censée évoluer au même rythme, toutes choses égales par ailleurs. Ainsi, de même que le crédit croît normalement avec la richesse produite, le cours

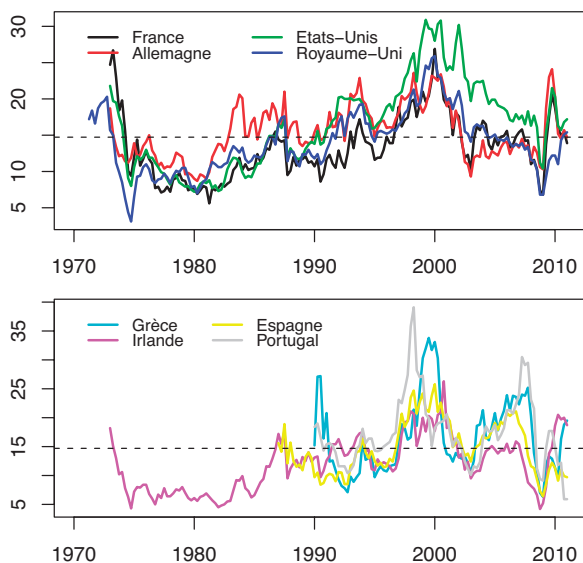
[1] Voir Shiller R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, qui résume ses travaux académiques des quinze années qui précèdent.

des actions augmente théoriquement au prorata du profit des firmes et les prix immobiliers au prorata des loyers. Plutôt que d'analyser chacune de ces variables en niveaux, il faut le faire en rapport avec leurs variables de référence s'il s'agit de détecter un possible déséquilibre.



Graphique 3

Évolution des Price-Earning Ratios, 1970-2010



Lecture : Le graphique présente l'évolution des PER pour chaque pays de l'échantillon depuis 1970 ainsi que la moyenne (en pointillé) pour chaque groupe de pays. Les prix des actions par rapport aux bénéfices étaient tous à leur faite avant l'explosion de la bulle Internet en 2000, et aussi, surtout pour l'Espagne, la Grèce et le Portugal, avant la crise de 2008.

Sources : Datastream

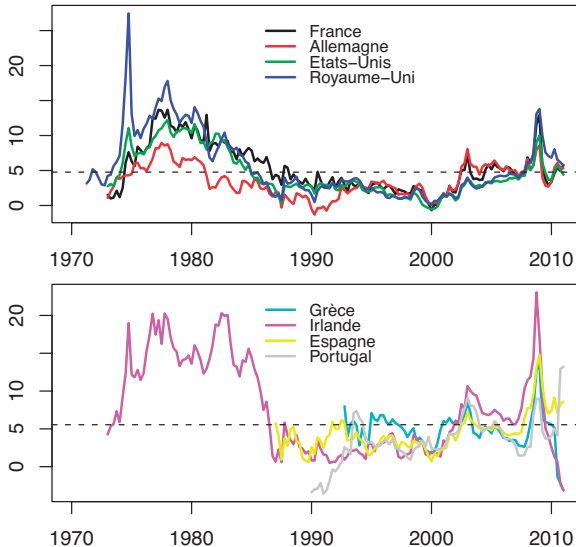
L'intérêt d'une approche des indicateurs en ratios, outre qu'elle leur confère un sens plus économique, est de minimiser le problème de la détermination des seuils d'alerte puisque la moyenne historique peut être considérée comme le niveau normal¹. En outre, l'information contenue dans ce type d'indicateurs permet une analyse sans recours à des hypothèses économétriques conditionnant fortement leur interprétation, ou pouvant la biaiser.

[1] Il s'agira ensuite de comparer ces ratios aux taux d'intérêt réels de long terme pour tenir compte des modifications de prime de risque.



Graphique 4

Évolution de la différence entre *Earning-yield* [1/PER] et taux d'intérêt réel de long terme, 1970-2010



Lecture : Le graphique indique la différence entre l'*Earning-Yield* (1/PER, qui représente les bénéfices anticipés par euro investi) et les taux d'intérêt réels de long terme, considérés sans risque : les marchés ont intégré des primes de risque par rapport au rendement des obligations d'État, de plus en plus faible à mesure que se développait la bulle Internet. Ces primes remontent, à la suite de l'explosion de la bulle Internet, vers leur valeur de long terme, avec une brusque emballée au dernier trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 après la faillite de Lehman Brothers.

Sources : Datastream, OCDE

Le *Price Earning Ratio* (PER) ou ratio prix/bénéfice par action, qui indique combien un investisseur est prêt à payer pour chaque euro de bénéfice (courant ou anticipé) généré par une entreprise, délivre une information bien plus robuste de la surévaluation du cours des actions à la fin des années 1990, comme en témoigne le graphique 3.

Contrairement aux séries déflatées par l'indice des prix à la consommation (*graphique 1*), les PER et leur évolution par rapport aux taux d'intérêt réels reproduits sur le graphique 4 n'indiquent pas de distorsion majeure sur les marchés d'actions dans la seconde moitié des années 1980, mais beaucoup plus

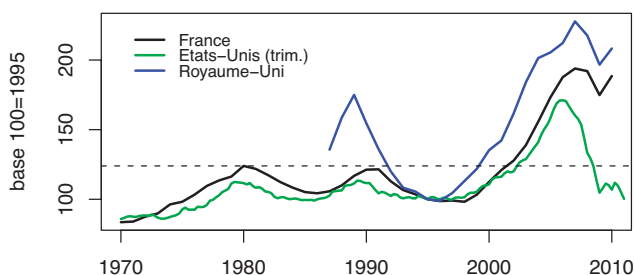
en revanche à la fin des années 1990, avec une sous-évaluation indéniable de la prime de risque. Les PER discriminent donc bien les périodes d'emballlement justifié des cours de celles d'emballlement non justifié, à la différence de l'indice en niveau de déviation du cours des actions par rapport à leur tendance.

Si le PER ne signale pas la crise financière de 2008, à raison puisque l'évaluation des cours par rapport aux bénéfices n'était pas éloignée des fondamentaux, les actifs immobiliers connaissent en revanche une surévaluation dès le début des années 2000. Ce constat est confirmé par l'analyse des *Price-to-Rent Ratios* (PRR), ou prix des logements/loyers, calculés pour la France, les États-Unis et le Royaume-Uni (*graphique 5*).



Graphique 5

Évolution des *Price-to-Rent Ratios*, 1970-2010



Lecture : Le graphique présente les *Price-to-Rent Ratios*. Dans la mesure où cet indicateur est construit à partir d'indices de prix du logement et d'indices de loyer, et non à partir de comptes de patrimoine qui donneraient la valeur des logements, on ne peut fournir que l'indice du PRR. L'interprétation du PRR, à la différence du PER, ne peut donc se faire qu'en variation, sans référence à une valeur de long terme, ni aux taux d'intérêt réels.

Sources : Pour les prix de l'immobilier, Freddie Mac-FHFA, maison individuelle pour les États-Unis ; indice des prix de l'immobilier du gouvernement britannique ; indice des prix de l'immobilier de l'INSEE pour la France (et à partir des travaux de Jacques Friggit sur le site du CGEDD). Pour les indices des loyers, INSEE pour la France, Office for National Statistics, Real Price Indices, pour le Royaume-Uni et FRED pour les États-Unis (Consumer Price Index for All Urban Consumers : Rent of Primary Residence)

Ces derniers montrent en effet une surévaluation importante des prix du logement par rapport aux loyers dans les trois pays considérés, au cours des dix dernières années. À la suite de la crise de 2008, seuls les États-Unis connaissent une correction importante des prix du logement pour ramener ce ratio à son niveau du milieu des années 1990. Le Royaume-Uni, et la France surtout, ont connu une correction beaucoup plus faible et il semble, selon les chiffres de 2010, que le ratio augmente de nouveau.

De la même manière que la forte croissance du crédit des années 1990 (en parts de PIB) avait entraîné une surévaluation manifeste sur le marché des actions dans la plupart des pays européens, une nette progression du crédit hypothécaire des années 2000 a alimenté une bulle sur un nouveau marché d'actifs, immobiliers cette fois.

Ainsi la combinaison du ratio crédit sur PIB, du *Price-Earning Ratio* et du *Price-to-Rent Ratio* fournit un bon indicateur des déséquilibres financiers à venir.

PROPOSITION ①

Opter pour une approche des indicateurs moins comptable qu'économique, qui permette d'éviter une interprétation mécanique des écarts à la normale. Privilégier une combinaison d'indicateurs qui ont prouvé leur stabilité sur le long terme. Le crédit au secteur privé rapporté au PIB, le cours des actions rapporté aux bénéfices des entreprises (*Price-Earning Ratio*) et le prix des logements rapporté aux loyers (*Price-to-Rent Ratio*) répondent à cette exigence.

Les indicateurs ne sauraient en outre être interprétés mécaniquement mais appellent une analyse qualitative permettant de contextualiser le diagnostic. À ce titre, et sachant que la confiance dans les indicateurs est souvent conditionnée par le mode de gouvernance privilégié, il pourrait être utile de confier cette mission d'interprétation à un comité indépendant à l'image du Conseil allemand des experts économiques, dit Conseil des Cinq Sages (*encadré 3*). Désigné par les 17 pays membres de la zone euro, il travaillerait en collaboration avec la Commission européenne pour approfondir l'analyse des pays en situation de "déséquilibres excessifs" et fonctionnerait sur un mode consensuel. Il ferait état des déséquilibres potentiels et de leurs risques de diffusion systémique. À l'image du Conseil allemand, son avis motivé, circonstancié et indépendant, résulterait d'une analyse au cas par cas, fondée sur le croisement de plusieurs indicateurs.



Encadré 3

Le fonctionnement du Conseil des Sages allemand

Institution créée en 1963, le Conseil allemand des experts économiques est un groupe d'économistes dont le but est de conseiller le gouvernement fédéral et le Parlement allemands. Chaque année, le Conseil prépare un rapport qui paraît aux alentours du 15 novembre. Le gouvernement publie ses observations et commentaires huit semaines au plus tard après la publication dudit rapport.

Le Conseil allemand des experts économiques est souvent dénommé *Conseil des Cinq Sages de l'économie*. Il est composé de cinq membres proposés par le gouvernement fédéral et nommés par le président de la République.

PROPOSITION ②

Mettre en place un comité des sages au niveau européen, garant de la neutralité et de l'impartialité du diagnostic.

CONCLUSION

La réforme du Pacte de stabilité et de croissance signe la reconnaissance d'un nécessaire renforcement de la coordination politique au sein de la zone euro au-delà du simple respect de disciplines budgétaires communes. La mise en place d'un cadre communautaire de prévention des déséquilibres excessifs est en ce sens une avancée notable en matière de gouvernance. Cette nouvelle procédure appelle la définition d'un consensus sur le diagnostic porté sur les sources potentielles d'instabilité au sein de la zone euro. C'est ce diagnostic partagé qui déterminera la nature des indicateurs d'alerte permettant d'enclencher la procédure. Cependant, les mesures à prendre pour limiter les divergences de compétitivité nécessitent un arbitrage délicat entre les instruments qui relèvent de la composante prix et ceux hors prix. Au moins aussi sensible est la question des moyens pour limiter les dérives du crédit et des prix des actifs, qui relèvent des États pour la dimension prudentielle et éventuellement des banques centrales pour l'objectif de stabilité financière. Cette répartition des rôles fait l'objet de débats qui n'ont pas encore abouti.



Thomas Brand et Céline Mareuge,
département Économie-Finances
Avec l'appui d'Amélie Barbier-Gauchard,
conseiller scientifique au département
Économie-Finances

ANNEXE

Méthodologie et analyse du graphique 1

Les estimations des tendances pour chaque série sont réalisées à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott¹. La tendance est réestimée tous les ans, et l'on prend l'écart entre le dernier point de la série estimée et le dernier point de la tendance². Le graphique 1 présente les déviations en points de pourcentage par rapport au *trend* des séries de crédit sur PIB et en pourcentage par rapport au *trend* des prix réels des actions et de l'immobilier³. Les fourchettes de seuils sont reprises de Borio et Lowe (2002a et 2002b)⁴. Ces auteurs montrent que l'indicateur combinant les déviations de crédit (avec un seuil d'alerte à 4 points au-dessus du *trend*) et les déviations de prix des actions (avec un seuil d'alerte à 40 % au-dessus du *trend*) prédit près des deux tiers des crises dans les pays industrialisés à un horizon de trois ans maximum⁵. La principale difficulté *a priori* pour étudier le comportement des écarts à la tendance de chaque série, notamment au moment de la crise de 2008, tient au fait que les estimations des différents seuils ont été réalisées sur la période 1960-1999. Le test que nous réalisons est donc hors échantillon.

Méthodologie et analyse du graphique 2

Plusieurs hypothèses président à la définition d'une tendance et méritent d'être rappelées dans la mesure où elles ont une influence considérable sur l'interprétation du phénomène de bulle.

D'une part, il faut se garder de l'illusion rétrospective qui fait apparaître une bulle une fois qu'on a vu que celle-ci avait éclaté. L'estimation de la tendance est en effet très sensible au dernier point connu, ce qu'on appelle "effet de bord". Les écarts observés, lorsqu'on applique le filtre sur le prix réel des actions aux États-Unis, en fournissent un exemple (en bleu). C'est la raison pour laquelle nous privilégions la méthode en temps réel.

D'autre part, il existe toute une batterie de méthodes de filtrage, de la tendance linéaire à celle quadratique, de la moyenne-mobile au processus ARIMA, ou du filtre de Kalman à celui de Hodrick-Prescott.

Enfin, le choix des paramètres au sein d'une même méthode fait varier très sensiblement les résultats. Ainsi, selon que l'on retient une hypothèse conservatrice sur les changements de *trend* (λ : 1 600, en rouge) ou plus réformiste (λ : 8, en vert), on appréciera le phénomène de bulle différemment (voir les projections faites en 2000 par exemple). Et ce sont bien, *in fine*, les analyses économiques qui gouvernent ces choix, selon que l'on considère la nouvelle économie des années 1990 comme un gisement inépuisable de productivité ou non.

[1] Ce filtre est une technique parmi d'autres d'extraction de tendance [encadré 3].

[2] Ainsi, pour 1995, on filtre la série sur la période 1970-1995 et on prend la différence, pour le ratio crédit sur PIB, entre le point réel de 1995 et le point de la tendance en 1995.

[3] Ces séries sont détaillées dans les graphiques de l'annexe du document de travail sur plus longue période (1970-2010), il en est de même pour les séries de taux de change effectif réel.

[4] Borio C. et Lowe P. (2002b), "Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus", *BIS Working Papers*, 114.

[5] Une contrainte supplémentaire est de minimiser les erreurs de prédiction de type I (ne pas prédire une crise alors qu'il y en a une) et de type II (prédire une crise alors qu'il n'y en a pas).

“Investissements d’avenir” et politique industrielle en Europe :

quel ciblage et quelle sélection des projets innovants ?

Lancé en 2010, le programme d’investissements d’avenir marque le retour de la politique industrielle en France. Il s’agit pour les pouvoirs publics de cibler leurs interventions sur les secteurs, domaines, technologies ou catégories d’entreprises susceptibles d’assurer la compétitivité de l’économie française à long terme.

Cette remise au goût du jour de la politique industrielle n’est pas spécifique à la France. Tous les pays développés sont confrontés à la nécessité de réorienter leur modèle de croissance en réponse aux nouveaux grands défis socioéconomiques (changement climatique, raréfaction des ressources naturelles, vieillissement démographique, etc.). Le caractère de plus en plus limité des ressources disponibles – notamment du côté des budgets publics – impose alors de faire des choix. Le débat ne porte ainsi plus sur l’existence même et le bien-fondé de la politique industrielle mais sur ses objectifs concrets et ses modalités d’application. L’analyse présentée dans cette note montre que la politique industrielle s’est profondément transformée, en particulier sur la question du ciblage et du mode opératoire. À cet égard, la comparaison internationale révèle que les principaux pays comparables ne se distinguent guère par les grands domaines prioritaires (biomédical, nanotechnologies, économie numérique, etc.) qu’ils ont choisi de promouvoir. Ils se différencient davantage par la manière dont, à un niveau plus fin, ils organisent concrètement la sélection des projets innovants, en fonction des caractéristiques et besoins spécifiques de leurs systèmes d’innovation.

Compte tenu des enjeux et des bonnes pratiques adoptées dans plusieurs pays européens, plusieurs grands principes peuvent cependant être dégagés, pour permettre d’améliorer le ciblage de la politique industrielle et la sélection des projets innovants.

► PROPOSITIONS

- 1 Privilégier l'innovation de rupture mais sans préjugé technologique ou sectoriel.
- 2 Sélectionner les projets non seulement à l'aune de critères de rentabilité financière ou d'excellence technologique mais également en fonction de :
 - leurs effets potentiels sur leur environnement (externalités) ;
 - la qualité des ressources humaines associées (capacité de gestion, créativité).
- 3 Concevoir les prochains dispositifs d'“investissements d'avenir” au niveau européen.

► LES ENJEUX

Après avoir subi un certain discrédit, la politique industrielle connaît depuis quelques années un net retour en grâce. Légitimée théoriquement par l'existence de défaillances de marché¹, elle apparaît surtout comme un moyen de renforcer le potentiel de croissance en répondant aux grands enjeux structurels de long terme. De nombreux pays (notamment la Chine, les États-Unis, le Japon et la Corée du Sud) ont par exemple mis en place de considérables programmes d'investissement dans les technologies “vertes”². Les États-Unis, en particulier, viennent d'annoncer le lancement d'un nouveau programme fédéral en faveur du *Made in USA*, avec un accent mis sur l'efficacité énergétique, la robotique, la productique, les matériaux avancés et les industries de défense³. Les enjeux de puissance jouent ici un rôle évident. Par ailleurs, dans la nouvelle stratégie de croissance de l'Union européenne, Europe 2020, le soutien à la base industrielle est présenté comme un élément essentiel pour assurer une compétitivité dynamique et durable⁴.

[1] Ces défaillances tiennent principalement à l'incomplétude des marchés due au caractère imparfait et asymétrique de l'information, à l'existence d'externalités et à la présence d'économies d'échelle.

[2] Voir l'article “The global revival of industrial policy. Picking winners, saving losers”, *The Economist*, vol. 396, n° 8694, 7 août 2010, p. 54-56.

[3] Voir le communiqué de presse de la Maison Blanche intitulé “President Obama launches Advanced Manufacturing Partnership”, en date du 24 juin 2011.

[4] Cf. Commission européenne, *Une politique industrielle intégrée à l'ère de la mondialisation*, communication adoptée le 28 octobre 2010, COM [2010] 614 final /2, Bruxelles, 17 novembre 2010.

Au sein des pays développés, le retour de la politique industrielle opéré depuis quelques années se traduit le plus souvent par la mise en œuvre d'une politique de l'innovation¹. En effet, pour ces pays, la compétitivité du tissu industriel repose principalement sur la capacité des entreprises à se positionner sur les marchés de demain, en développant de nouveaux biens, services, procédés ou technologies. La difficulté provient alors du fait que ces marchés d'avenir ne sont pas connus. Dans un contexte budgétaire contraint, tout l'enjeu réside donc dans la capacité des pays à opérer les "bons" choix en matière de domaines d'investissement, d'acteurs et de critères de sélection des projets. En s'appuyant sur une analyse des mécanismes de soutien public à la recherche et à l'innovation de plusieurs pays européens, cette note met en perspective les nouvelles orientations des politiques industrielles.

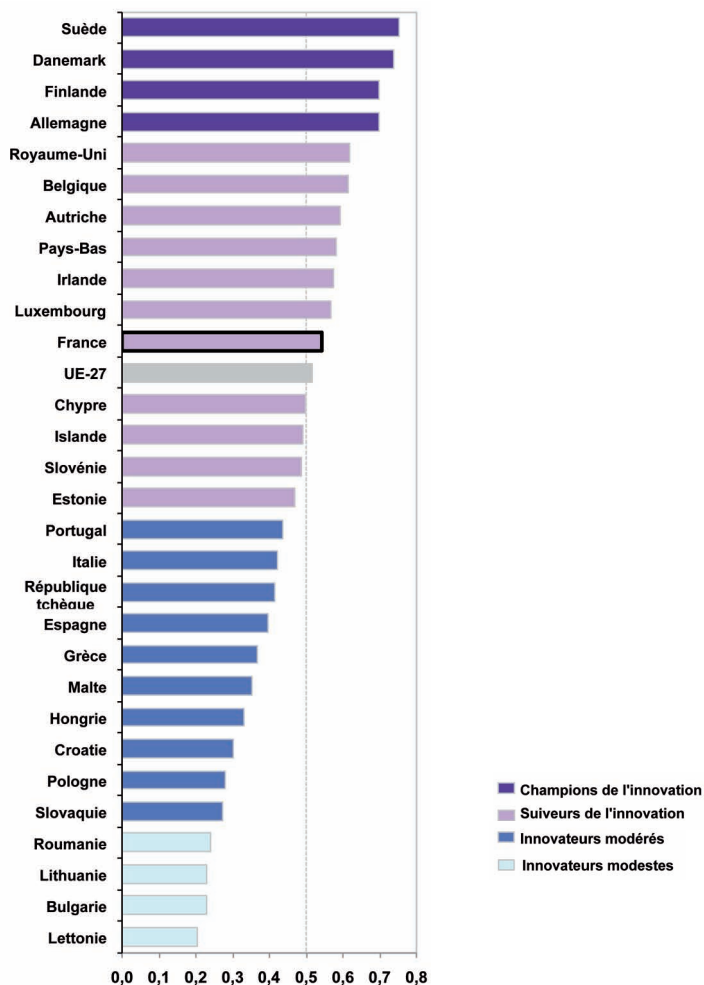
➤ LES DÉFIS À RELEVER EN MATIÈRE D'INNOVATION

Aujourd'hui, alors que l'on assiste à la montée en puissance des grands pays émergents, l'innovation constitue plus que jamais un élément clé de la compétitivité des économies avancées. L'orientation des politiques industrielles repose ainsi largement sur une identification des défis auxquels chaque pays est confronté en matière de Recherche-Développement-Innovation (RDI). Le tableau de bord européen de l'innovation (*Innovation Union Scoreboard - IUS*)² fournit à cet égard un éclairage intéressant sur la performance relative des pays à un niveau agrégé mais également au plan des différentes dimensions du processus d'innovation.

[1] Soete L. [2007], "From industrial to innovation policy", *Journal of Industry, Competition and Trade*, vol. 7, p. 273-284.

[2] Disponible sur le site Pro Inno Europe de la Commission européenne : <http://www.proinno-europe.eu/inno-metrics/page/innovation-union-scoreboard-2010>.

Graphique 1
Performance moyenne des États membres de l'UE
en matière d'innovation (2010)



Note : La performance moyenne est mesurée par un indicateur synthétique construit à partir de 24 indicateurs élémentaires compris entre 0 et 1 (du plus faible au plus fort niveau possible). La performance moyenne de 2010 est calculée à partir des données 2008 et 2009.

Source : Pro Inno Europe, Innovation Union scoreboard 2010

La comparaison avec l'Allemagne, le Royaume-Uni, la Finlande et la Suède permet d'apprécier la performance relative de la France. Selon l'indicateur synthétique établi en 2010 (*graphique 1*), la France se classe, avec le Royaume-Uni, dans la catégorie des "suiveurs de l'innovation", tandis que les pays nordiques et l'Allemagne figurent parmi les "champions de l'innovation". Par rapport à l'ensemble des pays de l'UE-27, la performance des États-Unis est globalement plus élevée de 50 %.

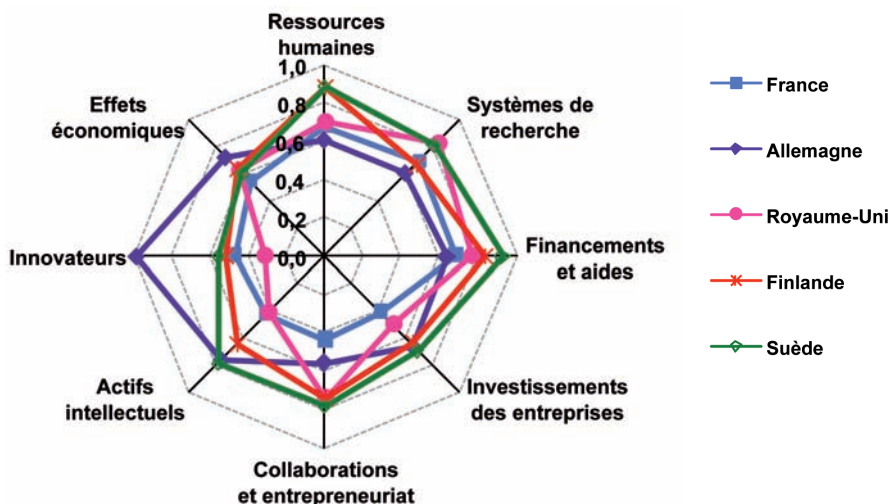
La décomposition de cet indicateur selon huit grandes dimensions de l'innovation (*graphique 2*) permet de dégager les principales forces et faiblesses de chaque pays.

Ainsi, la France et le Royaume-Uni présentent des positions solides concernant les déterminants de l'innovation mais leur performance est fragilisée par le moindre engagement des entreprises. *A contrario*, la bonne performance globale de l'Allemagne reflète une forte capacité d'innovation des entreprises, avec d'importantes retombées économiques, mais masque des faiblesses en termes de ressources humaines ou de financements. La Suède et la Finlande se distinguent par leur profil relativement équilibré, avec de bonnes performances relatives à la fois dans les déterminants de l'innovation (notamment en ce qui concerne les ressources humaines et les financements), l'activité des entreprises (plus particulièrement en matière de collaborations) et les retombées économiques des activités d'innovation.

L'analyse de ces indicateurs ainsi que des débats nationaux sur la politique d'innovation permet de mettre en exergue les trois principaux défis auxquels chaque pays est confronté (*tableau 1*). En France, il convient ainsi de mettre l'accent sur l'accroissement de l'investissement privé en R & D, l'intensification des liens entre la science et l'industrie et la croissance des PME innovantes. La nature de ces défis est liée à la performance globale des pays en matière de RDI mais dépend également des caractéristiques structurelles des économies. Ainsi, une spécialisation persistante de l'Allemagne sur les secteurs de moyenne-haute technologie (automobile, machines spécialisées, chimie) risque à terme d'amoinrir sa performance. Un enjeu majeur consiste donc à renforcer sa position sur les secteurs de haute technologie ou de forte intensité en connaissances.

Pour faire face à ces défis, les pouvoirs publics sont de plus en plus amenés à jouer un rôle actif de soutien aux entreprises. La politique industrielle signe ainsi un retour marqué mais sous une forme largement transformée.

Graphique 2
Performance comparée de cinq pays européens
selon les dimensions de l'innovation (2010)



Note : les huit dimensions de l'innovation peuvent être regroupées en trois grandes catégories :

- 1) Les déterminants :
 - Ressources humaines (niveau d'éducation et de qualification de la main-d'œuvre) ;
 - Systèmes de recherche (compétitivité internationale de la base scientifique) ;
 - Financements et aides (soutien public à la R & D et capital-risque).
- 2) Les activités des entreprises :
 - Investissements (dépenses de R & D et d'innovation) ;
 - Collaborations et entrepreneuriat (coopérations inter-firmes et public-privé) ;
 - Actifs intellectuels (brevets, marques, dessins et modèles).
- 3) Les résultats :
 - Innovateurs (entreprises innovantes en produit, procédé, marketing ou organisation) ;
 - Effets économiques (emploi, exportations, chiffres d'affaires, licences de brevets).

Source : Pro Inno Europe, Innovation Union Scoreboard 2010, graphique CAS

▼ **Tableau 1**
Principaux défis en matière de recherche et d'innovation

	Défi 1	Défi 2	Défi 3
France	Accroître l'investissement privé en R & D	Améliorer les transferts de la recherche publique vers l'innovation	Accélérer la croissance des PME innovantes en améliorant leur financement
Allemagne	Renforcer le financement de l'innovation pour les PME et les jeunes entreprises technologiques	Renforcer la position industrielle sur les nouveaux grands domaines technologiques	Renforcer le système éducatif pour répondre aux besoins en main-d'œuvre qualifiée
Royaume-Uni	Accroître l'investissement privé en R&D	Renforcer le degré d'innovation des entreprises (nouveaux produits, brevets, marques)	Renforcer le système éducatif pour répondre aux besoins en main-d'œuvre qualifiée
Finlande	Faire émerger de nouveaux modèles d'innovation	Renforcer l'attractivité en matière d'investissements	Élargir la base des entreprises innovantes en croissance
Suède	Restructurer la base industrielle	Renforcer l'impact des investissements en R&D sur la croissance économique	Développer l'innovation non technologique
États-Unis	Accélérer le rythme de l'innovation	Accélérer la commercialisation des résultats de la recherche	Renforcer le financement de l'innovation par le marché

Source : Inno-Policy Trendchart, Country reports 2009, synthèse CAS

► **UNE POLITIQUE INDUSTRIELLE, PROFONDÉMENT TRANSFORMÉE**

Selon Cohen et Lorenzi (2000)¹, la politique industrielle peut être définie *stricto sensu* comme une politique sectorielle visant “à promouvoir des secteurs qui, pour des raisons d'indépendance nationale, d'autonomie technologique, de faillite de l'initiative privée, de déclin d'activités traditionnelles, d'équilibre territorial ou politique méritent une intervention”. Cette acception s'est principalement traduite en France par le soutien à de grands programmes

[1] Cohen E. et Lorenzi J.-H. [2000], “Des politiques industrielles aux politiques de compétitivité en Europe”, in *Politiques industrielles pour l'Europe*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 26, Paris, La Documentation française.

technologiques (dans des domaines tels que l'informatique, l'aéronautique, le transport ferroviaire, l'énergie ou les télécommunications) portés par quelques grandes entreprises. Elle repose sur un modèle descendant (*top-down*) et centralisé où l'on reconnaît à l'État la capacité, *via* des aides directes à la R & D et la commande publique directe, à déterminer et développer les technologies, les secteurs et les acteurs stratégiques pour la compétitivité industrielle.

La nécessité de repenser l'approche traditionnelle

Depuis les années 1990, cette approche apparaît largement dépassée. Cela tient surtout à l'évolution du contexte concurrentiel et technologique. Tout d'abord, le rôle croissant des entreprises transnationales et les contraintes imposées par la politique de concurrence de l'Union européenne rendent largement caduque la politique de promotion des "champions nationaux". Par ailleurs, le caractère fluctuant et poreux des frontières sectorielles (diversification des activités exercées par les entreprises, processus d'externalisation des services aux entreprises) ne permet plus de délimiter clairement le périmètre d'intervention de l'État. De plus, les processus d'innovation des entreprises sont désormais fortement tirés par le marché et reposent plus largement sur des facteurs non technologiques (design, marketing, mode de paiement, etc.). Surtout, la position de la France à la frontière technologique, c'est-à-dire au stade le plus avancé – par rapport aux autres pays – du développement technologique, implique que les marchés et technologies sources de croissance ne peuvent être connus *a priori*.

Dès lors, les approches verticales ciblant des technologies, des secteurs d'activité ou des entreprises peuvent difficilement être mises en œuvre¹. Plus encore, de telles politiques sélectives risquent d'être particulièrement inefficaces, dans la mesure où elles tendent à favoriser les leaders actuels (*cherry picking*) et portent en elles certains risques ou effets pervers : captage des aides publiques par les intérêts particuliers d'industriels établis, dilapidation de fonds publics du fait de choix qui se révèlent des impasses, création de surcapacités artificielles dans tel ou tel domaine, distorsion du marché du capital-risque, etc.

[1] Voir Le Blanc G. (2010), "Les politiques d'innovation à l'épreuve de la variété", in Lesourne J. et Randet D. (dir.), *La Recherche et l'Innovation en France - FutuRIS 2010*, Paris, Odile Jacob, p. 251-271.



Tableau 2

La politique industrielle entre deux paradigmes : principaux clivages

	Politique industrielle traditionnelle et/ou au sens étroit	Politique industrielle plus récente et/ou au sens large
Contexte d'ensemble	Cadre d'action essentiellement national	Cadre de l'UE (politique de concurrence) et rôle des entreprises transnationales
Positionnement par rapport aux autres politiques	Opposition frontale avec la politique de concurrence	Approche systémique, intégrée, jouant sur les effets de synergie avec d'autres politiques
Positionnement face au changement des structures de marché	Logique souvent défensive (mesures de restructuration)	Logique plus proactive (accélération, renouvellement, anticipation)
Principaux objectifs	Compétitivité (technologique) des entreprises et attractivité du territoire, dans certains domaines	Innovation au sens large et aspects sociétaux : enjeux de développement durable, etc.
Position vis-à-vis de la « frontière technologique »	Rattrapage technologique (objectifs préétablis), à travers des grands programmes	Exploration de trajectoires technologiques multiples et peu prévisibles
Orientation plutôt vers l'offre ou vers la demande	Primat des politiques d'offre, surtout <i>via</i> la création de technologies nouvelles	Plus grande attention à l'utilisation des technologies nouvelles (logique d'adoption et de diffusion)
Orientation prédominante du développement économique	Sens « descendant » (<i>top-down</i>), logique hiérarchique	Sens « ascendant » (<i>bottom-up</i>) et logique décentralisée/régionalisée
Ciblage privilégié en termes d'acteurs	Grands groupes (« champions nationaux »)	PME, ETI, « écosystèmes » (pôles de compétitivité, etc.)
Champ d'application sur le plan sectoriel	Uniquement le secteur manufacturier	Tout domaine d'activité, y compris en dehors de la seule industrie
Dimension verticale ou horizontale	Primat de mesures sectorielles ou ciblées sur telle ou telle entreprise	Combinaison d'éléments transversaux et thématiques
Caractère plus ou moins systématique	Intervention discrétionnaire, contenu <i>ad hoc</i>	Dimension stratégique avec en vue la prospérité d'ensemble
Rôle de l'Etat	État présumé omniscient et infallible, se substituant aux acteurs privés ou les guidant	État partenaire, coopérant pragmatiquement avec le secteur privé (apprentissage partagé)
Instruments privilégiés	Infrastructures physiques, entreprises publiques, aides publiques directes	Infrastructures immatérielles, instruments indirects (incitations fiscales ou réglementaires, etc.)
Type de gouvernance	Relative opacité, relative rareté des procédures de mise en concurrence et forts cloisonnements nationaux	Souci de transparence, importance des appels d'offres et de la coopération internationale

Source : synthèse CAS

Une logique d'action élargie

La prise en compte de ces nouvelles approches s'est en premier lieu traduite par une montée en puissance des politiques horizontales, visant à créer un environnement favorable au développement de l'ensemble des entreprises (*via* les normes techniques, les droits de propriété intellectuelle, etc.). Ces politiques, menées notamment au niveau européen dans le cadre de la stratégie de Lisbonne, n'ont pas permis de dynamiser le tissu industriel mais ont conduit à adopter une approche plus systémique des interventions publiques. L'ancienne opposition frontale entre la politique industrielle et la politique de concurrence a ainsi cédé la place à une approche plus intégrée¹, s'efforçant de susciter des effets de synergie entre la politique industrielle et d'autres politiques publiques (aménagement du territoire, politique d'éducation, politique commerciale, politique de santé, etc.). La politique industrielle s'apparente ainsi de plus en plus à une politique d'innovation ciblée.

Par ailleurs, la logique souvent défensive qui présidait à l'intervention publique (protection des entreprises établies ou des secteurs en cours de restructuration) a évolué vers une vision plus pro-active mettant l'accent sur le renouvellement du tissu économique (entrée de nouvelles entreprises, éclosion de nouveaux domaines de spécialisation). Les politiques industrielles ont ainsi acquis une dimension stratégique, avec pour objectif de renforcer l'appareil productif dans les domaines censés assurer la prospérité à long terme (*tableau 2*).

Enfin, les politiques industrielles ne s'attachent plus seulement à accroître la compétitivité des entreprises et l'attractivité du territoire considéré. Leur ambition, plus large et plus diffuse, consiste également à accompagner les évolutions sociétales liées à la mondialisation, au changement climatique et à la raréfaction des ressources.

Des instruments et une gouvernance fortement modifiés

Cette vision plus globale et moins cloisonnée de la politique industrielle reflète les nouveaux enjeux associés à la politique d'innovation. Compte tenu de l'incertitude entourant la demande, la recherche de nouvelles opportunités nécessite d'explorer diverses trajectoires technologiques et d'expérimenter plusieurs modèles économiques². Dans ce contexte, la politique industrielle

[1] Aghion P., Boulanger J. et Cohen E. (2011), "Rethinking industrial policy", *Bruegel Policy Brief*, n° 4, juin. Voir aussi Lallement R. et Wisnia-Weill V. (2007), "Concurrence et innovation : quelles politiques pour favoriser le développement des entreprises ?", *Horizons stratégiques*, n° 4, p. 156-175.

[2] Voir Le Blanc G. (2010), *op. cit.*

ne peut se contenter d'orienter les activités de R & D privées et publiques mais doit aider à la construction de nouveaux marchés. Autant dire que les enjeux actuels se situent à l'échelle d'"écosystèmes" (pôles de compétitivité, etc.) réunissant des acteurs hétérogènes, notamment par leur statut (public ou privé), leur secteur d'appartenance et leur taille (PME ou grandes entreprises).

L'État a alors un rôle de partenaire et de coordonnateur des acteurs du processus d'innovation. La politique industrielle repose désormais largement sur un processus pragmatique et interactif d'apprentissage partagé et de coopération stratégique entre les pouvoirs publics et le secteur privé, visant à dynamiser le tissu productif. Pour mettre en œuvre cette démarche ascendante (*bottom-up*), les pouvoirs publics s'appuient le plus souvent sur des canaux et dispositifs indirects (incitations fiscales ou réglementaires, etc.) et sur des expérimentations menées au niveau des différents territoires. La politique industrielle acquiert ainsi une forte composante régionale¹. Le type de gouvernance requis s'est lui aussi modifié très fortement avec le développement de pratiques plus transparentes, passant très souvent par des appels d'offres et s'efforçant d'accroître les coopérations internationales. Deux conséquences importantes en découlent. Premièrement, une plus grande place est désormais accordée à l'évaluation de ces politiques. Deuxièmement, les décideurs publics prennent de plus en plus conscience qu'il faut limiter la tendance à la duplication inutile de certains efforts de recherche, en mettant certains programmes ou plans d'action en commun entre différents pays.

► UNE NOUVELLE MANIÈRE DE CIBLER LA POLITIQUE INDUSTRIELLE

Le déclin de la conception descendante et sectorielle de la politique industrielle ne signifie pas pour autant l'absence d'interventions sélectives des pouvoirs publics. Les approches récentes combinent ainsi le plus souvent une dimension verticale à des éléments transversaux, ce qui correspond à une conception "matricielle" de la politique industrielle². Une politique industrielle bien conçue ne saurait refuser par principe l'idée du ciblage au prétexte que la puissance publique peut faire de mauvais choix. Le cas échéant, ces derniers font partie d'un processus expérimental, de découverte, passant forcément par des essais

[1] Aiginger K. (2007), "Industrial policy: A dying breed or a re-emerging phoenix", *Journal of Industry, Competition and Trade*, vol. 7, n° 3-4, p. 297-323.

[2] Aiginger K. et Sieber S. (2006), "The matrix approach to industrial policy", *International Review of Applied Economics*, vol. 20, n° 5, p. 573-601.

et des erreurs ; l'important étant de savoir s'organiser pour corriger les échecs suffisamment tôt¹.

Ainsi, même s'il est raisonnable de postuler que les questions de choix sectoriels et de spécialisation technologique relèvent principalement des entreprises – en vertu d'une sorte de principe de subsidiarité² –, les pouvoirs publics ont plusieurs rôles à jouer à cet égard.

Selon Foray (2009), il s'agit en particulier de fournir aux entrepreneurs le cadre approprié d'incitations, d'évaluer le potentiel que recèlent les technologies émergentes pour le territoire – pays ou région – considéré (potentiel d'innovation, taille des secteurs concernés, etc.), ainsi que d'identifier et de promouvoir les investissements complémentaires nécessaires pour que se développe l'innovation dans le champ considéré et pour que les acteurs concernés aient la capacité à se mettre en réseau³. En d'autres termes, il s'agit désormais moins, pour la puissance publique, de guider ou d'assister les principaux acteurs de terrain concernés (industriels, chercheurs, formateurs, etc.) que de jouer un rôle de catalyseur et d'augmenter ainsi leur capacité à créer des richesses.

Compte tenu de ces orientations d'ensemble, quelques groupes de critères peuvent être utilisés pour orienter les politiques industrielles.

Les grands besoins sociétaux

S'il n'est pas possible d'identifier aujourd'hui les produits, les technologies ou les applications qui s'imposeront demain, nous connaissons cependant les défis auxquels ils devront répondre : changement climatique, vieillissement de la population, transition énergétique, urbanisme, etc.

L'identification de ces grands besoins socio-économiques permet ainsi d'orienter la politique industrielle vers différents domaines (santé publique, sécurité des citoyens, défense, espace, énergie, environnement, alimentation, transports, etc.), en évitant les pièges d'une approche trop centrée sur des secteurs d'activités préétablis ou des technologies clairement identifiées et

[1] Rodrik D. (2004), "Industrial policy for the twenty-first century", *CEPR Discussion Paper*, n° 4767, novembre.

[2] "Des marchés autant que possible, complétés par de l'action étatique autant que nécessaire", comme l'expliquait le précédent gouvernement britannique ; cf. HM Government (2009), *New Industry, New Jobs: Building Britain's Future*, Department of Business, Enterprise and Regulatory Reform.

[3] Foray D. (2009), "Understanding 'smart' specialisation", in Pontikakis D., Kyriakou D. et Van Bavel R. (dir.), *The Question of R & D Specialisation: Perspectives and Policy Implications*, JRC Scientific and Technical Report n° 1665, Luxembourg, p. 19-27.

trop étroitement délimitées. Elle conduit néanmoins *in fine* à orienter les choix en direction de certaines familles de technologies (par exemple les “éco-technologies”) ou certains secteurs (exemple du bâtiment-travaux publics, en lien avec la question des économies d’énergie).

Le potentiel d’innovation radicale ou diffusante

Dès lors que la France n’est plus dans une logique de rattrapage technologique¹ mais *grosso modo* sur la “frontière technologique”, le vrai enjeu du ciblage devient celui de l’innovation radicale, plutôt que celui de l’innovation incrémentale, qui se produit par degré au sein des secteurs établis. Or viser l’innovation de rupture implique de prendre des risques importants, d’envisager des événements à faible probabilité et d’accepter la possibilité de l’échec, dans un cadre de forte incertitude. La politique industrielle se révèle alors d’autant plus nécessaire que les investissements privés ont tendance à être trop faibles par rapport aux niveaux socialement désirables ; en tout cas, l’expérience confirme que les changements technologiques radicaux surviennent rarement sans intervention publique².

Un autre critère important concerne la capacité des technologies à se diffuser et à exercer des effets de report (*spillovers*) positifs sur un nombre plus ou moins large d’utilisateurs. À ce sujet, la Commission européenne parle de “technologies génériques clés”³ et mentionne en particulier les nanotechnologies, la micro/nanoélectronique (notamment les semi-conducteurs), la photonique, les matériaux avancés, les biotechnologies, ainsi que les systèmes de fabrication avancés (exemple de la robotique)⁴. Pour ce type de technologies, les enjeux se posent en grande partie en termes de déploiement et d’adoption, c’est-à-dire en termes d’usage, notamment par effets d’imitation.

L’organisation en filières et le rôle des PME

La prise en compte du potentiel de diffusion des technologies incite également à privilégier une approche en termes de filières et à abandonner la vision

[1] Miotti L. et Sachwald F. (2004), *La croissance française 1950-2030 : le défi de l’innovation*, Institut français des relations internationales (IFRI), Paris.

[2] Edquist C. et Chaminade C. (2006), “Industrial policy from a systems-of-innovation perspective”, *EIB Papers*, vol. 11, n° 1/2006, juin, p. 108-132.

[3] Dans le cas français, les pouvoirs publics peuvent s’appuyer notamment sur l’exercice de prospective Technologies clés, dont l’horizon est de cinq à dix ans et qui, depuis 1995, est réalisé tous les cinq ans par le ministère chargé de l’Industrie. La quatrième édition (*Technologies clés 2015*) a été publiée en mars 2011.

[4] Commission européenne (2009a), *Préparer notre avenir : développer une stratégie commune pour les technologies clés génériques dans l’UE*, COM(2009) 512 final, Bruxelles, 30 septembre.

purement sectorielle de la politique industrielle. En effet, dans de nombreux secteurs d'activité, le potentiel d'innovation repose largement sur la qualité des liaisons interindustrielles (notamment avec les fournisseurs et les clients) et des liens entre les différents segments de la chaîne de valeur ajoutée.

Ainsi, dans le cas des nanotechnologies où les domaines d'application sont potentiellement nombreux (automobile, santé, énergie, électronique, cosmétiques, environnement, etc.), il apparaît nécessaire de faire interagir des acteurs multiples et souvent peu habitués à coopérer, de promouvoir l'interdisciplinarité, la formation et la mobilité du personnel, etc.¹ Le rôle de ces interactions est également déterminant pour les secteurs d'activité plus matures qui peuvent être bouleversés par l'arrivée de nouvelles technologies. C'est le cas notamment de l'automobile avec le développement de nouveaux types de batteries comme les piles à combustible².

L'accent mis sur le rôle des filières souligne la nécessité de s'appuyer sur l'ensemble des acteurs du tissu industriel, ce qui implique de renforcer le poids des PME. Cela est plus particulièrement nécessaire en France, au Royaume-Uni et en Suède où, selon les données de l'OCDE, les aides publiques à la R & D ont, ces dernières années, surtout bénéficié aux grandes entreprises³.

(Le potentiel de développement

Si les besoins d'un territoire (pays ou région) permettent de fixer les grandes orientations de la politique industrielle, le ciblage thématique doit également être effectué en tenant compte du potentiel de développement des différents domaines d'activité. Ainsi, la politique industrielle doit être définie en fonction des compétences et atouts dont chaque territoire dispose. Cela suppose d'identifier au préalable les grands blocs de savoir sur lesquels il est possible de fonder la stratégie de croissance⁴.

Le cas de la filière numérique fournit une bonne illustration. Les différentes tendances à l'œuvre (standardisation, très haut débit, dissémination des usages, etc.) indiquent que les multiples applications envisageables

[1] Le Blanc G. (2010), *op. cit.*

[2] Ce point souligne le fait que, dans un secteur donné, la phase de déclin n'est pas fatale et peut être retardée ou contrecarrée par l'arrivée de nouvelles technologies. Voir notamment Livesey F. (2010), "Rationales for industrial policy based on industry maturity", *CIG Working Paper*, 2010/1.

[3] Uppenberg K. (2009), "R&D in Europe: Expenditures across sectors, regions and firm sizes", *CEPS Paperbacks*.

[4] Foray D. (2009), *op. cit.*

impliqueront un changement d'échelle énorme, avec des utilisateurs variés et en très grand nombre, dans divers domaines (industrie manufacturière, énergie, santé, industries culturelles, prévention des risques, urbanisme, climat, etc.). Il en découle que l'avenir en la matière passe en grande partie par la conception de systèmes innovants (par exemple des systèmes d'autonomie assistée pour personnes âgées), plutôt que par la fabrication de composants. Or cela est favorable aux pays européens qui disposent des compétences pour réaliser des systèmes, des réseaux et former du personnel avec des capacités d'intégration. Le potentiel de développement des systèmes innovants apparaît ainsi prometteur en Europe, d'autant plus qu'il constitue un considérable gisement d'emplois¹. De fait, le critère du contenu en emploi demeure bien évidemment de première importance pour le choix d'une filière ou d'un domaine thématique.

Le degré de spécialisation

À côté du problème du ciblage sectoriel ou thématique se trouve aussi posée la question délicate du degré de spécialisation visé. D'un côté, une trop faible spécialisation est sous-optimale car elle ne permet pas d'atteindre les masses critiques nécessaires sur le plan de la compétitivité. De l'autre, une trop forte spécialisation est également à éviter car un degré minimal de variété et de redondance est nécessaire pour produire les résultats scientifiques et alimenter le potentiel d'innovation à long terme, dans un monde où les trajectoires d'innovation sont de plus en plus multiples et entrecroisées². À cet égard, tout dépend sans doute de la taille du territoire en question car une région de faible dimension est beaucoup plus contrainte de se spécialiser qu'un pays de grande ampleur, qui a au contraire intérêt à préserver une structure relativement diversifiée.

LES EXEMPLES FRANÇAIS ET ALLEMAND

En France, le programme d'investissements d'avenir est une bonne illustration de cette nouvelle manière de concevoir et de cibler la politique industrielle, tant au niveau des objectifs poursuivis que des modalités d'intervention (*encadré 1*).

[1] Cf. la présentation de Gérard Roucairol, vice-président de l'Académie des technologies, lors du séminaire du Centre d'analyse stratégique, le 18 janvier 2011 ; <http://www.strategie.gouv.fr/content/seminaire-dependances-d%E2%80%99avenir-en-france-et-l%E2%80%99etranger>.

[2] Kyriakou D. (2009), "Introduction", in Pontikakis *et al.* (dir.), *op. cit.*, p. 11-18.



Encadré 1

Le programme d'investissements d'avenir : une illustration de la nouvelle conception de la politique industrielle

Les objectifs poursuivis

En France, la démarche qui sous-tend le programme d'investissements d'avenir a été guidée par le souci d'accélérer la transition vers un modèle de développement plus durable basé sur l'économie de la connaissance et l'économie "verte". Les investissements sont ainsi appréciés au regard de leur impact sociétal, dans une perspective de long terme et avec une logique de renouvellement. L'effort d'investissement consenti (35 milliards d'euros) a été ciblé sur quatre axes prioritaires : l'enseignement supérieur, la recherche et la formation (18,9 milliards) ; les filières industrielles et les PME (6,5 milliards) ; le développement durable (5,1 milliards) et l'économie numérique (4,5 milliards). Ces priorités stratégiques recouvrent à la fois une démarche transversale d'investissement dans l'enseignement et la recherche mais aussi des dimensions thématiques où l'innovation doit permettre d'assurer sur le long terme un positionnement compétitif du tissu industriel français (économie numérique, énergies propres et transports moins polluants, santé et biotechnologies)¹. Ce ciblage se traduit également par la volonté de renforcer les liens entre les différents acteurs de l'innovation (notamment entre la recherche publique et privée et entre les PME et les grands groupes), afin de faire émerger de véritables "écosystèmes".

Les modalités d'intervention

Concernant la nature de l'intervention publique, le programme d'investissements d'avenir marque un véritable tournant qualitatif dans la conception de la politique industrielle. Tout d'abord, celle-ci repose sur une logique d'apprentissage en continu. Il n'y a pas de calendrier pré-établi mais un engagement progressif des ressources en fonction de la nature et des évaluations intermédiaires des projets. Autre élément novateur, la démarche repose sur une logique ascendante (*bottom-up*) et sélective basée sur l'appel à projets nationaux. Dans le processus de sélection, l'attention est portée sur la qualité intrinsèque des projets mais également sur l'existence d'effets d'entraînement. Ainsi, les modalités de financement adoptées visent à favoriser la création d'actifs² (logique de

[1] Lorsque les actions thématiques sont prises en compte, l'effort d'investissement dans la recherche et l'enseignement supérieur s'élève à 22,2 milliards d'euros. Il vient notamment en complément des actions précédemment engagées dans le cadre de la loi relative aux libertés et responsabilités des universités (LRU) et de l'opération Campus.

[2] Les dotations consommables et les subventions ne représentent que 40 % des financements et sont assorties, le plus souvent, de clauses de retour financier ou d'intéressement au succès de la technologie subventionnée.

co-investissement) et les effets de levier¹ (vis-à-vis des financements privés ainsi que des financements des collectivités locales).

L'originalité du programme réside également dans la méthode de gouvernance adoptée. Les 35 "actions" engagées ont fait l'objet de conventions signées entre le Commissariat général à l'Investissement (CGI) et les dix opérateurs publics chargés de conduire le processus de sélection. Ces conventions qui précisent, action par action, les objectifs poursuivis, les critères d'évaluation des projets, les processus de sélection, puis de suivi et enfin d'évaluation *a posteriori* permettent ainsi au CGI de jouer un véritable rôle d'intégrateur.

Ce programme constitue un moyen d'autant plus opportun de renforcer la dimension publique de ciblage qu'un pays tel que l'Allemagne pratique désormais une politique technologique relativement sélective, notamment depuis que l'État fédéral a cessé, en 1992, de proposer des avantages fiscaux à la R & D et, plus encore peut-être, depuis le lancement en 2006 de la *High-tech Strategie* (encadré 2). En l'espèce, l'orientation d'ensemble est conçue moins en fonction des découpages sectoriels traditionnels que de grands besoins sociétaux et, depuis 2010, en vue sinon de buts précis, du moins de champs d'action prioritaires.



Encadré 2

La *High-tech Strategie*, ou la mise en place d'une véritable politique intégrée de recherche et d'innovation en Allemagne

Un enjeu majeur en termes de *leadership* technologique

Du point de vue allemand, l'enjeu pour la politique de recherche et d'innovation est double. D'un côté, il consiste à maintenir l'effort d'innovation pour conserver le leadership dans les domaines à intensité technologique moyenne/supérieure (automobile, chimie, électrotechnique et construction mécanique). De l'autre, il s'agit de rattraper les retards accumulés à la fois dans les services intensifs en savoir, où l'Allemagne présente des faiblesses marquées, et dans les technologies de pointe, où elle n'a réduit qu'une partie de son retard au cours de la décennie écoulée et se situe dans la moyenne de l'UE-15. En ce sens, il s'agit au moins autant de promouvoir les technologies d'avenir que d'assurer la pérennité des structures existantes.

[1] Selon le CGI, l'investissement global devrait être compris entre 60 et 70 milliards d'euros, dont 35 milliards d'euros de crédits publics.

Mise en place du dispositif d'ensemble : la première phase de la stratégie (2006-2009)

Dans cette optique et à travers sa *High-tech Strategie* (HTS), l'Allemagne a pour la première fois mis en place une stratégie nationale d'ensemble, rassemblant les principaux acteurs de son système d'innovation. Cette initiative revient en effet à situer dans un cadre pluriannuel la politique de recherche et d'innovation élaborée par le gouvernement fédéral, en concertation avec les Länder, les organismes publics de recherche et le monde de l'entreprise. Elle a fixé un ensemble d'objectifs, de priorités et mis en place une série d'instruments *ad hoc*. Telle qu'elle a été lancée au départ, sur une période de quatre ans correspondant à la durée de la précédente législature (2006-2009), la HTS prévoyait un financement public de 14,6 milliards d'euros dans 17 domaines prioritaires¹. À caractère interministériel, cette stratégie procède d'une approche intégrée qui porte à la fois sur les conditions-cadres et sur les dispositifs d'aide publique, et prend en compte aussi bien les évolutions technologiques et scientifiques que les besoins sociétaux et économiques. Dans cette première phase, la coordination interministérielle a toutefois rencontré des difficultés de mise en œuvre et la HTS a été considérée comme insuffisamment ciblée.

Une deuxième phase recadrée et plus ciblée : la *High-tech Strategie 2020*

À la mi-2010, le gouvernement fédéral a lancé le prolongement de cette stratégie, dans une optique de continuité mais aussi avec le souci d'y apporter des compléments, d'y accroître la dimension de dialogue avec la société et de concentrer davantage les moyens. Le dispositif s'en trouve réorienté vers des missions, avec en vue cette fois des champs d'action prioritaire pour les pouvoirs publics, et non plus des domaines technologiques ou des programmes de recherche, comme précédemment. Intitulée *High-tech Strategie 2020*, cette deuxième phase comporte en outre de nouveaux accents concernant le développement ciblé du système allemand de recherche et d'innovation. La HTS 2020 est en effet focalisée sur cinq domaines transversaux (santé/alimentation, énergie/préservation du climat, sécurité, mobilité, communication), qui constituent des systèmes d'innovation sectoriels, dans lesquels les acteurs de la recherche, de l'entreprise et du monde politique définissent et mettent

[1] Aéronautique, recherche sur la santé et technique médicale, astronautique, sécurité, biotechnologies, services, énergie, technologies de l'information et de la communication, microsystèmes, technologies maritimes, nanotechnologies, technologies des matériaux, optique, technologies de la production (robotique, etc.), plantes (agronomie, ingénierie végétale, etc.), véhicules/transports, recherche sur le climat/technologies de l'environnement.

en œuvre de concert les principales mesures et les principaux programmes et projets concernés. En somme, la HTS 2020 procède d'une démarche orientée vers des missions, avec en vue cinq domaines prioritaires conçus comme autant de "défis globaux".

Un processus stratégique resté malgré tout complexe et relativement flou

Le processus stratégique y est ordonné en fonction d'un découpage à trois niveaux, avec premièrement les domaines transversaux ("grands défis"), deuxièmement les programmes-cadres et troisièmement les programmes d'aide, étant précisé que le niveau des programmes-cadres permet de concrétiser le calendrier des priorités et programmes d'aide. Toutefois, les 38 lignes d'action spécifiques qui ont été prévues pour décliner les cinq grands domaines transversaux sont considérées comme trop nombreuses par la commission d'experts pour la recherche et l'innovation (EFI) mandatée par le gouvernement fédéral, dans son dernier rapport annuel. Selon ce document, il est difficile d'apprécier lesquelles de ces lignes d'action revêtent une haute importance stratégique et lesquelles ont plutôt un caractère opérationnel. Dans un contexte de budgets publics contraints, il serait douteux que ces 38 lignes d'action puissent toutes être menées avec succès. Ledit rapport préconise de clarifier les responsabilités des différents ministères concernés, sachant qu'actuellement, pour chaque grand domaine considéré, il existe une multiplicité de stratégies concernant tantôt des technologies-clés, tantôt des projets transversaux et des conditions-cadres, tantôt aussi des "projets d'avenir" (*Zukunftsprojekte*). Les experts conseillent en outre de préciser certains des termes utilisés, dont ceux de "lignes d'action", de "projets d'avenir" et de "technologies-clés", ainsi que leurs liens avec les grands défis retenus. Pour cet ensemble de raisons et malgré son ciblage global en vue de seulement cinq grands domaines, la HTS 2020 présenterait un trop grand flou et une trop grande complexité, rendant plus difficile la mise en œuvre des concepts retenus et leur nécessaire évaluation.

Principales sources : BMBF (2010), *Ideen Innovation Wachstum – Hightech-Strategie 2020 für Deutschland*, Bonn/Berlin ; EFI (2011 et 2010): *Expertenkommission Forschung und Innovation, Gutachten zu Forschung, Innovation und technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands*, Berlin

➤ LA SÉLECTION DES PROJETS INNOVANTS

La définition de grandes orientations de la politique industrielle se poursuit par la sélection fine de “bons” projets, c’est-à-dire ceux qui permettront de développer des avantages compétitifs durables et qui n’auraient pas pu voir le jour sans un soutien public. Or cette tâche est d’autant plus difficile que lesdits projets sont particulièrement risqués et d’assez long terme.

Si dans tous les pays des fonds publics sont spécifiquement dédiés au financement de projets innovants, le rôle de l’État en matière de sélection est loin d’être uniforme. Il dépend notamment de la nature du financement public (aides directes, mesures fiscales, investissement en capital) et des bénéficiaires (entreprises ou opérateurs de capital-risque).

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, pays où l’industrie du capital-risque est bien développée, la gestion des investissements d’avenir est principalement déléguée à des fonds privés spécialisés dans le financement de l’innovation. L’État intervient ainsi en co-financement des investissements mais n’a pas de rôle direct dans la sélection des entreprises porteuses de projets¹.

En Finlande, le financement de l’innovation passe également largement par l’industrie du capital-risque mais les opérateurs publics jouent aussi un rôle direct dans la sélection et le financement des porteurs de projets², aux stades les plus précoces.

En France et en Allemagne, le capital-risque est relativement moins développé³ : la sélection des projets innovants est plus largement confiée aux pouvoirs publics (groupe bancaire KfW, gouvernement fédéral et *Länder* en Allemagne ; agences telles qu’Oséo en France).

Ces opérateurs publics, qui sont souvent spécialisés, doivent en pratique définir leurs propres critères de sélection en fonction de leurs missions spécifiques. À cet égard, il n’existe donc pas de méthode générale. Cela vaut

[1] Aux États-Unis, les *Small Business Investment Companies* (SBIC), fonds de capital-risque financés par capitaux publics et privés (2/3 et 1/3) et bénéficiant de conditions fiscales particulières, jouent un rôle essentiel dans le financement de projets innovants. Au Royaume-Uni, le *UK Investment Fund* créé en 2009 pour financer des projets à haut potentiel à long terme est géré par deux fonds de fonds (*Hermes Private Equity* pour le secteur des *cleantech* et des technologies sobres en carbone et le Fonds européen d’investissement pour les secteurs des TIC et des biotechnologies).

[2] Le Sitra, fonds national de Recherche et Développement, intervient directement dans le financement en fonds propres des entreprises tandis que le Tekes, agence nationale de la technologie, finance directement les projets innovants des entreprises (principalement *via* des subventions et prêts).

[3] La *Note d’analyse* suivante (n° 237) aborde plus spécifiquement la question du développement du capital amorçage en France.

en particulier dans le cas du programme français d'investissements d'avenir, où les processus de sélection des projets sont définis action par action dans le cadre des conventions signées entre le CGI et les opérateurs publics. Au regard des pratiques observées dans différents pays européens (*voir notamment les encadrés 1 et 2 et l'annexe de cette note*), trois grands principes peuvent cependant être mis en avant pour orienter les processus de sélection des projets. Ils peuvent être utiles au CGI dans ses missions actuelles mais ont aussi vocation à alimenter le débat sur l'évolution future du dispositif.

PROPOSITION ①

Privilégier l'innovation de rupture mais sans préjugé technologique ou sectoriel.

Si l'innovation n'implique pas de faire table rase de l'existant, la référence aux situations établies implique en elle-même un biais conservateur. Indispensable pour le maintien ou la création d'avantages compétitifs durables, la production d'innovations radicales implique de favoriser systématiquement les démarches les plus innovantes et l'esprit de créativité, de façon à sortir des schémas routiniers¹. La politique industrielle ne saurait cependant se réduire aux technologies de pointe ou aux productions de haut de gamme. Elle peut *a priori* s'appliquer à tout secteur, quel que soit sa maturité et y compris dans les services. L'expérience montre en effet qu'une grande part des innovations de rupture – telle automobile (compagnie aérienne, gamme d'hôtels...) à bas coût, tel réseau social en ligne – repose sur une appréhension novatrice des usages et, au fond, sur une dimension non technologique (modèle d'affaires, design, etc.).

PROPOSITION ②

Sélectionner les projets non seulement à l'aune de critères de rentabilité financière ou d'excellence technologique mais également en fonction de :

- leurs effets potentiels sur leur environnement (externalités) ;
- la qualité des ressources humaines associées (capacité de gestion, créativité).

[1] Cela implique de prendre des risques et d'assumer les inévitables échecs qui vont de pair. En conséquence, la réussite du programme d'investissements d'avenir ne doit pas être évaluée uniquement à l'aune de tel ou tel projet individuel.

Un projet doit sans doute convaincre tout d'abord de sa viabilité financière. En général, cependant, ses perspectives de rentabilité interne sont difficiles à apprécier, compte tenu notamment de l'incertitude entourant les technologies et marchés de demain. Dès lors, les pouvoirs publics doivent intégrer d'emblée l'éventualité d'un échec et, le cas échéant, suspendre sans délai un financement. Cela dit, une autre erreur serait de sous-estimer *a priori* les débouchés prévisibles, en appréciant la valeur d'un projet uniquement au regard de sa rentabilité interne. En effet, le potentiel économique d'un projet dépend fortement de sa position dans les chaînes de valeur ajoutée et des effets d'entraînement qu'il peut avoir à l'échelle d'un territoire. À cet égard, les projets "collaboratifs" méritent une attention particulière, dans la mesure où ils permettent la mise en réseau et le décloisonnement des acteurs de l'innovation.

Par ailleurs, l'appréciation des risques encourus doit être effectuée en mobilisant l'ensemble des informations disponibles. Ainsi, bien que souvent incontournables, les critères d'excellence technologique ou scientifique ne sont pas suffisants pour juger de la qualité d'un projet. Celle-ci doit également être évaluée au regard des compétences des équipes concernées, notamment sous l'angle de la créativité collective et de la capacité de gestion. Cette phase de sélection des projets, qui implique un échange d'information avec les pouvoirs publics, confirme du reste que la politique industrielle constitue désormais un processus d'apprentissage mutuel.

PROPOSITION 3

Concevoir les prochains dispositifs d'"investissements d'avenir" au niveau européen.

Si le dispositif de gouvernance mis en place pour piloter les investissements d'avenir fait ses preuves, il conviendra de le prolonger mais aussi de le faire évoluer, notamment en renforçant sa dimension européenne. En effet, le principe de subsidiarité ne doit pas seulement conduire à plaider pour des solutions de proximité. Gage d'efficacité, il signifie aussi qu'il est préférable d'organiser à l'échelon européen les projets dont l'envergure – en termes de moyens humains et financiers et de résultats économiques potentiels – dépasse l'horizon des régions ou des nations. Concrètement, il s'agit par exemple d'ouvrir les appels d'offres concernés à des candidats résidant dans d'autres pays de l'UE, soit dans un cadre communautaire, soit au sein de consortiums temporaires et *ad hoc*, gages de réciprocité. Souple, une telle formule semble plus réaliste que

la création de nouveaux “champions européens” de type EADS. Elle pourrait être portée par des investisseurs institutionnels publics tels que la Banque européenne d’investissement (BEI), la Caisse des dépôts (CDC) ou Oséo du côté français, la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) en Italie, le groupe bancaire KfW en Allemagne ou le Tekes en Finlande. Fournissant des aides directes, un tel dispositif compléterait le Fonds européen d’investissement (FEI), qui a été créé en 1994 et qui intervient de son côté plutôt sous l’angle du financement en capitaux propres.

À défaut d’accord sur un financement communautaire, il conviendrait *a minima* d’engager une véritable réflexion commune sur les “investissements d’avenir” dans un cadre intergouvernemental. Dans cette perspective, des initiatives bilatérales pionnières devraient au moins permettre, par étapes successives, d’approfondir la connaissance réciproque des différents dispositifs européens, d’échanger les bonnes pratiques et, au-delà, de coordonner les programmes publics concernés, puis de les faire converger, voire fusionner en partie. La relance du partenariat franco-allemand pourrait y contribuer utilement.



Estelle Dhont-Peltrault et Rémi Lallement,
département Économie-Finances

ANNEXE

QUELQUES EXEMPLES EUROPÉENS EN MATIÈRE DE SÉLECTION DES PROJETS INNOVANTS

A.1. Les critères de sélection pour les aides directes aux investissements d'avenir gérées par Oséo

Principale agence de financement de la RDI en France, Oséo a financé en 2010 environ 4 000 projets innovants pour un montant total de 650 millions d'euros, dont 430 en subventions ou avances remboursables pour le soutien direct à l'innovation des entreprises, 140 pour les projets collaboratifs portés par les entreprises de taille intermédiaire (programmes Innovation Stratégique Industrielle) et 80 millions de subventions au titre du fonds unique interministériel (FUI) pour financer les projets collaboratifs des pôles de compétitivité. Les aides directes à l'innovation sont complétées par des interventions en garantie des prêts bancaires et cofinancements aux côtés des établissements bancaires et financiers. Oséo joue un rôle fondamental dans la mise en œuvre du Programme d'investissement d'avenir (PIA) et gère 2,44 milliards d'euros au titre du volet "Filières industrielles et PME".

Le ciblage des aides directes

Les financements directs sont orientés sur les projets répondant aux critères suivants :

- projets ne pouvant être aidés par d'autres instruments financiers ;
- projets portés par des PME ou des entreprises de taille intermédiaire ;
- projets présentant un fort retour sur investissement tant au niveau financier qu'aux niveaux sociétal ou territorial ;
- projets susceptibles de structurer les filières industrielles ;
- projets collaboratifs (démarche d'innovation ouverte ou partenariats public-privé).

Le processus de sélection

Deux grands critères de sélection sont mobilisés :

- une analyse des risques portés par les projets au niveau de cinq grandes composantes : scientifique et technologique, financière, de marché, juridique et managériale ;
- une cotation des enjeux basés sur la position du projet en termes technologiques mais aussi sur le plan de l'analyse de la filière et au regard des retombées sociétales.

Source principale : Oséo (www.oseo.fr) et présentation de Laure Reinhart (directeur général délégué d'Oséo) lors du séminaire du CAS, le 18 janvier 2011 (www.strategie.gouv.fr/content/seminairedepenses-d%E2%80%99avenir-en-france-et-%E2%80%99etranger)

A.2. La sélection par concours des "clusters de pointe" en Allemagne

Lancé en 2007 par le ministère fédéral chargé de la Recherche (BMBF), dans le cadre de la *High-tech Strategie* déjà évoquée (encadré 2), le concours des *Spitzencluster* vise à placer dans le cercle étroit des leaders mondiaux les "écosystèmes" d'innovation allemands les plus performants, c'est-à-dire ceux qui sont les plus à même de transformer leur potentiel régional d'innovation en capacité à créer, à long terme, valeur ajoutée et emplois. À cet effet, trois concours successifs sont programmés à intervalle d'un an à un an et demi et dotés chacun d'un budget de 200 millions d'euros à répartir entre cinq lauréats et pour une durée limitée chaque fois à cinq ans¹.

(1) À l'issue des deux premiers concours, mi-2008 et début 2010, les dix élus sélectionnés par un jury international indépendant concernent les biotechnologies (médecine personnalisée en oncologie) dans la région Rhin-Neckar (BioRN), la logistique dans la Ruhr (*EffizienzCluster LogistikRuhr*), l'électronique

Les critères de sélection retenus par le BMBF portent surtout sur la présence de chaînes de valeur ajoutée et sur l'implication des acteurs clés dans le système d'innovation régional. Ils concernent les points suivants :

- l'implication financière significative des entreprises et d'investisseurs privés ;
- des projets planifiés sur la base de forces existantes et conduisant à des changements durables ;
- un accroissement de la capacité d'innovation et d'atouts spécifiques porteurs de compétitivité et d'une position de leadership international ;
- des mesures visant à développer et expérimenter des formes de coopération innovantes (y compris en matière de management professionnalisé du cluster) ;
- et, enfin, les mesures concernant spécifiquement le cluster sur le plan de la formation, de la qualification et de la promotion de jeunes talents.

Il est précisé qu'aucun ciblage thématique n'est imposé *a priori* : la prime revient aux concurrents les plus convaincants, dans leurs domaines respectifs.

Source principale : BMBF (2010), Deutschlands Spitzencluster / Germany's Leading-Edge Clusters, Berlin

A.3. La stratégie de financement de l'innovation par le Tekes en Finlande

Le Tekes est la principale agence publique de financement de la RDI en Finlande. En 2010, l'agence a financé près de 1 900 projets pour un montant total de 633 millions d'euros, dont 70 % à destination des entreprises.

La stratégie mise en œuvre par le Tekes s'appuie sur une vision large des activités d'innovation. Ainsi, en 2010, 52 % des financements alloués aux entreprises concernaient le secteur des services et 42 % du financement total était lié à des aspects non techniques du développement des entreprises (image de marque, gestion et organisation du travail, conception, comportement des consommateurs, etc.). L'agence soutient les projets novateurs et très risqués. Elle fournit également des conseils aux entreprises pour la mise en œuvre de leurs processus d'innovation et favorise la mise en réseau des acteurs de la recherche finlandaise. En complément de ces financements, le Tekes a mis en place depuis 2006 des plates-formes de coopération entre les entreprises innovantes et la recherche académique. L'objectif de ces "centres stratégiques pour la science, la technologie et l'innovation" (SHOKs) est de répondre par des innovations de rupture aux transformations socioéconomiques devant survenir dans les cinq à dix prochaines années. En 2010, le financement des SHOKs s'élève à 99 millions d'euros et concerne six grands domaines stratégiques : information et communication (36,5 millions), produits métalliques et génie mécanique (28,4 millions), santé et bien-être (13,0 millions), énergie et environnement (10,7 millions), forêt (8,5 millions) et bâtiment durable (5,4 millions).

La nouvelle stratégie *Growth and Well Being for Renewal* lancée en mars 2011 se décline autour de six grands principes :

- donner la priorité aux PME cherchant à se développer (environ un tiers du financement accordé aux entreprises ira à des projets portés par de jeunes PME) ;
- renforcer le ciblage des financements sur les projets très novateurs et à risque élevé ;

organique dans la région Rhin-Neckar (*Forum Organic electronics*), l'aéronautique dans la région d'Hambourg (Luftfahrtcluster Metropolregion Hamburg), la technologie médicale du côté de Nuremberg (Medical Valley EMN), la technologie des microsystèmes en Bade-Wurtemberg (MicroTEC Südwest), les biotechnologies à Munich (Munich Biotech Cluster m4), le logiciel dans la région de Darmstadt, Walldorf, Kaiserslautern, Karlsruhe et Sarrebruck (Software-Cluster), le photovoltaïque en Saxe, Saxe-Anhalt et Thuringe (Solarvalley Mitteldeutschland) et la micro/nanoélectronique (pour l'efficacité énergétique) en Saxe (Cool Silicon).

LA CROISSANCE DE DEMAIN

- accorder la même importance aux services qu'à l'industrie, aux investissements immatériels qu'aux développements technologiques ;
- favoriser la coopération internationale en matière de RDI ;
- adopter des modalités de financements plus souples permettant de renforcer le rôle des utilisateurs et d'accélérer l'appropriation des résultats de la recherche ;
- renforcer le rôle du Tekes dans la mise en réseau des acteurs de l'innovation.

Cette stratégie s'inscrit ainsi résolument dans une approche *bottom-up* où les domaines stratégiques sont choisis en collaboration avec l'ensemble des acteurs de l'innovation (entreprises, organisations professionnelles, associations, universités, instituts de recherche, etc.). Près de la moitié du budget total du Tekes sera consacrée à la recherche multidisciplinaire dans trois domaines thématiques (ressources naturelles et économie durable, vitalité des individus, environnements intelligents) et trois dimensions du processus d'innovation (l'insertion des entreprises dans des réseaux de valeur à l'échelle internationale, la création de valeur basée sur les services et les actifs intangibles, le rôle des TIC dans le renouvellement des services et de la production).

La sélection des projets présentés par les entreprises se fait selon un processus concurrentiel à partir d'une évaluation de la viabilité du projet, de la technologie utilisée, de la valeur commerciale potentielle, des autres retombées attendues mais également de la qualité du porteur de projet.

Source principale : Tekes, www.tekes.fi/en/community/Home/351/Home/473/

***Business angels* et capital-risque en France : les enjeux fiscaux**

Les barrières administratives à la création d'entreprises ont été fortement allégées en France au cours des dernières années. Pour que cette politique porte tous ses fruits en matière d'innovation, la qualité du financement est décisive. Elle permet notamment d'orienter vers la création des compétences rares, souvent attirées aujourd'hui vers la grande entreprise ou la fonction publique. La chaîne du financement des "jeunes pousses" a notamment besoin des *business angels* – personnes extérieures à la sphère privée (famille, amis, etc.), dont la surface financière est suffisante pour engager des investissements à haut risque et haut rendement. Leur assise financière assure aux entrepreneurs un niveau de revenu minimal au cours des deux ou trois années nécessaires au décollage d'un concept innovant. Aux États-Unis, ces investisseurs "amorcent" chaque année plusieurs dizaines de milliers de projets avec des apports moyens de 100 000 à 200 000 dollars. Plus en aval, sur cette chaîne sélective du financement, les fonds de capital-risque prennent le relais, avec des sommes supérieures à 1 million de dollars, pour accompagner le développement des 3 000 à 4 000 projets à plus fort potentiel. Plus en aval encore, le rachat ou la cotation permettent la valorisation des entreprises matures et performantes. Ni la France ni l'Europe continentale ne disposent d'une chaîne de financement de cette envergure. Les *business angels* sont en moindre nombre et interviennent sur des montants de l'ordre de 40 000 euros en moyenne. En sortie, le marché des valeurs de croissance demeure segmenté et peu liquide.

Cette note aborde les enjeux fiscaux qui permettraient de drainer l'épargne des plus fortunés vers l'accompagnement et le financement des entreprises en démarrage, soit de façon directe, soit *via* des fonds spécialisés. Le cadre d'incitation actuel est fragmenté par véhicules financiers et relativement

instable. Par ailleurs, l'agrément dont bénéficient les investisseurs est renégocié régulièrement, ce qui crée une incertitude sur la pérennité de ces dispositifs. Dans ce contexte, la définition de quelques principes éviterait la stratification des dispositifs qui nuit à leur efficacité.

► PROPOSITIONS

- 1 Limiter les crédits d'impôt (incitatifs à l'entrée des investisseurs) à la part des investissements les plus risqués, effectivement orientés vers les entreprises en phase d'amorçage, et augmenter les plafonds de réduction d'impôt.
- 2 Généraliser les réductions d'imposition sur les plus-values à l'ensemble des apports en numéraire en faveur des PME non cotées.

► LES ENJEUX

En France, et en général en Europe, on observe un retard dans les financements véritablement ciblés sur l'investissement d'amorçage et le monitoring des entreprises innovantes. Dans le cas français, la structure d'investissement directe et indirecte (*via* des fonds) est très déséquilibrée : le faible nombre d'investisseurs directs au stade très précoce réduit le vivier de projets à fort potentiel, la rentabilité et les chances de valorisation ultérieure de ces entreprises. Les fonds spécialisés de capital-risque ne se substituent pas à ce maillon manquant et desservent très peu les phases préliminaires. Face à ce constat, il apparaît que les incitations fiscales existantes tournent en partie les investisseurs vers des investissements fiscalement mais non économiquement rentables. Prennent-elles aujourd'hui suffisamment en compte la différenciation des métiers ? Ne doit-on pas les conditionner davantage au risque pris par l'investisseur et à sa contribution réelle à l'accompagnement d'activités naissantes ?

► **LE BESOIN DE CIRCUITS DE FINANCEMENT DÉDIÉS À L'AMORÇAGE**

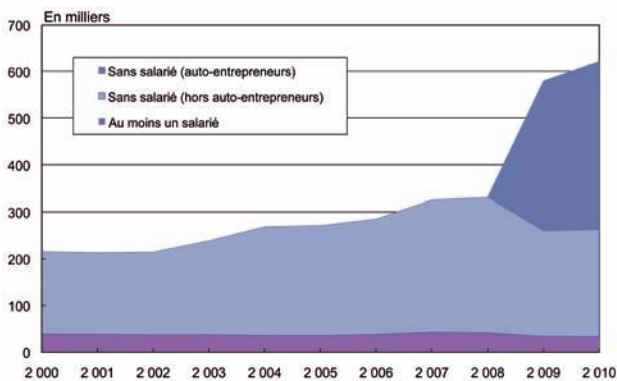
(**Quelques constats autour de la création d'entreprises en France**

L'impact de la création d'entreprises sur l'innovation, la croissance et l'emploi est extrêmement variable d'un pays à l'autre. Cette contribution dépend de

la densité des entreprises à fort potentiel de développement. En France, la création d'entreprises, de l'ordre de 200 000 par an depuis les années 1990, a sensiblement augmenté depuis 2005 avec les facilités successives réduisant les barrières d'enregistrement pour les entrepreneurs. L'explosion du nombre d'auto-entrepreneurs depuis 2009 confirme cette vitalité. Ce mouvement participe à la diffusion d'une culture de projets et estompe les frontières entre salariat et entrepreneuriat. En revanche, lorsque l'on resserre l'observation sur les entreprises créées avec au moins un salarié (*graphique 1*), ou que l'on mesure la part des créations dans les domaines à forte intensité technologique, stable à 5 % depuis quinze ans, d'importantes marges de progression apparaissent.



Graphique 1
Créations d'entreprises avec ou sans salarié



Source : INSEE

Nombre d'analystes s'accordent pour reconnaître que la structure de la grande entreprise n'est pas toujours la plus favorable à l'innovation de rupture¹. Or, pour des économies matures, qui ont épuisé le moteur du rattrapage², la créativité dans le domaine des produits et services est un élément décisif de la compétitivité. Un tel objectif suppose que l'innovation soit en partie animée par de nouvelles entreprises entrantes. Pour qu'un tel processus se développe

[1] Baumol W. [2001], *The Free-Market Innovation Machine. Analysing the Growth Miracle of Capitalism*, Princeton University Press ; Christensen C. M. [1997], *The Innovator's Dilemma. When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Harvard Business School.

[2] Économies qualifiées aussi de "proches de la frontière technologique", voir notamment Aghion P. et Cohen E. [2004], *Éducation et croissance*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 46, Paris, La Documentation française.

et attire à lui les meilleures compétences, des circuits de financement privés dédiés doivent être organisés, avec un soutien fiscal important de la puissance publique, comme le montrent les références emblématiques d'Israël ou des États-Unis.



Encadré 1

L'impact du mode de financement sur le processus d'innovation

L'analyse de l'impact du capital-risque a fait l'objet d'un nombre important de recherches empiriques. Engel¹ montre par exemple qu'il agit positivement sur les perspectives de croissance des entreprises. Le capital-risque favoriserait aussi l'innovation de rupture au sein des entreprises, en facilitant l'émergence de nouveaux produits et un positionnement rapide sur le marché². Kortum et Lerner³ observent ainsi que les firmes soutenues par du capital-risque aux États-Unis sont en moyenne trois fois plus innovantes que leurs consœurs. Romain et Van Pottelsberghe de la Potterie⁴ montrent, à propos de seize pays de l'OCDE, que la hausse du stock d'investissement en capital-risque explique de manière significative la croissance de la productivité totale des facteurs sur la décennie 1990, à travers deux principaux canaux : en favorisant le développement expérimental et l'innovation, et en concourant à une meilleure "absorption" par les firmes des connaissances élaborées par des institutions de recherche publiques et privées.



Un problème d'asymétrie d'information particulièrement aigu dans les activités innovantes

Les contraintes financières des entreprises innovantes en phase de création sont d'une intensité particulière compte tenu de l'asymétrie d'information entre l'investisseur et l'entrepreneur. L'accès restreint aux financements externes provient en premier lieu de la difficulté à évaluer le marché futur des entreprises innovantes, l'entrepreneur disposant d'une meilleure vision prospective de son entreprise qu'un bailleur de fonds extérieur. La proportion

[1] Engel D. [2002], "The impact of venture capital on firm growth: An empirical investigation", *ZEW Discussion Paper*, n° 02-02.

[2] Hellmann T. et Puri M. [2000], "The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital", *Review of Financial Studies*, 13(4), p. 959-984.

[3] Kortum S. et Lerner J. [2000], "Assessing the contribution of venture capital to innovation", *Rand Journal of Economics*, 31, p. 674-692.

[4] Romain A. et Van Pottelsberghe de la Potterie B. [2004], "The economic impact of venture capital", *Working Papers*, CEB 04-014.RS, université libre de Bruxelles.

élevée d'actifs intangibles mis en jeu dans le processus d'innovation aggrave cette asymétrie d'information. Cette difficulté entraîne des coûts importants d'assurance ou de contractualisation. En second lieu, le caractère différé du retour sur investissement, d'autant plus marqué que l'apport de fonds se produit à un stade précoce du projet, crée une restriction. Celle-ci est enfin accentuée par la faiblesse des collatéraux pour le financeur, notamment en cas de projets à forte teneur immatérielle, ce qui exclut largement le recours à la dette bancaire.

La présence d'intermédiaires spécialisés, comme les *business angels* et les sociétés de capital-risque, à même d'étudier de manière approfondie une stratégie d'affaires, de sélectionner de façon exigeante les projets prometteurs, d'assurer leur suivi, d'apporter du conseil, de prendre part au management et d'organiser la syndication des financements, réduit cette incertitude¹.

Une chaîne de financement et d'expertise qui doit se poursuivre à travers les différents stades de développement de l'entreprise

L'écosystème de l'amorçage suppose toute une chaîne de financement. La possibilité d'une prise de relais par les différentes catégories d'intervenants est décisive pour permettre la liquidité et la rentabilité de cette activité et assurer le développement des projets à fort potentiel.



Encadré 2

Définition des étapes du capital-investissement : la chaîne de financement

Le **capital de départ** provient généralement des propres fonds de l'entrepreneur ou de son cercle familial, d'un prêt bancaire, ou de l'octroi d'aides publiques à la R&D². Le **capital d'amorçage provient le plus souvent des *business angels*** qui interviennent très en amont du processus de financement, permettant notamment aux créateurs de faire la preuve du concept technologique ou commercial. Il s'agit de personnes physiques qui investissent directement une part de leur patrimoine dans des entreprises innovantes, à

[1] Aghion P. et Bolton P. [1992], « An incomplete contracts approach to financial contracting », *The Review of Economic Studies*, 59(3), p. 473-494 ; Montchaud S. [2004], *Risques et innovations*, Centre d'économie et de finances internationales (CEFI).

[2] En France, les principaux recours dans l'accompagnement à la création d'entreprises sont Oséo (qualification des jeunes pousses en "entreprises innovantes" pour les fonds communs de placement innovant, prêts à la création d'entreprises, pacte PME, etc.), ou la région (incubateurs régionaux).

travers plusieurs instruments de dette ou de fonds propres. Après une forte sélection des entreprises en phase de création/démarrage, leur intervention est souvent suivie d'un accompagnement où ils mettent à disposition leur expérience, leurs compétences stratégiques et leurs réseaux relationnels. De par leur double apport en compétence et en capital, leur plus faible aversion au risque et leur réactivité, ils sont des acteurs importants du financement initial des jeunes entreprises à fort potentiel de croissance.

Le **capital-risque** prend des participations souvent minoritaires au capital d'entreprises déjà juridiquement constituées et disposant d'un fort potentiel de croissance et de rentabilité, pour une durée généralement limitée à celle prévue pour la réussite du projet (trois à sept ans)¹. Ces investisseurs s'exposent aux risques de l'entreprise sans garanties, mais ils mutualisent ces risques au sein d'un fonds. Certains États compensent une part significative des pertes potentielles sous forme de déduction des pertes.

Par la suite, les entreprises peuvent faire appel à du **capital-développement** si besoin, en vue d'accélérer plus avant leur croissance interne ou externe. Une fois mature, l'acquisition, la transmission ou la cession de l'entreprise s'effectue *via* le **capital-transmission** ou *leveraged buy-out* (LBO), ou du capital-retournement en cas de difficulté.

À chaque étape du développement de l'entreprise correspond donc un type d'investisseur spécifique, qui se différencie par le métier qu'il développe et le montant moyen qu'il est prêt à engager, en fonction notamment de son aversion au risque. Très en amont, l'évaluation des paramètres humains, scientifiques et techniques, le conseil personnalisé, les questions d'organisation prennent le dessus sur les enjeux de stratégie financière, qui s'affirment avec la maturité des projets. Les montants concernés sont eux-mêmes croissants avec le développement des entreprises : le schéma suivant décrit les montants en jeu en moyenne aux États-Unis.

[1] On distingue conventionnellement le *early stage*, stade auquel l'idée innovante d'un projet se concrétise et un marché solvable se dessine, et le *mid-stage*, où l'entreprise entre en phase de développement. Le capital-risque peut mordre sur le capital-développement *later-stage*, où l'entreprise a validé le potentiel de son marché. Elle a alors besoin de financements additionnels pour pouvoir accélérer sa croissance interne ou bien externe.



Tableau 1

Sources de financement en fonction du cycle de vie des entreprises

Stade de développement						
	R & D	Prototypes	Amorçage	Start-up	Croissance	Maturité
Source de financement	Gouvernement et universités (10 000 \$ à 500 000 \$) Amis et famille (2 000 \$ - 300 000 \$)					
			Business angels et réseaux (10 000 \$ - 2 000 000 \$)			
				Capital-risque (2 000 000 \$ - 12 000 000 \$)		
						Fusion/acquisition ou IPO : <i>deal</i> moyen 80 000 000 \$ Financement bancaire

Source : National Governors' Association Center for Best Practice

L'absence d'articulation entre les différents compartiments peut créer des ruptures dans la chaîne de financement des PME et réduire la rentabilité espérée des projets très en amont. De surcroît, à défaut d'un marché secondaire actif et liquide, coté ou non coté, toute incitation à la levée de fonds tend à créer une inflation sur les opérations de transmission les moins risquées au lieu d'accroître l'émergence de "nouveaux entrants". Harrison et Mason¹ montrent notamment qu'une complémentarité entre *business angels* et capitaux-risqueurs est bénéfique pour tous les acteurs, y compris pour l'entrepreneur. Une meilleure articulation permet en outre au *business angel* de remédier en partie à sa plus faible rentabilité.

Chaque maillon de l'écosystème est donc indispensable au financement des entreprises à fort potentiel de croissance. Il est nécessaire d'envisager simultanément les problématiques de levée de fonds et de sortie des investissements, puisque ces dernières conditionnent les performances de l'industrie du capital-risque.

[1] Harrison R. et Mason C. [2000], "Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the UK", *Venture Capital*, 2, p. 223-242.

➤ LES POINTS FAIBLES DU FINANCEMENT DE L'AMORÇAGE EN FRANCE

La France se caractérise tout d'abord par le poids très faible des *business angels* dans les phases les plus amont de financement des projets. Il existe potentiellement 350 000 individus ayant la surface financière suffisante pour apporter des fonds propres aux "gazelles" (jeunes entreprises innovantes et prometteuses), c'est-à-dire capables de fournir 100 000 euros au capital d'une entreprise sans s'exposer à plus de 5 %. Mais le nombre de *business angels* est 60 fois inférieur. À cette faible implication des investisseurs directs s'ajoute la faible appétence des fonds d'investissement pour les phases les plus précoces de financement.

↳ L'insuffisance des *business angels* engendre un manque d'encadrement des entreprises en création

En raison du caractère privé de la plupart de ces investissements individuels, il est difficile d'analyser l'ampleur et l'impact de leur intervention. Les principaux chiffres disponibles émanent des réseaux de *business angels*, qui fédèrent de plus en plus d'investisseurs. Ils ne représentent cependant que "la partie émergée de l'iceberg", comme le montre le fossé entre l'estimation du marché total britannique et celle des *business angels* organisés en réseaux (426 contre 63 millions de livres sterling). Cet écart semble toutefois moins marqué en France, où la moitié des *business angels* seraient intégrés à des réseaux. Les *business angels* sont en définitive moins nombreux dans l'Union européenne (75 000) qu'aux États-Unis (265 000), où ils se développent sur la base d'incitations fiscales ciblées et de déductions des pertes¹.

La faiblesse du nombre de *business angels* en France limite leur rôle de réducteurs de l'incertitude, par leur intervention en co-construction avec l'entrepreneur. Les analyses qui existent pour les États-Unis² montrent que leur impact est important sur la survie des entreprises (un tiers de chances de survie en plus durant les quatre premières années), sur leur notoriété et sur leur capacité à être financées par la suite. Leur rôle n'a été reconnu que récemment au sein de l'UE, ce qui explique leur faible poids en comparaison de celui qu'ils ont aux États-Unis.

[1] La moitié des États proposent des crédits d'impôt sous conditions (entreprises de haute technologie, localité, R & D, limite d'investissement, etc.) et pour des montants (15 % à 100 % de l'investissement) très variables. Par ailleurs, le *Subchapter S* constitue également une assurance-risque importante, à travers la déduction des pertes éventuelles de l'ensemble du revenu, au prorata de la participation.

[2] Kerr W., Lerner J. et Schoar A. [2010], "The consequences of entrepreneurial finance: A regression discontinuity analysis", *NBER Working Paper*, n° 15831, mars.

Tableau 2
Quelques données sur les *business angels* dans les réseaux et en dehors

	France	Royaume-Uni	Union européenne	États-Unis
Nombre de réseaux de BA	81	24	334	250
Nombre de BA				
- au sein de réseaux	4 000	5 500	75 000	
- total	8 000	50 000	100 000	265 400
Investissement total BA				
- au sein de réseaux	62,5 millions € (125 millions en co-investis- sement)	62,8 millions € (123,2 millions en co-investis- sement)		
- total		426 millions £	3 ou 4 milliards €	20,1 milliards \$
Montant moyen par BA et par projet	16 000 €	77 000 £ (10 000 à 500 000 £)		76 000 \$ 40 000 \$ (Angel Capital Association)
Nombre de BA par projet	14	2,5		4,3
Nombre d'entre-prises financées	280	307		61 900
Stade d'intervention	75 % de premier tour	50 % de premier tour		41 % de premier tour
Sources	France Angel 2010	British BA Association 2009	European BA Association 2009	Center for Venture Research 2010

BA : *business angels*.

Encadré 3 Le problème de l'“equity gap”

En France, les *business angels* consentent des investissements qui vont habituellement de 5 000 à 500 000 euros¹. Près de 70 % des investissements demeurent inférieurs à 50 000 euros, alors que les montants requis pour créer une société innovante se situent en moyenne autour de 300 000 euros. Afin

[1] Ernst & Young BAS (2007), *Étude sur le financement des jeunes entreprises technologiques par les business angels en France*, rapport final remis au ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche, juin.

de se rapprocher de ces besoins de financement, l'investissement en *pool* est désormais souvent pratiqué par les *business angels*, mais il demeure éloigné de l'investissement moyen consenti en Europe (deux fois plus). Le grand nombre de *business angels* pour chaque projet français peut également être problématique lors des prises de décisions par les investisseurs. De surcroît, le seuil à partir duquel interviennent les capitaux-risqueurs est de plus en plus élevé en Europe (1,5 à 2 millions d'euros). Cette tendance accroît l'écart entre les premiers investissements accessibles et le seuil en dessous duquel les capitaux-risqueurs n'investissent plus ("*equity gap*"). Cela rend plus complexe la recherche de capitaux pour la plupart des créateurs d'entreprises et met en évidence le rôle primordial que jouent les *business angels*. En France, la distribution des financements au stade de démarrage fait apparaître une plage particulièrement faible de financement pour les tranches de capitaux comprises entre 80 000 et 1 million d'euros. Les États-Unis se sont attaqués à cet obstacle dès 1958, où le *Small Business Investment Act*, créant les *Subchapter S* et les SBIC¹, expliquait déjà dans ses objectifs que le capital-risque ne pouvait intervenir dans les créations d'entreprises car les montants nécessaires étaient trop faibles.

Faibles tickets et concentration des investissements du capital-investissement sur les phases aval moins risquées

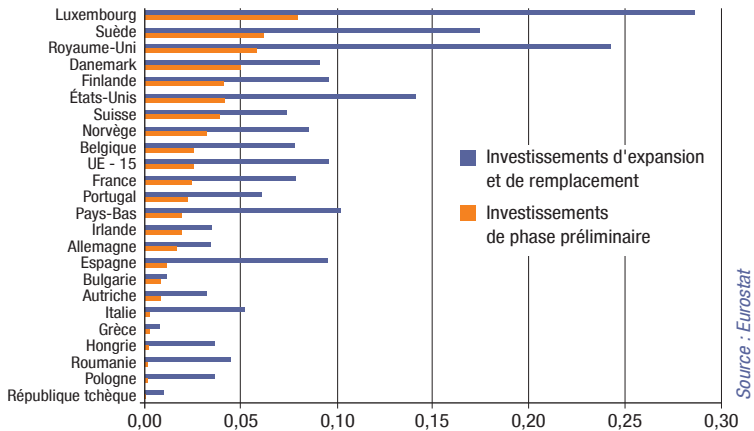
L'industrie française du capital-investissement – qui rassemble le capital-risque, de développement et de transmission –, deuxième marché européen, se porte relativement bien si l'on se réfère à la quantité de fonds globalement levés et investis chaque année. Mais les premières phases de développement de l'entreprise, où se concentrent les risques et l'incertitude, de même que les secteurs de la haute technologie, sont peu soutenus par le capital-investissement. Les flux de financement sont très majoritairement orientés vers le capital-transmission (*graphiques 2 et 3*).

[1] Le *Subchapter S* est une facilité fiscale pour les entrepreneurs : soumis à des critères précis, ceux-ci peuvent choisir de payer l'impôt sur les sociétés ou sur le revenu. Le *Small Business Investment Company Program* vise à favoriser l'émergence de fonds d'investissement professionnels en offrant un effet de levier aux fonds privés.



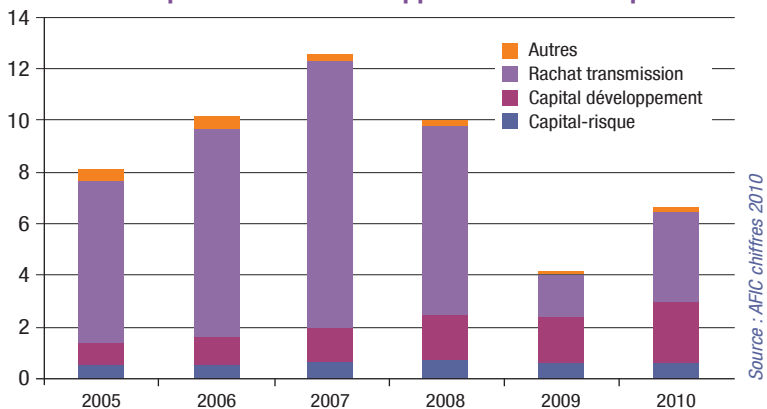
Graphiques 2 et 3

Investissement en phase d'amorçage et de développement, moyenne (2002-2009), en % du PIB



Lors de la période 2002-2009, l'industrie française du capital-risque et développement se situe dans la moyenne européenne pour les montants investis (0,10 % du PIB). Le Royaume-Uni et les pays du Nord se distinguent par les montants investis rapportés au PIB. L'Allemagne, qui se situe en dessous de la moyenne, dispose en revanche d'un niveau relatif et absolu d'investissement dans les phases les plus précoces supérieur à celui de la France ou du Royaume-Uni.

Structure d'investissement du capital-investissement en France, par stade de développement des entreprises



Le capital-risque, après une légère progression de 2005 à 2008, s'est tassé durant la crise, dans une moindre proportion, il est vrai, que dans d'autres pays européens. Plus en aval, le capital-développement a néanmoins continué à progresser.

Les montants investis par opération sont également de faible ampleur en comparaison de ce que l'on observe sur les marchés *leaders*. Le nombre moyen d'entreprises financées par le *venture capital* aux États-Unis a été de 3 750 par an de 1995 à 2010, avec un montant moyen de 6,8 millions de dollars par opération. Au regard de la taille relative de son marché, un nombre élevé d'entreprises ont été financées durant la même période en France (1 160), pour un apport moyen de 1,7 million d'euros (1,5 million d'euros pour le capital-risque et autour de 2,3 millions pour le capital-développement). Cela signifie que la sélectivité est supérieure aux États-Unis : peu d'entreprises financées pour des montants d'investissement supérieurs. Or, pour les jeunes entreprises positionnées sur des innovations de rupture, il est d'autant plus important d'obtenir un financement rapide et conséquent que l'ordre d'arrivée et la vitesse d'expansion sur un segment de marché sont déterminants pour leur développement futur¹.

Une faiblesse de la rentabilité avant impôt au stade de l'amorçage

Les exigences de rendement des investisseurs en capital-risque sont généralement supérieures à celles formulées sur d'autres actifs en raison de l'incertitude pesant sur leur investissement et de leur très faible liquidité. De plus, du fait du contrôle étroit exercé sur les entreprises investies, les portefeuilles sont souvent restreints, ne permettant pas une diversification du risque. Cependant, les performances des fonds de capital-risque présentent une forte hétérogénéité, qui s'explique en partie par la compétence des gestionnaires de fonds mais aussi par la taille de ces fonds, liée directement à l'expertise des équipes².

De ce point de vue, en Europe, et notamment en France, le rendement du capital-investissement, avant prise en compte des avantages fiscaux, est largement inférieur à celui des États-Unis sur les phases les plus précoces. On observe de meilleures performances sur le segment du capital-développement français, qui connaît néanmoins une forte variance selon le "millésime" d'investissement. Les taux de rendement des investissements réalisés de 1988 à 2009 indiquent que la performance du capital-risque est en moyenne négative en France et pratiquement nulle en Europe (*tableau 3 et graphique 4*). En fait, la comparaison avec d'autres classes d'actifs moins risqués, telles que les actions cotées ou les "*small caps*", indique que l'écart de rendement

[1] Dhont E. et Lallement R. [2011], "Investissements d'avenir et politique industrielle en Europe : quel ciblage et quelle sélection des projets innovants ?", *La Note d'analyse*, n° 236, septembre.

[2] Kaplan S. et Schoar A. [2005], "Private equity performance: Returns, persistence and capital flows", *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, août, p. 1791-1823.

ne justifie pas *a priori* l'exposition au risque sur ce type de placements. En revanche, une fois intégrés les avantages fiscaux, le différentiel de performance des fonds français de capital-risque se réduit : par exemple, un investissement dans le cadre d'un FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation), au taux de rendement interne légèrement négatif aujourd'hui, a un rendement très positif après impôt.

La présence d'incitations fiscales à l'entrée paraît toutefois ambiguë : elle garantit un rendement minimal à l'investisseur mais, ce faisant, amène à qualifier toute une série d'investissements économiquement peu rentables. Et surtout, elle ne résout pas la question de fond de la rentabilité des placements, largement conditionnée par la possibilité qu'ont les investisseurs de liquider à terme leurs investissements dans de bonnes conditions sur un marché secondaire¹.



Tableau 3

Taux de rendement interne (TRI) du capital-investissement en France, par stade de développement, mesuré depuis l'origine

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capital-risque	- 5,1 %	- 0,6 %	- 0,5 %	- 2,7 %	- 3,0 %	- 2,6 %
Capital-développement	11,7 %	8,7 %	8,2 %	7,6 %	6,9 %	6,7 %
Capital-transmission	15,5 %	20,1 %	21,3 %	14,5 %	14,6 %	15,6 %
Total	10,7 %	13,4 %	14,7 %	8,5 %	8,4 %	9,1 %

Note : Le TRI net, auquel il est fait référence ici, mesure la performance avant impôt des fonds du point de vue de l'investisseur en tant que souscripteur dans un véhicule de type FCPR, FIP, FCPI, SCR, etc., sur les investissements réalisés de 1988 jusqu'au mois de décembre de la date indiquée en colonne. La performance du capital-investissement est délicate à mesurer, en raison de l'absence de cotation des entreprises présentes dans le portefeuille. À défaut de cessions ou d'introductions en bourse, permettant de fournir une évaluation objective des participations détenues et de calculer la performance des investissements, il s'agit du taux de rendement qui égalise les flux investis relatifs aux appels de fonds successifs et les flux reçus par l'investisseur liés aux distributions (en cash et parfois en titres) ainsi qu'à la valeur liquidative estimée des parts détenues dans le véhicule à la date du calcul.

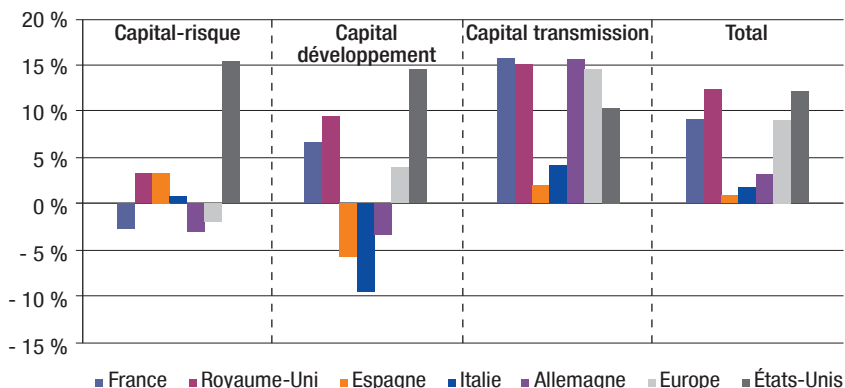
Sources : AFIC, Ernst & Young, Thomson Reuters

[1] Ces bonnes conditions de liquidation supposent l'existence d'une activité intense de rachat d'entreprises, notamment *via* les stratégies de croissance externe des PME et des grands groupes, ou l'existence d'un marché profond et liquide pour une introduction en bourse éventuelle sur un marché non réglementé.



Graphique 4

Taux de rendement interne du capital-investissement par région et par stade de développement depuis l'origine à fin 2010



Sources : AFIC, Ernst & Young, Thomson Reuters



LA STRUCTURE DÉSÉQUILBRÉE DE LA LEVÉE DE FONDS

En France, la structure de levée de fonds se distingue de celle des pays anglo-saxons ou de la moyenne européenne par le poids important des banques et des personnes privées, deux caractéristiques qui ne favorisent ni la taille des tickets d'entrée ni la prise de risque¹. Au cours des dix dernières années, les ménages ont contribué pour plus de 15 % à la levée de fonds du capital-investissement (20 % en comptant les *family offices*²), alors qu'ils ne détiennent que 10 % de l'encours des actions françaises non cotées. Aux États-Unis et en Europe, les personnes privées (y compris les *family offices*) ne représentent respectivement que 10 % et 7,6 % de la levée de fonds. Les banques constituent, par ailleurs, le premier investisseur dans le capital-investissement, caractéristique qui se retrouve dans d'autres pays d'Europe continentale mais qui tranche clairement avec le cas des États-Unis ou du Royaume-Uni.

Symétriquement, les investisseurs institutionnels comme les caisses de retraite, les fonds de fonds ou les organismes d'État sont à l'origine d'une part bien plus faible des levées de fonds en France par rapport à la moyenne de l'UE-15, ou bien au Royaume-Uni. Dans ce dernier pays, la levée de fonds est assurée

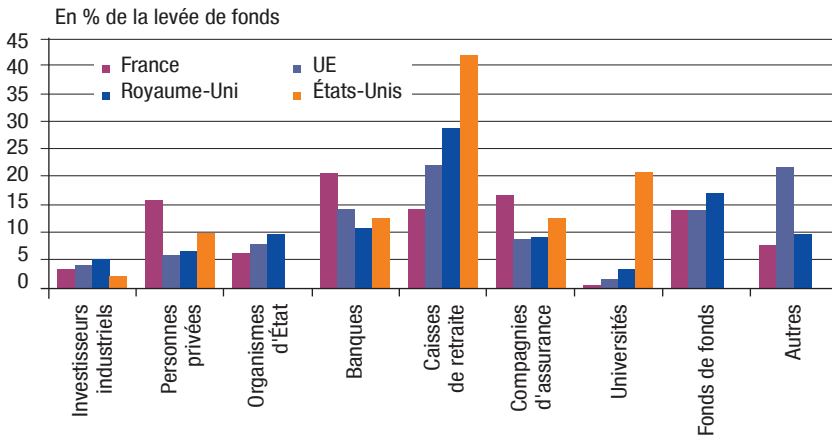
[1] Saillard A. et Uri T. (2011), "Venture capital in bank- and market-based economies", *WIFO Working Papers*, 389/2011.

[2] Structures *ad hoc* chargées de la gestion de fortunes personnelles particulièrement importantes.

principalement par les fonds de pension, aux trois quarts d'origine étrangère, notamment américaine¹.



Graphique 5 Structure de levée de fonds en 2002-2010, en Europe



Note : chiffres de 2005 pour les États-Unis.

Sources : AFIC, BVCA, EVCA, NVCA



Orienter les particuliers sur le segment des *business angels*

Développer les circuits des *business angels* supposerait d'orienter les particuliers à haut patrimoine vers l'investissement direct à forte implication personnelle de l'investisseur. Or les incitations fiscales françaises attirent plutôt ces particuliers vers les circuits de financement indirects, moins risqués.

La sinistralité est particulièrement élevée pour les entreprises en amorçage, puisqu'elle serait de l'ordre de 40 % pour les *business angels* et de l'ordre d'un tiers pour le capital-risque. Elle avoisinerait ensuite 10 % à 15 % dans les phases de développement ou de transmission². Ainsi, seuls quelques investissements

[1] La faible part des fonds de pension, au regard des situations anglo-saxonnes, pousse à s'interroger sur la manière d'attirer les investisseurs étrangers sur ce segment. Les fonds de pension étrangers apportent expertise, surface financière et horizon d'investissement long. Israël est le meilleur exemple d'un pays où le secteur du capital-risque repose quasiment entièrement sur des investissements étrangers (90 % dont 70 % en provenance des États-Unis) en raison d'une exemption totale d'imposition de ces flux depuis 2002.

[2] Environ 10 % des jeunes pousses financées par le capital-risque (sur les dix dernières années) rapportent plus de cinq fois la mise initiale, ce qui compense les nombreuses pertes (44 % des firmes financées. Voir

permettent de rentabiliser le portefeuille total (un investissement sur cinq dégage un rendement supérieur à 50 %)¹. De plus, l'implication dans le management de l'entreprise restreint les possibilités de diversification des risques et limite, de fait, la taille des positions des investisseurs individuels, même fortunés.

Afin de favoriser l'émergence d'une véritable professionnalisation des investisseurs, quel que soit leur stade d'intervention, il est nécessaire de repenser les incitations fiscales en vigueur en France. Une simplification et un calibrage idoïne des différents véhicules, à l'image de la simplicité britannique, serait une première étape afin d'éviter la multiplication des niches fiscales. Au lieu de conditionner les avantages fiscaux à des véhicules complexes dont l'exposition au risque est variable, le principe serait de proportionner ces incitations au risque effectivement pris par l'investisseur, en ne défiscalisant que la portion d'investissement direct ou indirect orientée vers la création. La France a en effet développé au cours des deux dernières décennies de multiples véhicules spécialisés (FCPR, FCPI, FIP, holdings ISF-PME...) qui drainent d'importantes levées de fonds (*voir tableau en annexe*). Un récent rapport de l'Inspection générale des finances² pointe cependant l'effet de rente dont ont pu profiter certains véhicules d'investissement. Ces dispositifs sont en outre critiqués pour leur hétérogénéité, voire comparés à des outils d'optimisation fiscale plutôt qu'à de véritables outils de professionnalisation du financement des entreprises.

Mieux conditionner les aides au risque réellement pris

La faible conditionnalité des incitations adossées à ces véhicules, du point de vue du stade de financement ou du type d'entreprises ciblé, tend à orienter les *business angels* potentiels vers des circuits de financement indirect qui permettent une meilleure mutualisation des risques. Cette canalisation par les fonds affaiblit la vocation de sélection et d'accompagnement des projets propre aux *business angels*. Elle limite également la taille du ticket, puisque l'aide fiscale est plafonnée à un niveau relativement bas en comparaison d'autres pays. Contrairement aux pays anglo-saxons, les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux avantages fiscaux ont une acception large

DIGITIP, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie [2002], *Le 4 pages des statistiques industrielles*, n° 165, septembre.

[1] Aux États-Unis, juste avant la crise, pour un taux de rendement interne moyen de l'ordre de 27 % [supérieur à celui du *private equity*], 52 % des *business angels* avaient perdu de l'argent sur leur portefeuille, alors que 7 % concentraient 75 % des gains. Wiltbank R. et Boeker W. [2007], "Returns to angel investors in group", *Working Paper*, Ewing Marion Kauffman Foundation.

[2] Durieux B. et al. [2009], *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME*, rapport IGF n° 2009-M-066-03, octobre.

(voir annexe) qui induit de fait une assez faible sélectivité des dispositifs et conduit à plafonner l'aide à des niveaux modestes au regard des besoins financiers d'une entreprise à son démarrage.

Deux mesures fiscales encouragent notamment l'investissement dans l'entreprise : l'avantage Madelin (1994) et l'ISFTEPA (2007). Le premier permettait, jusqu'en 2010, de déduire 25 % du montant de l'investissement du revenu pour le calcul de l'impôt sur le revenu ; le second 75 %, ramenés récemment à 50 %, de son ISF. Ces deux mesures entraînent un investissement par les ménages d'un peu plus de 2 milliards d'euros pour un coût fiscal pour l'État d'environ 1 milliard (2009). Néanmoins, sur ce montant, seule une faible part (moins de 125 millions d'euros) se dirige vers un investissement direct dans une entreprise en création, pour un ticket supérieur à 100 000 euros.

Par comparaison, le mécanisme d'incitation à l'investissement direct britannique de 1974, l'*Enterprise Investment Scheme*, EIS (déduction de 20 % de l'IR et élimination de l'impôt sur les plus-values après trois ans), draine 600 millions de livres sterling par an vers les entreprises de moins de 50 000 livres d'actif :

- ▶ en France, l'avantage Madelin et l'ISF TEPA visent les entreprises au bilan inférieur à 43 millions d'euros, alors que l'EIS au Royaume-Uni concerne les entreprises au bilan inférieur à 7 millions de livres ;
- ▶ les plafonds d'investissement direct sont également bas : en France, 20 000 à 40 000 euros pour l'avantage Madelin, 90 000 euros pour l'ISF TEPA, contre 1 million de livres pour l'EIS au Royaume-Uni. Un investisseur potentiel aura intérêt, pour un avantage similaire, à se positionner au sein d'un fonds commun de placement. Par opposition, les deux tiers de l'EIS sont orientés directement dans les entreprises par les investisseurs par tranches supérieures à 75 000 livres (environ 100 000 euros).

Au niveau purement fiscal, les incitations pour favoriser le capital-risque peuvent prendre deux formes :

- ▶ un crédit d'impôt accordé en amont aux investissements qualifiés encourage plus fortement l'investissement par la diminution du risque de tous les investisseurs, mais peut, en offrant un retour sur investissement garanti, engendrer la création de "coquilles vides" d'investissements issus de considérations fiscales ;
- ▶ une réduction d'impôt sur les plus-values issues des investissements qualifiés couvre un spectre plus large d'investissement : en ne récompensant

que les investissements qui réussissent, son coût est moindre pour l'État mais concerne également moins d'investisseurs. Lerner¹ a souligné que dans le cas américain, la baisse du niveau d'imposition des plus-values a eu un effet positif décisif sur l'investissement dans le capital-risque et a accru largement la prise de risque des investisseurs.

En France, les fonds d'investissement indirect bénéficient du crédit d'impôt à l'entrée alors qu'ils ont la possibilité de mutualiser les risques et dégagent des rendements moyens avant impôt positifs, de l'ordre de 6-10 %². Le principe d'un crédit d'impôt à l'entrée est donc discutable. Les garanties de rendement sous forme de crédit d'impôt devraient être en principe ciblées sur les stades à haute sinistralité et sur les investisseurs dont les possibilités de diversification des risques sont limitées. Un périmètre trop large induit non seulement des effets d'aubaine mais désincite la sélection et l'accompagnement.

PROPOSITION ①

Limiter les crédits d'impôt (incitatifs à l'entrée des investisseurs) à la part des investissements les plus risqués, effectivement orientés vers les entreprises en phase d'amorçage et augmenter les plafonds de réduction d'impôt.

Deux grands critères devraient prévaloir en faveur du crédit d'impôt (sur le revenu ou sur le patrimoine) :

- ▶ le caractère direct ou indirect de l'apport en capital. L'incitation à l'entrée ne paraît pas devoir avoir des proportions équivalentes selon que l'on se situe dans un cadre de mutualisation des risques ou non ;
- ▶ la phase de développement de l'entreprise à laquelle intervient l'investisseur. Une prime claire à l'amorçage devrait être donnée, en restreignant les critères d'éligibilité des entreprises.

Les contribuables domiciliés en France bénéficieraient d'une réduction de leur impôt sur le revenu ou sur la fortune égale à 35 % des souscriptions directes en numéraire ou à 20 % pour les souscriptions indirectes, au capital initial ou aux augmentations de capital des sociétés éligibles. Les plafonds de réduction

[1] Lerner J. [1997], "Angel financing and public policy: An overview", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n° 6-8, p. 773-783.

[2] Certes, la génération des FCPI de 1999, qui a initialement investi dans la période de bulle Internet, affiche des TRI très négatifs de l'ordre de - 45 %. Mais ces déconvenues liées à une bulle financière, ne peuvent être assimilées à un phénomène structurel qui appelle un dispositif permanent de l'État.

seraient rehaussés, pour favoriser les tickets plus élevés de l'ordre de 100 000 à 500 000 euros, susceptibles de réduire l'*equity gap*.

S'orienter dans une telle direction supposerait de simplifier, d'uniformiser et de restreindre le champ des entreprises éligibles. Ce ciblage permettrait de "raboter" certaines niches fiscales tout en concentrant les incitations sur les nouvelles entreprises entrantes susceptibles de régénérer le tissu industriel.

Pourraient être considérées comme éligibles à un crédit d'impôt à l'entrée, en faveur de l'amorçage, les entreprises aux caractéristiques suivantes : être une petite entreprise au sens d'Eurostat (moins de 50 salariés, 10 millions de chiffre d'affaires ou 10 millions de bilan) et :

- être en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion selon la définition donnée par les lignes directrices communautaires qui concernent les aides d'État visant à promouvoir le capital-investissement dans les PME (2006/C194/02) ;
- ou avoir moins de cinq ans d'existence ;
- ou des dépenses de R & D réalisées sur trois ans au moins égales à un tiers du chiffre d'affaires le plus élevé au cours des trois exercices précédents, ou bénéficier de la qualification *Oséo Innovation* (critère à harmoniser avec celui de la jeune entreprise innovante).

PROPOSITION 2

Généraliser les réductions d'imposition sur les plus-values à l'ensemble des apports en numéraire en faveur des PME non cotées.

L'imposition sur les plus-values serait diminuée pour une large gamme d'apports en capital. Cette réduction viserait en priorité les PME au sens européen, non cotées sur un marché réglementé, indépendamment de critères de secteur (mais peut-être pas d'âge). Cette incitation a l'avantage d'être moins distortive que la précédente, dans la mesure où elle ne crée pas de signal en faveur des investisseurs les moins performants. Elle attire les investisseurs sur les actifs à probabilité même faible de très haut rendement et stimule la sélection et l'accompagnement des projets.

La fiscalité sur les plus-values est en effet très hétérogène entre les pays : elle est en France de 31,3 % (c'est-à-dire 19 % + 12,3 % de prélèvements sociaux) et uniquement 12,3 % sur le plan d'épargne en actions (PEA, pour une détention supérieure à cinq ans) ; aux États-Unis, elle varie de 0 % à 15 % selon la

tranche d'imposition pour les titres détenus depuis plus d'un an, et entre 10 % (première tranche d'imposition) et 35 % (dernière tranche) pour les titres détenus moins d'un an ; elle varie de 18 % à 28 % au Royaume-Uni, selon la tranche d'imposition, mais les titres non cotés en sont dispensés après trois ans de détention.

Une graduation et une simplification des aides, indépendamment du véhicule d'investissement concerné, constitueraient une forte incitation au développement du métier de *business angel*.



Tableau 4
Synthèse des préconisations

	Investissement direct dans une PME/TPE	Investissement indirect dans une PME/TPE
Réduction d'IR ou d'ISF	35 %, réservés à la part des investissements dans des entreprises éligibles en phase d'amorçage jusqu'à 200 000 euros d'investissement	20 %, réservés à la part des investissements dans des entreprises éligibles en phase d'amorçage
Imposition sur les plus-values	12,3 % (prélèvements sociaux), après trois ans de détention	
Déduction des pertes	Régime assoupli de déduction des pertes	

IR : impôt sur le revenu, ISF : impôt de solidarité sur la fortune.

CONCLUSION

L'enjeu actuel est donc de renouveler les acteurs de la chaîne du financement, en renforçant l'attractivité du segment des *business angels* et en resserrant les incitations à l'investissement indirect sur l'amorçage. Il s'agit à la fois de cibler les incitations publiques envers les particuliers et de permettre de meilleures interactions entre les différents acteurs de la chaîne. Si la chaîne de financement se révèle efficace, on peut s'attendre à la création d'un cercle vertueux : les meilleures compétences seraient de nouveau plus largement attirées par l'entrepreneuriat et, le succès venant, pourraient à leur tour se transformer en *business angels*.

[1] Il est prévu qu'en 2013 l'imposition sur les plus-values soit augmentée à hauteur de 20 % (10 % uniquement pour la première tranche) pour les titres détenus depuis plus d'un an, et entre 15 % (première tranche d'imposition) et 39 % pour les titres détenus à court terme.

Dans cette perspective, l'émergence d'une nouvelle génération de fonds d'investissement en capital-risque dans l'innovation (principalement technologique)¹ constitue une évolution prometteuse. Issus du web ou des technologies de l'information et de la communication, ces entrepreneurs renouvellent les modes d'intervention en mordant également sur l'activité des *business angels*. La réforme du cadre fiscal est d'autant plus prometteuse qu'elle s'inscrit dans l'évolution de l'écosystème entrepreneurial, où se développent de nouveaux modes institutionnels d'accompagnement (*crowdfunding*², nouveaux types d'incubateurs³).



Caroline Le Moign et Olivier Passet,
département Économie-Finances
Avec le concours de Bernard Zimmern,
président de la Fondation IFRAP

[1] Des fonds comme Jaina Capital, Kima Ventures, ISAI ou Serena Capital.

[2] Le *crowdfunding* désigne la levée de fonds participative auprès des particuliers, facilitée par le biais d'Internet. Cette levée est organisée par une société (comme Wiseed, FinanceUtile), qui repère des *start-up* en recherche de fonds d'amorçage et vend des possibilités de participation de très faible montant (investissement moyen de 750 euros).

[3] On peut citer "Le Camping" du Silicon Sentier, incubateur éphémère d'entreprises en phase de création de projets innovants. Il consiste en un accompagnement par des spécialistes et/ou entrepreneurs du secteur pour accélérer le projet, avant présentation aux *business angels* et capital-risqueurs.

Intermédiaire	Entreprises ciblées	Avantages fiscaux	Seuils
Investissement direct	<p>PME indépendante au sens européen</p> <ul style="list-style-type: none"> – Exercant une activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole – Exclusion des activités dont le tarif est réglementé, financières et immobilières 	<p>Réduction d'IR de 22 % de l'investissement (25 % PLF 2010), pour une détention des titres minimale de 5 ans</p> <p>ou</p> <p>(jusqu' en janvier 2011, la réduction d'IR pouvait s'opérer sur la part des capitaux non éligibles à la réduction d'ISF)</p> <p>Réduction d'ISF de 50 % de l'investissement (75 % PLF jusqu'en 2010)</p>	<p>Limite des investissements éligibles : 20 000 €/personne seule ou 40 000 €/couple/an pour un investissement dans une PME (avantage plafonné à 4 400/8 800 €).</p> <p>Cas particulier : 50 000 €/personne et 100 000 €/couple pour un investissement dans une entreprise en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion (< 5 ans).</p> <p>Avantage plafonné à 45 000 €</p>
Investissement direct dans une JEI (jeune entreprise innovante)	<p>Jeune entreprise innovante :</p> <ul style="list-style-type: none"> – Être une PME de moins de 8 ans d'existence dont l'effectif ne dépasse pas 250 salariés – Réaliser un chiffre d'affaires inférieur à 40 M€ ou un bilan total inférieur à 27 M€ – Engager des dépenses de R & D représentant au moins 15 % des dépenses totales de l'exercice considéré – Être créée <i>ex nihilo</i> (absence de reprise d'activité existante, fusion-acquisition...) – Disposer d'un capital social composé à 50 % par des personnes physiques ou indirectement par une PME détenue elle-même à 50 % par des personnes physiques (hors participation de fonds d'investissement). 	<p>Réduction d'IR, ISF ci-dessus</p> <p>et</p> <p>Exonération totale des plus-values au-delà de 3 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)</p>	
FCPI (Fonds commun de placement dans l'innovation)	<p>Investissement à 60 % au moins dans des sociétés innovantes de l'UE, non cotées sur un marché réglementé, de moins de 2 000 salariés</p> <ul style="list-style-type: none"> – Les PME admises sur <i>Alternext</i> sont assimilées à du non coté – Pas de critère de taille de bilan ou de chiffre d'affaires – Dépenses de R & D représentant au moins 15 % des charges fiscalement déductibles de l'exercice ou 10 % pour les entreprises industrielles, ou qualification <i>Oseo Innovation</i>. 	<p>(FCPI et FIP)</p> <p>Réduction d'IR de 22 % de l'investissement (25 % PLF 2010).</p> <p>et</p> <p>Exonération totale des plus-values au-delà de 5 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)</p>	<p>Limite sur l'investissement éligible : 12 000/24 000 € (avantage plafonné à respectivement 2 640 € et 5 280 € pour un célibataire, le double pour un couple)</p>

Intermédiaire	Entreprises ciblées	Avantages fiscaux	Seuils
FIP (Fonds d'investissement de proximité)	Investissement à 60 % au moins dans titres de PME indépendantes (sens européen) françaises non cotées issues de quatre régions limitrophes maximum – 10 % au minimum doivent être consacrés à des entreprises de moins de 5 ans – 20 % de l'actif peuvent être investis en sociétés cotées européennes de petite capitalisation (moins de 150 ME)		
FCPR (Fonds commun de placement à risque)	Investissement à 50 % dans des sociétés non cotées sans condition de taille, de secteur ou d'âge.	(FCPR, FCPI ISF et FIP ISF) Réduction d'ISF de 50 % de l'investissement dans la limite du quota des entreprises éligibles choisi par le fonds de gestion et	Avantage plafonné à 18 000 €
FCPI ISF	Investissement à hauteur de 40 % au minimum dans des entreprises éligibles* de moins de 5 ans.	Exonération totale des plus-values au-delà de 5 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)	
FIP ISF	Investissement à hauteur de 20 % au minimum dans des entreprises éligibles* de moins de 5 ans.		

(*) Entreprises éligibles : PME indépendantes (sens européen); exerçant une activité commerciale, industrielle, artisanale, agricole ou libérale, dont le siège de direction est dans un Etat membre de l'UE (ou avant conclu une convention fiscale de lutte contre l'évasion) ; étant en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion. Le total des versements liés à la réduction d'ISF est plafonné à un montant de 1,5 million €/an.

La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire

La crise financière déclenchée en 2007 a transformé en profondeur les instruments de politique économique et la manière dont les économistes avaient l'habitude de les analyser, même s'il est encore tôt pour en mesurer toute la portée. La première certitude qu'il a fallu remettre en cause est l'idée que les fluctuations macroéconomiques étaient sous contrôle. L'époque de la Grande Modération, que les pays développés ont connue depuis le milieu des années 1980 avec une production et une inflation stables, semble bien révolue.

Ce contexte économique avait abouti à une nouvelle synthèse dans la pensée économique¹, où les économies ne s'éloignaient de l'équilibre que sous l'effet de chocs exogènes, et non de processus internes sources de déséquilibres cumulatifs. Les conséquences du krach boursier de 1987 ou de l'explosion de la bulle Internet en 2000 ont été en effet bien maîtrisées. Peu d'attention était d'ailleurs portée à la réglementation financière et à l'impact d'une crise financière sur la sphère réelle. De plus, la politique monétaire était l'instrument principal d'une politique contracyclique, conduite le plus indépendamment possible, permettant une mise en œuvre plus rapide que la politique budgétaire soumise aux contraintes politiques.

Mais en 2007, l'explosion d'une bulle spéculative sur le logement aux États-Unis notamment, et la crise des *subprimes* dans un secteur financier dérégulé, ont non seulement obligé les banques centrales à baisser les taux d'intérêt presque à zéro et à mener des politiques non conventionnelles, mais ont aussi contraint les États à augmenter fortement leurs déficits pour éviter *in fine* de subir une nouvelle Grande Dépression. La crise financière a transformé le monde économique : il s'agit maintenant de l'interpréter².

[1] Comme le résumait Blanchard [2008] et Woodford [2009]. Voir les références bibliographiques complètes en fin de note.

[2] Voir le document de travail "La crise et ses répercussions sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire", Centre d'analyse stratégique, à paraître.

Les décideurs publics ont, pour faire face à la crise, mis en place des politiques économiques inhabituelles par leur nature et leur ampleur pour éviter de sombrer dans une “trappe à liquidité”. De tels instruments monétaires et budgétaires ont certes révélé leur efficacité dans ce contexte, en évitant de s’enfoncer dans ce qui aurait pu constituer une nouvelle Grande Dépression, mais alourdissent les bilans publics des États comme des banques centrales. La gestion de leur soutenabilité nécessite la définition d’un bon *timing* dans le “retour à la normale”, en évitant le risque d’une rechute déflationniste de l’activité et de l’emploi.

▶ LES RÉACTIONS RAPIDES ET DE GRANDE AMPLIEUR DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET BUDGÉTAIRE ONT PERMIS D’ÉVITER UNE NOUVELLE GRANDE DÉPRESSION

Au moment de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, beaucoup d’économistes ont craint que la récession commencée fin 2007 ne se transforme en nouvelle Grande Dépression¹. Plusieurs travaux ont d’ailleurs comparé ces deux épisodes : Paul Krugman, par exemple, observe en mars 2009 l’indice de la production industrielle aux États-Unis au cours des deux périodes et déduit, par l’ampleur de sa dégradation, que nous vivons “une moitié de Grande Dépression”².

Au regard des données historiques de la Société des Nations (SDN)³, il apparaît bien que les chutes de la production industrielle et du cours des actions ont été aussi fulgurantes lors des premiers mois de la crise récente qu’elles l’avaient été dans les années 1930. Cependant, la production n’a pas atteint des niveaux

[1] Ce n’est pas un hasard si Barack Obama a décidé de reconduire Ben Bernanke à la tête de la Fed et de nommer Christina Romer à la tête de son Conseil économique, deux économistes qui se sont fait connaître par leur analyse des politiques économiques menées pendant la Grande Dépression des années 1930 aux États-Unis [Bernanke, 1983 ; Romer, 1992].

[2] Krugman P. [2009], “The Great Recession versus the Great Depression”, *The Conscience of a Liberal*, 20 mars, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/20/the-greatrecession-versus-the-great-depression/>. D’autres ont comparé les cours des actions américaines comme Doug Short, “The four bad bears”, *Advisor Perspectives*, 14 août 2011, www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Four-Bad-Bears.php ou le marché du travail tel Justin Fox, “On the job front this is no Great Depression”, *The Curious Capitalist*, 16 mars 2009, <http://curiouscapitalist.blogs.time.com/2009/03/16/on-the-job-front-this-is-no-great-depression-not-even-close/>. Voir aussi le *World Economic Outlook* d’avril 2009 du FMI ; Helbling T. [2009], “How similar is the current crisis to the Great Depression?”, *Voxeu*, 29 avril 2009, www.voxeu.org/index.php?q=node/3514 et Almunia M., Bénétrix A., Eichengreen B., O’Rourke K. H. et Rua G. [2009].

[3] Annales statistiques de la SDN numérisés par l’université Northwestern (<http://digital.library.northwestern.edu/league/stat.html>).

aussi bas qu'à l'époque et son redressement a été plus rapide. En outre, l'indice des prix à la consommation n'indique pas de déflation à la suite de la crise de 2007. La différence avec la Grande Dépression est surtout remarquable par la rapidité et l'ampleur des politiques de soutien mises en place aujourd'hui. Les taux directeurs des banques centrales ont en effet été plus rapidement et plus fortement abaissés que lors de la crise des années 1930, et les déficits publics alourdis dans des proportions plus élevées (*graphique 1*).

➤ LES RISQUES APRÈS LA FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS

La justification économique de ces orientations “massives” réside dans la crainte de sombrer dans une trappe à liquidité, à l'exemple de la “décennie perdue” au Japon (années 1990), à propos de laquelle les analyses convergent pour juger que les réponses politiques avaient été trop tardives et trop timorées par rapport à l'enjeu (*encadré 1*). Dans la récente crise, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que de baisser fortement les taux d'intérêt de court terme, qui ont atteint leur plancher dès le début de l'année 2009. Elles l'ont fait plus vite que les pratiques habituelles ne le laissaient attendre (aux États-Unis et au Royaume-Uni notamment). La crise bancaire qui se propageait grippait cependant les canaux habituels de transmission de la politique monétaire : il fallait par conséquent recourir à de nouvelles politiques.

⌋ Le risque de tomber dans une trappe à liquidité

Avant la crise, il était usuel de se représenter les décisions de politique monétaire selon une règle dite “de Taylor” (1993). Une telle règle relie la fixation des taux d'intérêt par la banque centrale aux écarts de production et d'inflation par rapport à leurs cibles. Cette fonction de réaction des banques centrales n'est cependant pas exempte de dangers.

♥ Encadré 1 Trappe à liquidité et expérience japonaise de la “décennie perdue”

Une trappe à liquidité se définit à l'origine comme une situation où la demande de monnaie est parfaitement élastique : un supplément d'offre de monnaie ne permet pas de diminuer les taux d'intérêt [la courbe de demande est horizontale]. Or, dans la théorie keynésienne standard, l'offre de monnaie agit sur l'activité uniquement à travers les variations induites de taux d'intérêt.

Dans une situation de trappe à liquidité, une augmentation de l'offre de monnaie, qui n'agit pas sur les taux, échoue donc à relancer l'activité. Les tenants de la théorie quantitative de la monnaie soulignent au contraire qu'une augmentation de l'offre de monnaie peut stimuler l'activité même si les taux ne sont pas modifiés dans la mesure où le stock d'encaisses nominales des individus augmente, et donc *in fine* la demande agrégée.

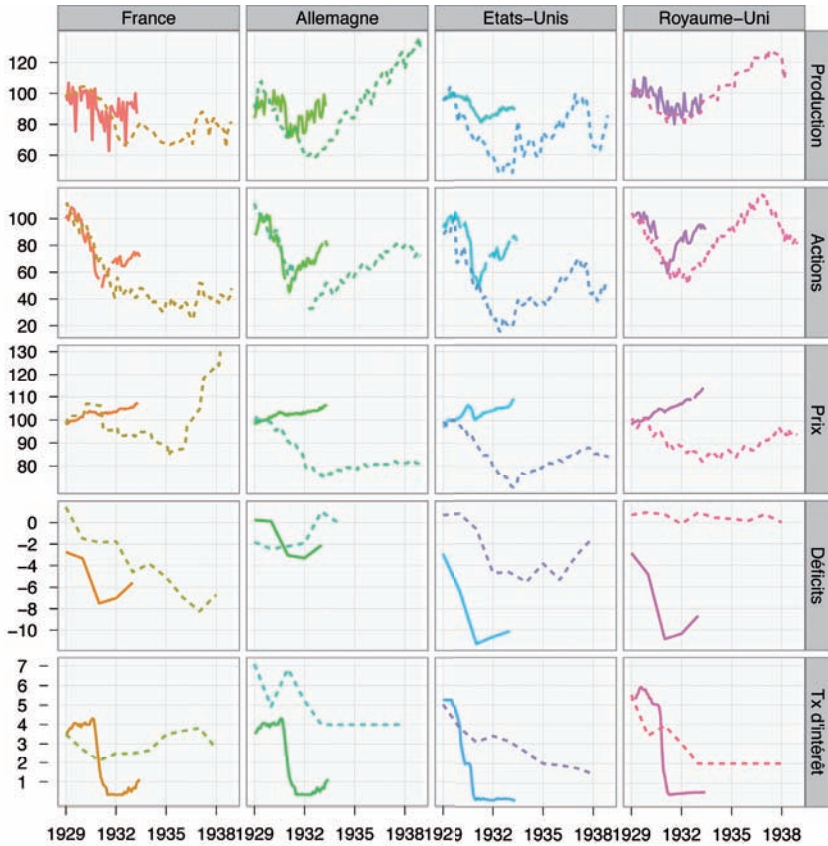
C'est sur cette base qu'est mené le *quantitative easing* par la Banque du Japon dans les années 1990. Mais la stagnation de l'économie japonaise qui a suivi a remis en cause cette vision et renouvelé l'intérêt pour le concept de trappe à liquidité (où l'offre de monnaie n'agit pas sur l'activité), qui désigne aujourd'hui une situation où le taux d'intérêt nominal est nul.

Si la littérature économique récente renoue avec la tradition keynésienne, elle nuance cependant les conclusions en insistant sur la capacité qu'a l'autorité monétaire d'augmenter les anticipations d'inflation des individus même en situation de trappe à liquidité, donc de diminuer les taux d'intérêt réels, pour finalement augmenter la demande agrégée aujourd'hui (Krugman, 1998 ; Eggertsson et Woodford, 2003). La trappe à liquidité devient ainsi une vraie trappe uniquement si la banque centrale est incapable de modifier les anticipations.

Des chercheurs ont mis en évidence l'insuffisance de la règle de Taylor lorsque les taux d'intérêt nominaux sont à leur plancher (Benhabib, Schmitt-Grohé et Uribe, 2001). Ils montrent que la règle de Taylor ne permet pas alors de retrouver un sentier de croissance équilibrée : on se trouve enfermé dans un autre équilibre où coexistent déflation et taux nominaux très bas, à l'exemple du Japon. Cet article, qui a suscité quelques débats entre experts à sa publication, prend, dans la situation actuelle, une tout autre ampleur¹ : alors que bon nombre d'analystes considéraient le cas japonais comme une exception, le danger pour la zone euro et les États-Unis de sombrer dans un scénario à la japonaise fut davantage pris au sérieux à partir de l'automne 2008 (*graphique 2*).

[1] Bullard (2010).

Graphique 1
La crise de 2007 et la Grande Dépression des années 1930 : réponses des politiques monétaire et budgétaire



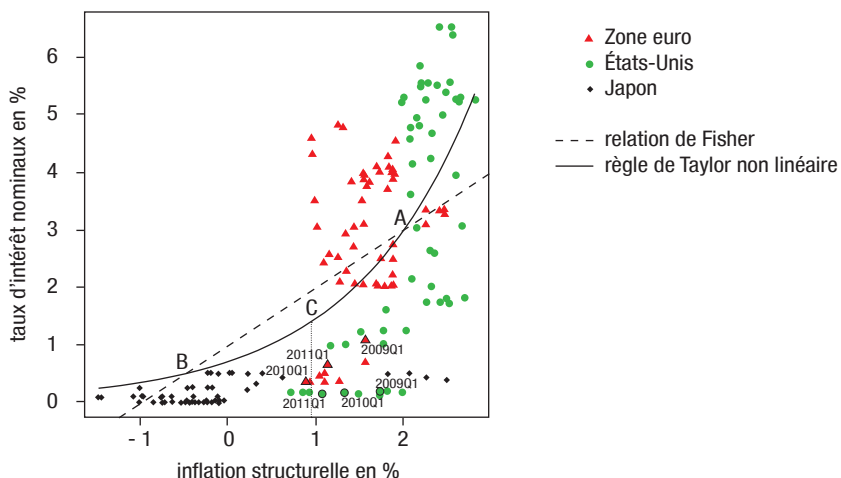
Lecture : Les indices de production industrielle, de cours des actions et de prix à la consommation sont en base 100 (septembre 1929 et septembre 2007). La période de la Grande Dépression est en pointillé, celle d'après 2007 en trait plein.

Sources : Société des Nations, OCDE, Bordo et al. (2001)



Graphique 2

Relation entre taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales et inflation sous-jacente dans la zone euro, aux États-Unis et au Japon, 1998T1-2011T1



Lecture :

L'inefficacité de la règle de Taylor dans un régime d'inflation faible et de taux d'intérêt nul

Le croisement des taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales avec l'inflation structurelle (hors prix de l'alimentation et de l'énergie) souligne bien la spécificité japonaise : des taux inférieurs à 1 et une inflation structurelle souvent négative au cours des dix dernières années. La zone euro et les États-Unis affichent une inflation positive, avec une tolérance plus forte du côté américain pour l'inflation (pour un même taux d'intérêt, l'inflation américaine est plus forte), mais les derniers points se rapprochent fortement du cas japonais.

La ligne pointillée représente la relation de Fisher pour des actifs sûrs, selon laquelle un taux d'intérêt nominal a une composante réelle plus une prime d'"érosion monétaire" équivalente à l'inflation anticipée¹.

La ligne pleine représente quant à elle une règle de Taylor estimée sur l'ensemble des données. Elle décrit comment le taux d'intérêt de court terme répond à l'inflation². Dans la partie droite, la politique monétaire est active : lorsque l'inflation est au-dessus (au-dessous) de la cible, le taux d'intérêt augmente (diminue), mais plus que la déviation de l'inflation par rapport à sa cible. Quand la courbe décrivant la règle de Taylor coupe la droite de la relation de Fisher au point A, on peut penser qu'il existe un état où le politique ne désire pas modifier les taux et où il veut ancrer les anticipations sur cette inflation. C'est un équilibre au sens où, s'il n'y a pas d'autres chocs sur l'économie, rien ne changera en matière de taux d'intérêt ou d'inflation. Dans le graphique, cet équilibre correspond à un taux d'inflation d'environ 2 % et à un taux d'intérêt de 3 %.

[1] La composante réelle peut être égale au taux de préférence pour le présent. On la fixe ici à 1 % (les rendements à court terme des actifs sûrs ont été historiquement bas).

[2] La spécificité ici est de représenter une courbe non linéaire, du fait du taux plancher.

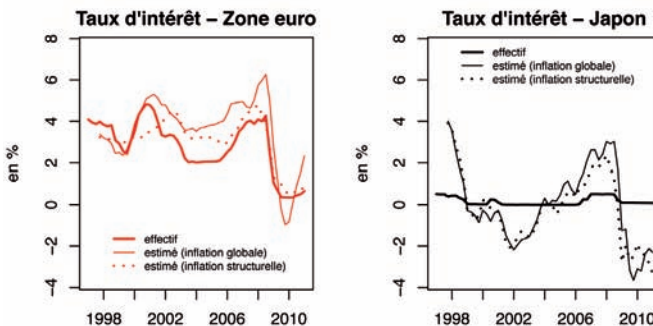
Quand on s'éloigne de l'équilibre, et c'est là l'intérêt de la démonstration, il existe un deuxième point d'intersection entre les deux courbes (le point B sur le graphique), créant un second état d'équilibre. Selon ce que suggère la figure, ce second état arrive pour une inflation de $-0,5\%$. L'analyse de Benhabib *et al.* (2001) souligne le fait qu'à partir d'un certain seuil, la politique monétaire n'est plus active mais passive. Ainsi, quand l'inflation décroît, le taux n'est plus abaissé à cause du plancher nul. Toujours dans ce contexte, quand l'inflation croît, les taux ne répondent plus d'un point pour un point de déviation par rapport à la cible parce que l'inflation est bien en dessous de sa cible. Le secteur privé anticipe alors une inflation négative cohérente avec la relation de Fisher, et donc rien ne change. On peut calculer en utilisant les données de ce graphique l'inflation à partir de laquelle la politique monétaire devient passive : elle correspond à l'abscisse du point C (où la pente de la tangente à la courbe de Taylor est unitaire), soit une inflation de $0,9\%$. L'inflation sous-jacente depuis 2010 avoisine cette valeur, renforçant les préoccupations sur les dangers d'une trappe à liquidité.

Source : OCDE, calculs CAS

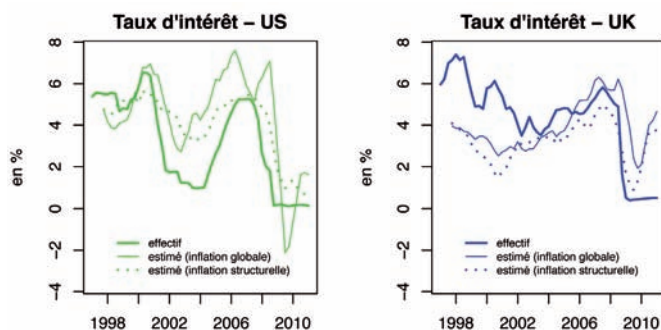
Les économies développées face à la contrainte du taux d'intérêt plancher dès 2009

Dans quelle mesure subissons-nous depuis 2007 la contrainte du taux d'intérêt plancher ? Répondre à cette question fournit une première appréciation des risques encourus de sombrer dans une trappe à liquidité. Sur la période actuelle, les taux nominaux calculés selon la règle de Taylor seraient négatifs (*graphique 3*), à l'exception du Royaume-Uni où l'inflation reste assez élevée¹.

Graphique 3 Taux d'intérêt nominaux directs effectifs et estimés par une règle de Taylor selon différentes mesures



[1] La règle de Taylor prend initialement la forme où le taux d'intérêt nominal déterminé par les banques centrales est fonction de l'inflation annualisée moyenne sur les quatre derniers trimestres, d'un taux d'intérêt réel neutre, de l'écart de l'inflation annualisée à une inflation cible et de l'écart de production à sa cible. Le taux d'intérêt neutre et l'inflation cible sont fixés à 2% . On retrouve ainsi la relation de Fisher (avec un taux nominal égal au taux réel plus l'inflation), si les écarts de production et d'inflation à leurs cibles sont nuls.



Lecture : Les taux d'intérêt nominaux fixés par les banques centrales sont représentés en traits pleins épais. Ceux estimés selon une fonction de Taylor à partir de l'inflation globale en traits pleins continus, et à partir de l'inflation sous-jacente en pointillé.

Source : OCDE, calculs CAS

La difficulté cependant d'interpréter ces résultats réside pour partie dans l'arbitraire de la forme donnée à la règle de Taylor. L'appréciation du risque déflationniste et le réglage adéquat de la politique monétaire butent aussi sur l'incertitude qui pèse sur l'évaluation de l'écart de production en temps de crise. La politique monétaire, même conduite conformément à une règle "mécanique", laisse une forte place aux convictions des banquiers centraux. Néanmoins, la contrainte du taux plancher est suffisamment évidente, à partir de 2008, pour juger que le taux d'intérêt nominal ne permet plus de mener une politique contracyclique¹, et nécessite le recours à des politiques non conventionnelles.

➤ POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE ET DÉFICITS PUBLICS ÉLEVÉS : DES ARMES EFFICACES POUR LUTTER CONTRE LA CRISE

⌋ La politique monétaire non conventionnelle depuis 2007

Les épisodes qu'a connus le système financier depuis 2007 ont appelé des mesures exceptionnelles de la part des autorités monétaires, qui sont intervenues directement sur les segments des marchés financiers les plus vulnérables. Ces mesures ont sans doute évité une nouvelle Grande Dépression, ce qui n'était pas joué à l'automne 2008.

Le bilan de ces politiques monétaires non conventionnelles menées par trois grandes institutions (Réserve fédérale, Banque centrale européenne et Banque

[1] Elle se révèle d'autant plus évidente que les estimations sont faites à partir d'une forme de règle de Taylor très conservatrice. Dans son étude, Rudebusch [2009] suggère, à partir de projections de croissance et d'inflation, que le taux d'intérêt nominal aurait dû être de - 6 points de pourcentage en 2009.

d'Angleterre) montre un “avant” et un “après” la faillite de Lehman Brothers survenue en septembre 2008 (Lenza, Pill et Reichlin, 2010). Dans la période pré-Lehman, les trois banques centrales ont fourni une aide aux marchés financiers en modifiant la composition de leurs bilans de diverses manières, mais en laissant leur taille globalement inchangée : c'est le *qualitative easing*. En revanche, au cours de l'après-Lehman, les banques centrales augmentent leur bilan et, en conséquence, la base et les agrégats monétaires : c'est le *quantitative easing*.

L'intervention des banques centrales a alors pour principal objectif de se substituer aux transactions interbancaires qui ne fonctionnent plus pour cause de suspicion généralisée entre les institutions financières.

Comme le soulignent Giannone *et al.* (2011), de telles actions peuvent être vues comme une version moderne du “prêteur en dernier ressort” que n'avait pas été la Fed dans les années 1930¹. Les banques centrales ont ainsi été, dès l'automne 2008, des “intermédiaires en dernier ressort”, pour éviter que le système bancaire ne s'effondre.



Encadré 2

Les mesures de politique monétaire non conventionnelles prises depuis 2007

Selon Kozicki, Santor et Suchanek (2010), les mesures prises par les banques centrales à partir de septembre 2007 peuvent être regroupées en quatre types de facilités :

- 1- Facilité de liquidité. En réaction au gel du marché interbancaire, les banques centrales ont facilité les conditions de financement des banques. C'est par exemple pour la Fed le *Term Auction Facility* (TAF) et le *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). De la même manière, la BCE a adopté la procédure *fixed rate/full allotment* (FRFA), qui consiste à fournir toute la liquidité que demandent les banques au prix fixé par la banque centrale ;
- 2- Facilité de crédit. De manière ciblée, pour améliorer les conditions sur les marchés du crédit, la banque centrale achète du papier commercial (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF), des titres d'entreprises, et soutient les OPCVM sur le marché monétaire ;
- 3- Programme d'achat (*quantitative easing*). La Banque d'Angleterre et la Fed ont commencé l'achat de titres publics pour faciliter l'ensemble des conditions

[1] C'est une manière de tirer les leçons de l'analyse de Friedman et Schwartz (1963), qui jugeaient que la Fed avait fait l'erreur de laisser diminuer la masse monétaire d'environ 20 % entre 1931 et 1933.

financières (non seulement des titres de dette publique, mais aussi les *Mortgage-Backed Securities*, étant donné la nationalisation de Freddie Mac et Fannie Mae) ;

- 4- Facilités pour faire face à l'insolvabilité d'institutions financières présentant un risque systémique (*too big to fail*).

Les dispositions prises par les banques centrales dans cette situation sont nombreuses (Borio et Disyatat, 2009), et souvent techniques (*encadré 2*). Pour Giannone *et al.* (2011), il est crucial de comprendre que l'expansion du bilan de la BCE a pour objectif de promouvoir les canaux de transmission de la politique monétaire. Elle se distingue des politiques de *quantitative easing* menées par d'autres banques centrales à partir du printemps 2009, qui impliquent l'achat d'actifs sur des marchés liquides qui fonctionnent, afin d'accroître les encaisses nominales du secteur privé et jouer sur la pente de la courbe des taux¹.

L'ampleur de l'impact des politiques non conventionnelles fait l'objet de débats intenses. Plusieurs auteurs, dont Lenza *et al.* (2010), soulignent qu'elles ont principalement agi par des effets sur les taux d'intérêt et les *spreads* sur les marchés monétaires, plutôt que par des effets quantitatifs d'offre de monnaie (*graphique 4*). Selon Giannone *et al.* (2011), les mesures introduites par la BCE à partir de septembre 2008 sont parvenues, certes avec l'aide des plans de soutien des États, à épargner aux ménages et aux entreprises une panne de l'intermédiation financière. La propagation de la crise par l'effondrement du système d'intermédiation, qui a joué un rôle central dans la Grande Dépression, a ainsi été évitée². Des simulations à partir de modèles d'équilibre général confirment l'efficacité d'un échange par la banque centrale de titres liquides contre des actifs illiquides quand les taux d'intérêt nominaux sont au plancher. Del Negro *et al.* (2010), par exemple, n'hésitent pas à parler de "Great Escape" : la contraction du PIB aurait pu être non pas de 6 % mais de 10 %, et le cours des actions, comme l'inflation, connaître une chute deux fois plus importante. Le multiplicateur bilanciel qu'ils estiment est de 0,63, ce qui signifie que le PIB augmente de 63 cents quand la liquidité augmente d'un dollar³.

[1] Il faut reconnaître cependant que la BCE a aussi participé à l'achat d'obligations (dès juin 2009) et d'actions (dès mai 2010), même si en volume cela représente très peu dans son bilan.

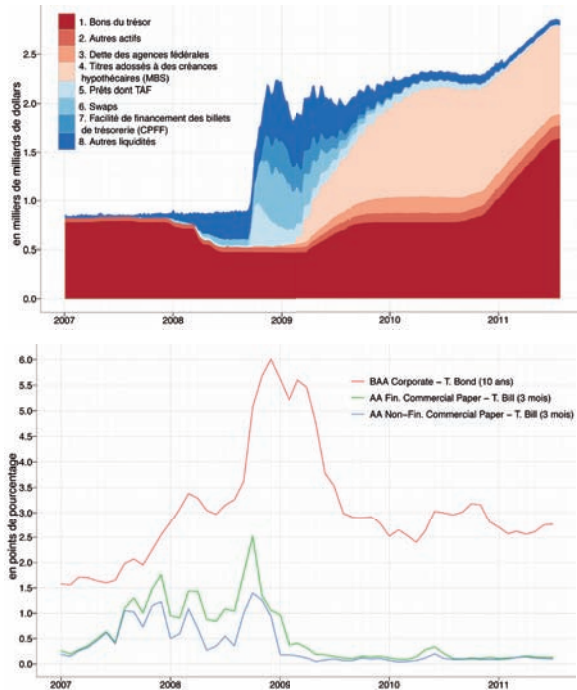
[2] D'autres études empiriques corroborent l'impact du *quantitative easing* sur les taux d'intérêt aux États-Unis et au Royaume-Uni (Gagnon, Raskin, Remache et Sache, 2010 ; Joyce, Lasaosa, Stevens et Tong, 2010).

[3] On ne peut comparer ce chiffre à un multiplicateur budgétaire (qui mesure l'effet d'une consommation publique supplémentaire sur le PIB), supérieur au moins à l'unité. En effet, dans le cas étudié, la banque centrale augmente temporairement la liquidité en contrepartie de titres privés qu'elle pourra revendre : il n'y a donc pas consommation.



Graphique 4

Modification des actifs de la Fed et conséquences sur différents spreads de taux d'intérêt aux États-Unis, 2007m1-2011m6



Source : FRED (Federal Reserve Economic Data)



Une relance budgétaire au moins deux fois plus efficace en situation de crise

L'expérience japonaise et la crainte d'une trappe à liquidité ont aussi remis sur le devant de la scène l'intérêt d'une stimulation budgétaire. L'objectif est de contrer les effets récessifs d'une augmentation des taux d'intérêt réels dans un contexte de déflation avec des taux nominaux nuls (Krugman, 1998). Un consensus semble se dégager aujourd'hui, mettant en évidence des multiplicateurs budgétaires supérieurs à 2 dans de telles conditions, donc largement supérieurs à ce que l'on trouve habituellement¹.

[1] Christiano, Elchenbaum et Rebelo [2009] ; Eggertsson [2010] ; Gomes, Jacquinot, Mestre et Sousa [2010] ; Woodford [2010]. Ces résultats sont en outre corroborés par une littérature empirique récente qui cherche à évaluer l'ampleur des multiplicateurs selon la position dans le cycle économique (Auerbach et Gorodnichenko, 2010) : dans cette dernière étude, le multiplicateur des dépenses est proche de l'unité

Selon que les taux d'intérêt nominaux sont déterminés par une règle de Taylor ou qu'ils sont au plancher à la suite d'un choc spécifique, les effets multiplicateurs d'une stimulation budgétaire à partir d'un même modèle¹ sont très différents. Plus précisément, les résultats convergent pour souligner qu'une augmentation temporaire des dépenses publiques a un impact sur la production beaucoup plus élevé que dans des circonstances normales. Certaines réductions d'impôts s'avèrent en outre bénéfiques dans cette situation de taux nuls, comme les taxes à la consommation ou les crédits d'impôts pour les investissements ; d'autres, comme la réduction des taxes sur le capital ou sur les salaires, ont des effets pervers. En d'autres termes, la réduction d'impôts fortement distorsifs visant à augmenter la production potentielle pourrait aboutir *in fine* à la diminuer dans un contexte de crise. On retrouve cette dynamique dans deux paradoxes : celui de l'épargne et celui du travail.

Certes, quand les taux d'intérêt nominaux sont positifs, les réductions de taxes sur le capital peuvent augmenter l'investissement et le stock de capital, et développer alors les capacités de production de l'économie. Toutefois, dans un contexte de taux nominaux nuls, le problème n'est pas l'inadéquation des capacités de production mais l'insuffisance de la demande agrégée. Réduire les taxes sur le patrimoine pousse ainsi les individus à épargner alors qu'on vise l'inverse. Si chacun commence à épargner plus, la demande se contracte, et les revenus des ménages aussi, réduisant *in fine* leur capacité à épargner. Paradoxalement, une conséquence de la réduction de la fiscalité sur le capital est une baisse de l'épargne globale, en équilibre général, parce que chacun cherche à épargner davantage².

De manière similaire, ces modèles montrent qu'une politique de réduction des impôts sur le travail est expansive dans des circonstances normales (en accord avec la plupart des résultats de la littérature). En revanche, lorsque le taux d'intérêt nominal est nul, la relation change et de telles réductions d'impôts deviennent récessives. En effet, en réduisant les coûts marginaux des entreprises, ces réductions fiscales diminuent les prix des biens et services produits. Cela augmente alors le taux d'intérêt réel car la banque centrale ne peut pas tempérer cette baisse des prix par une réduction des taux directeurs qui sont déjà au plancher. Ce mécanisme mis en évidence par Eggertsson

dans les périodes d'expansion et supérieur à 2 en creux de cycle.

(1) On utilise un modèle d'équilibre général dynamique stochastique néo-keynésien avec une concurrence monopolistique entre les entreprises et des frictions dans la fixation des prix et des salaires.

(2) Le paradoxe de l'épargne est développé originellement par Keynes.

(2010) prend le nom de paradoxe du travail : si chacun veut travailler plus en situation de crise avec des taux nuls, le résultat, en équilibre général, est que chacun travaille moins.

En outre, l'augmentation des dépenses publiques paraît dans ce cadre très efficace. Dans le modèle estimé par Eggertsson (2010) par exemple, le multiplicateur budgétaire est de 2,3 aux États-Unis, c'est-à-dire que chaque dollar dépensé par le gouvernement augmente la production de 2,3 dollars¹. Pourquoi le multiplicateur est-il si élevé ? La principale cause du déclin du PIB et des prix est l'anticipation du recul de la production et la déflation. Mais si le secteur privé anticipe une augmentation des dépenses publiques tant que les taux d'intérêt nominaux sont nuls, les anticipations de récession sont modifiées, ce qui a un effet stimulant au cours de cette période. Les anticipations jouent ainsi un rôle décisif pour expliquer l'effet multiplicateur des dépenses publiques. L'élément clé réside donc dans l'engagement de l'État à soutenir la demande jusqu'à la fin de la récession. Dans ce cadre, la durée de mise en œuvre des plans de relance apparaît moins cruciale, dès lors que la politique budgétaire est crédible.

Deux autres arguments peuvent être avancés pour expliquer les multiplicateurs élevés pendant la crise : les contraintes de crédit, qui rendent la demande davantage dépendante du revenu courant, et la coordination internationale dans le cas présent. Quoi qu'il en soit, nombre de simulations à partir de modèles néo-keynésiens attestent l'efficacité des politiques budgétaires de relance dans des situations de crise. Les divergences tiennent davantage aux différentes hypothèses des auteurs sur la nature des dépenses publiques supplémentaires. Par exemple, le modèle de Cogan *et al.* (2010) étudie les effets d'une croissance des dépenses publiques dans un modèle très semblable à ceux évoqués précédemment et établit pourtant des multiplicateurs beaucoup plus faibles. Cette différence tient au fait que les dépenses publiques supplémentaires qu'ils modélisent sont considérées comme permanentes, alors que les auteurs évoqués précédemment les voient comme un stimulus temporaire en réponse à une activité dégradée. Ce point a l'avantage de souligner l'importance du retour des dépenses publiques à leur ancien niveau une fois la crise passée et la croissance retrouvée.

Cependant, les politiques menées depuis 2008 alourdissent les bilans publics, à la fois des États et des banques centrales, et présentent des coûts certains. Ces

[1] L'intervalle de confiance 5 %-95 % indique même un multiplicateur compris entre 1,4 et 3,3.

coûts sont certes à rapporter aux gains d'avoir évité une Grande Dépression, mais le retour à la normale risque de les faire peser davantage. En effet, si le passage à un régime de taux nominal nul et la crainte de sombrer dans une trappe à liquidité ont permis aux multiplicateurs d'être si importants, c'est la sortie d'un tel régime qu'il faut envisager aujourd'hui.

➤ LA GESTION D'UNE SORTIE DE CRISE EXCEPTIONNELLE

Pour chaque type de politique économique, il faut envisager, d'une part, les mesures à prendre aujourd'hui pour sortir définitivement de la crise, sans nuire à la croissance et à la baisse du chômage (*encadré 3*) et, d'autre part, les réformes plus profondes dans le pilotage macroéconomique pour éviter qu'une nouvelle crise majeure ne se déclenche.

▼ Encadré 3 L'erreur de 1937

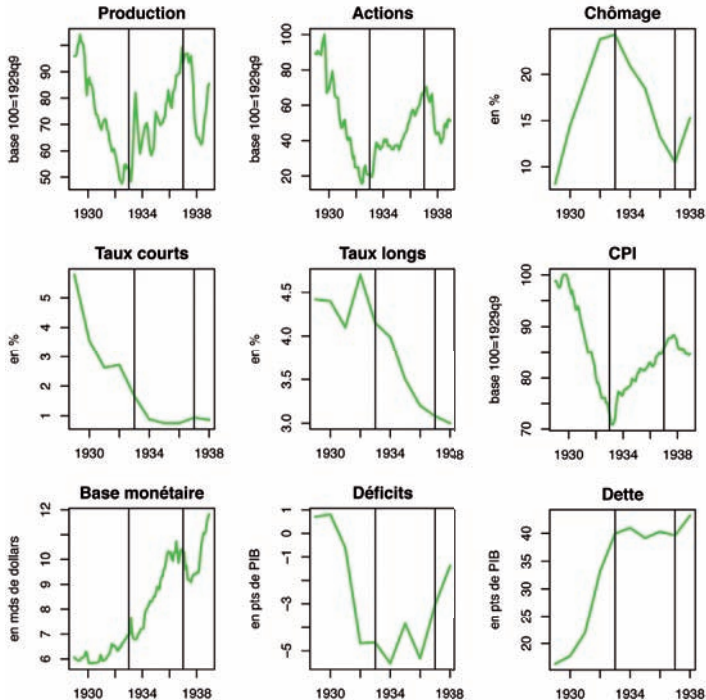
Des études récentes, antérieures à la crise actuelle, relisent avec une grille d'analyse nouvelle la fin de la Grande Dépression aux États-Unis et éclairent en creux la situation actuelle.

Il apparaît que la reprise américaine en 1933 tient, pour une part, à un changement fort dans les anticipations, à la suite des mesures prises par F. D. Roosevelt qui remettent en cause les dogmes économiques de l'époque. En effet, sur le plan monétaire, le nouveau président américain abolit le régime de l'étalon-or et annonce explicitement une cible d'inflation qui permette le retour au niveau des prix d'avant 1929¹. Du côté budgétaire, Roosevelt augmente les dépenses et les déficits publics, ce qui rend ses objectifs crédibles. Il en résulte une baisse substantielle des taux d'intérêt réels *ex ante* due à une stabilisation puis à une ré-augmentation progressive du niveau des prix et de la production. Un tel changement de régime expliquerait, selon Eggertsson [2008], 70 % à 80 % de la reprise de la production et des prix entre 1933 et 1937 (*cf. graphiques ci-après*).

Cependant, les États-Unis connaissent une nouvelle récession à partir de 1937 (entre mai 1937 et juin 1938, le PIB se contracte de 9 % et la production industrielle de 32 %), imputable principalement à des erreurs de politique

[1] Roosevelt déclare au *Wall Street Journal* le 1^{er} mai 1933 : "Notre but premier est d'assurer une augmentation du niveau général des prix. À cette fin, des actions simultanées doivent être entreprises sur les plans économique et monétaire" (cité par Eggertsson et Pugsley, 2006).

Évolution des variables réelles et nominales aux États-Unis durant la Grande Dépression



Lecture : La première ligne verticale marque l'arrivée de Roosevelt à la présidence des États-Unis en mars 1933, la seconde le début de l'année 1937.

Source : Société des Nations, Bordo et al. (2000), FRED

économique (Eggertsson et Pugsley, 2006). Selon ces auteurs, l'« erreur de 1937 » tiendrait ainsi à l'arrêt prématuré des mesures prises à l'arrivée de Roosevelt, ou du moins à une mauvaise communication des décisions que l'administration allait prendre, surtout sur les objectifs d'inflation. Les signes indiquaient que la dépression était finalement terminée ; les taux d'intérêt, proches de zéro pendant plusieurs années, allaient augmenter ; quelques inquiétudes naissaient sur une inflation excessive à venir, surtout pour ceux qui regardaient l'expansion de la base monétaire des années passées [cf. graphiques]¹. À partir de février 1937, le président de la Fed,

[1] Les auteurs soulignent en introduction que cette situation ne devait pas être étrangère au public japonais en 2006. Ils seraient certainement d'accord pour adresser ces remarques à un public beaucoup plus large en 2011.

Marriner S. Eccles, juge que les taux directeurs sont excessivement faibles et suggère d'accroître les réserves afin d'augmenter explicitement les taux longs. Eccles réclame ensuite au Trésor américain de combattre une inflation "excessive" en équilibrant le solde budgétaire public¹. Et Roosevelt de déclarer, le 2 avril 1937 : "Je suis préoccupé, nous le sommes tous, par l'augmentation des prix de certains produits" – alors même que le niveau des prix restait encore bien en dessous de celui de 1929.

L'erreur de 1937 réside dans ce combat prématuré. Un modèle tel que celui évoqué précédemment sur les multiplicateurs budgétaires prédit que si les prix sont en dessous de leur cible et que l'État abandonne sa politique d'inflation, les taux d'intérêt réels vont augmenter. La fin de la dépression de 1937-1938 est en accord avec cette hypothèse, quand l'administration Roosevelt se décide à mener à nouveau une politique inflationniste.

Il demeure certes délicat d'appliquer à la zone euro exactement les mêmes préconisations qui prévalaient à l'époque pour les États-Unis, dans la mesure où la déflation est aujourd'hui bien moins importante. Il n'est cependant pas nécessaire d'avoir une déflation aussi considérable que celle des années 1930 pour obtenir ces résultats, car même avec des prix très rigides, la spirale de contraction passe avant tout par la production.

Le ciblage temporaire des prix et une accélération de l'inflation à court terme

Si bon nombre de banques centrales fixent aujourd'hui des objectifs de stabilité des prix à partir d'une cible d'inflation, plusieurs voix s'élèvent pour s'en départir momentanément : Woodford par exemple, dans une tribune parue en 2010 dans le *Financial Times*², préconise de fixer une cible des prix en niveau, permettant de rattraper leur faible croissance, voire la déflation des années de crise. Les coûts de mise en œuvre d'une politique de ciblage des prix paraissent en effet bien inférieurs aux gains espérés.

L'idée avait été relancée dans le débat public à partir d'un discours prononcé par Ben Bernanke en 2003, où il cherchait une issue à l'impasse japonaise³. Cela

[1] Pour d'autres exemples d'une communication en faveur d'une lutte contre l'inflation, voir Eggertsson et Pugsley [2006], p. 25.

[2] Woodford M. [2010], "Bernanke needs inflation for QE2 to set sail", *Financial Times*, 11 octobre.

[3] Celui-ci rappelait alors que les prix étaient au Japon sur une tendance baissière, avec un déclin cumulatif de 4 % à 9 % selon l'indice retenu entre 1998 et 2003. Or, selon lui, l'objectif de stabilité des prix devait nécessiter non seulement une stabilisation effective, mais aussi une politique de reflation de

n'allait pas de soi, de la part d'un économiste qui s'était fait l'avocat de cibles explicites d'inflation définies par les banques centrales (Bernanke et Mishkin, 1997). La cible d'inflation a d'ailleurs été largement adoptée par les banques centrales au cours des deux dernières décennies¹, ce qui se révèle un moyen efficace pour communiquer : en clarifiant les objectifs de la banque centrale, elle aide à focaliser et à ancrer les anticipations d'inflation et réduit l'incertitude sur les marchés financiers. Dans le cas japonais, Bernanke considérait cependant que le ciblage d'inflation n'était pas suffisant et préconisait de viser le niveau de prix qui aurait prévalu si l'inflation avait atteint sa cible au cours des années passées, et ainsi de réduire le *price-level gap*, la différence entre le prix effectif et le prix ciblé. L'avantage le plus clair aurait été de soulager le secteur bancaire et les emprunteurs contraints de payer leurs dettes en yen d'une valeur plus élevée que celle anticipée. Bien sûr, la chute du prix des actions et les problèmes structurels des firmes japonaises étaient importants, mais une accélération de l'inflation aurait atténué leurs difficultés.

Plus formellement, l'idée est que les décideurs politiques doivent prendre des décisions d'autant plus agressives que l'économie s'éloigne de leur objectif (Eggertsson et Woodford, 2003). Ce n'est pas le cas avec une simple cible d'inflation : en effet, si la cible n'est pas atteinte à une période, rien n'indique que la banque centrale ne prendra pas la même position l'année suivante. L'échec de la cible d'inflation n'est ainsi pas pénalisant puisque aucun effort supplémentaire n'est exigé l'année suivante.

Au contraire, avec une cible de prix, une déflation continue sur plusieurs périodes oblige à des objectifs de plus en plus élevés en termes d'inflation à court terme, dans la mesure où le *price-level gap* donne naissance à un effort intensifié de la part de la banque centrale qui doit conduire les individus à anticiper que l'inflation remplacera la déflation.

Si un ciblage en niveau de prix présente tant d'avantages, il convient de s'interroger sur les raisons qui empêchent son adoption aujourd'hui. La période de Grande Modération a été perçue comme un succès des politiques de ciblage d'inflation, même si la crise économique récente vient néanmoins tempérer cette vision. En outre, à l'exclusion de la Suède qui a adopté un ciblage du niveau des prix lors de la Grande Dépression en abandonnant l'étalon-or en 1931, aucun autre pays ne

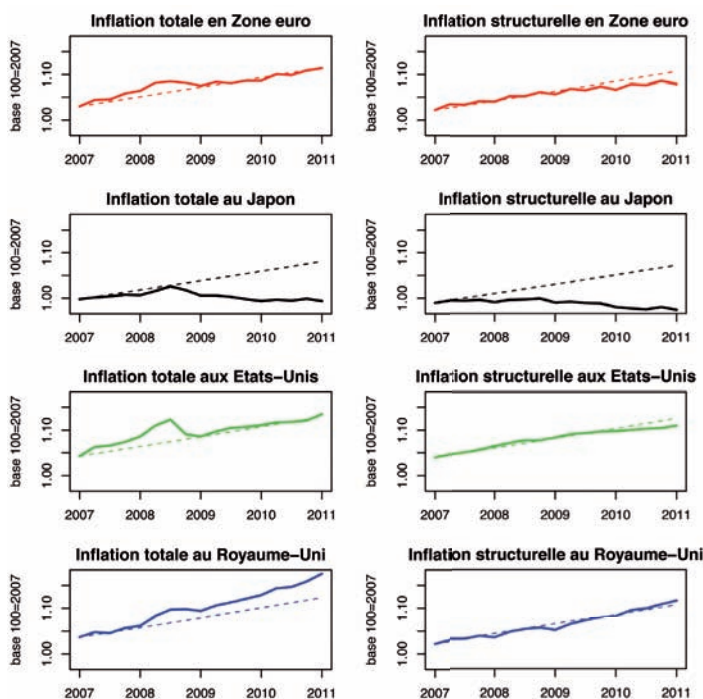
l'économie qui restaurerait le niveau des prix qui prévalait avant la déflation.

(1) La BCE a ainsi comme premier objectif de maintenir la stabilité des prix, autrement dit "une inflation en dessous mais proche de 2 %".

s'est aventuré sur cette voie, même si la Banque du Canada étudie activement un éventuel changement. De plus, les conséquences de la crise de 2007 sur les niveaux des prix dans les grands pays développés ne sont perceptibles que si l'on regarde l'indice des prix structurels, hors prix alimentaires et de l'énergie (*graphique 5*). Or la BCE, par exemple, s'intéresse davantage à un indice global des prix. Enfin, il y a chez certains la crainte que la banque centrale n'aille trop loin, et que le problème de déflation ne se transforme en problème d'inflation. En effet, les coûts d'une telle transition peuvent être élevés si la politique monétaire n'apparaît pas suffisamment crédible.



Graphique 5 Niveau des prix totaux et structurels dans les grands pays développés, 2007T1-2011T1



Lecture : Le trait plein désigne l'inflation totale ou structurelle, qu'il faut comparer à une évolution régulière de 2 % par an à partir du premier trimestre 2007, en pointillé. La crise a entraîné une perte dans le niveau des prix structurels par rapport à une évolution normale, très nettement pour le Japon, et assez fortement pour la zone euro et les États-Unis.

Source : OCDE

De telles craintes, quoique fondées, appellent néanmoins deux remarques. D'une part, les gains pour l'économie réelle d'une restauration plus rapide du niveau des prix d'avant-crise sont potentiellement élevés. D'autre part, l'idée que l'inflation pourrait être durablement plus élevée est défendue par certains économistes, comme Blanchard *et al.* (2010), du moins dans les périodes de forte croissance, de manière à laisser davantage d'espace à la baisse des taux d'intérêt nominaux en cas de choc adverse¹.

Woodford, dans sa tribune au *Financial Times*, rappelle cependant qu'une augmentation de la cible d'inflation risquerait d'accroître la volatilité des prix, et l'incertitude sur la valeur du dollar pourrait alors majorer les taux sur les titres de dette au lieu de les abaisser. Il conclut qu'une cible temporaire du niveau des prix permettrait des gains importants pour l'économie, tout en évitant les risques de dérapage si la banque centrale reste sur sa cible d'inflation à moyen terme.

Finalement, faute d'études approfondies qui compareraient l'ensemble des coûts liés à une hausse de l'inflation, comme une réindexation salariale par exemple, aux bénéfices tirés de l'éloignement du taux d'intérêt nominal nul, un consensus parmi les économistes semble émerger en faveur d'un ciblage temporaire du niveau des prix pour les prochaines années.

L'articulation avec une politique macroprudentielle pour mieux assurer la stabilité financière

Le "consensus de Jackson Hole"² qui prévalait depuis le milieu des années 1990, considérant que la banque centrale ne devait s'occuper du prix des actifs que s'il avait un impact sur l'inflation (Bernanke et Gertler, 2001), paraît mis à mal aujourd'hui. La crise montre ainsi qu'un univers de taux bas est propice au *leverage* et que la fourniture de liquidité à très faible coût peut nourrir les bulles (*encadré 4*). Toutefois, si pour d'autres raisons l'inflation est faible (émergence de la Chine par exemple), il faut un instrument supplémentaire pour gérer l'inflation du prix des actifs parallèlement à la déflation sur les biens et services. Les économistes, du moins au niveau théorique, ont laissé peu de place à une régulation macroprudentielle, et se sont plutôt préoccupés des asymétries d'information, sur un plan microéconomique. Il existe aujourd'hui

[1] Leigh [2009] montre en outre que le Japon aurait pu éviter une trop forte perte de production si la banque centrale japonaise avait eu une cible d'inflation plus élevée.

[2] Du nom d'une ville du Wyoming où les principaux économistes et dirigeants des banques centrales se réunissent tous les étés.

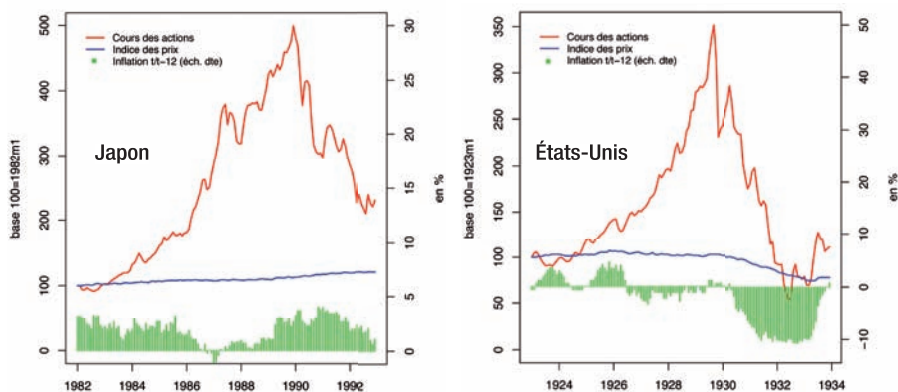
une véritable opportunité pour mettre en place une politique macroprudentielle en se dotant par exemple de ratios prudentiels contracycliques. Si le *leverage* paraît excessif, les ratios prudentiels peuvent ainsi être augmentés ; si la liquidité est trop faible, les ratios de liquidité peuvent être introduits ; pour diminuer le prix de l'immobilier, les ratios d'endettement maximum peuvent être réduits¹.



Encadré 4 Exemples historiques de stabilité des prix et d'instabilité financière

L'exemple récent le plus frappant de déséquilibres financiers dans un environnement de faible inflation est le Japon de la fin des années 1980. L'inflation est en effet à zéro ou presque en 1986, 1987 et 1988 (cf. graphique ci-dessous) et reste en dessous de 4 % sur la période, tandis que le cours des actions est multiplié par 5 entre début 1983 et fin 1989. Cette expérience n'est pas unique dans l'histoire puisque la bulle qui a explosé lors de la Grande Dépression américaine (avec un triplement du prix des actions entre 1925 et 1929) s'était constituée dans un climat d'inflation très faible, et même négative, du milieu de l'année 1926 jusqu'au milieu de l'année 1929².

Évolution de l'inflation, des prix et du cours des actions au Japon (1982-1992) et aux États-Unis (1923-1933)



Source : OCDE, FRED, Shiller Online Data

[1] Voir les propositions de la Banque d'Angleterre en 2009 et Borio [2011]. Sur la capacité à détecter des bulles sur les actifs mobiliers ou immobiliers, voir Brand T. et Mareuge C. [2011] et le document de travail correspondant.
[2] Borio et Lowe [2002].

Le problème reste de savoir à qui incombe la tâche de définir ces ratios. À partir du constat fait plus haut¹, l'idée défendue notamment par Blanchard (2010) est de confier cet instrument à la banque centrale. Sa responsabilité dans l'ampleur et la fréquence des cycles financiers serait donc accrue, avec un objectif qui dépasserait la stricte stabilité des prix. L'un des inconvénients d'une telle réforme réside dans la moindre transparence de l'objectif de stabilité financière, contrairement à la clarté d'une cible d'inflation. Ce problème n'est sans doute pas à sous-estimer et la recherche économique doit certainement être poursuivie plus avant en ce domaine. Il reste qu'une étroite coordination entre politiques monétaire et macroprudentielle apparaît aujourd'hui comme une nécessité (Aglietta, Berrebi et Cohen, 2009).

Consolidation budgétaire et “espace budgétaire” à utiliser en cas de retournement conjoncturel

Les déficits publics creusés pour relancer l'activité et éviter un effondrement du système bancaire et financier ont pour contrepartie une forte croissance de l'endettement public qui nécessite des efforts de restriction, une fois la crise finie. La difficulté est de décider du meilleur *timing* des consolidations budgétaires nécessaires à l'avenir. L'enjeu est particulièrement important pour la France, qui semble avoir historiquement une tendance à entreprendre des ajustements budgétaires moins importants que la plupart des autres pays développés quand la conjoncture économique se révèle favorable².

Certains ont développé l'idée que les multiplicateurs budgétaires pouvaient ne pas fonctionner lors d'épisodes de consolidations, autrement dit être sans grand impact sur l'activité. À partir des travaux de Giavazzi et Pagano (1990) qui prennent l'exemple du Danemark (1983) et de l'Irlande (1987), développés par Alesina et Perotti (1995) et plus récemment par Alesina et Ardagna (2009), il apparaît qu'une réduction des dépenses peut même avoir des effets expansifs sur l'activité.

Cependant, plusieurs études empiriques récentes développent des éléments d'appréciation des ajustements budgétaires sur l'activité à rebours des conclusions des tenants de la “consolidation budgétaire expansionniste”.

[1] Selon lequel on a trop longtemps dissocié totalement politique monétaire et politique macroprudentielle, alors qu'elles vont de pair.

[2] Voir Brand [2008] et Brand et Passet [2010].

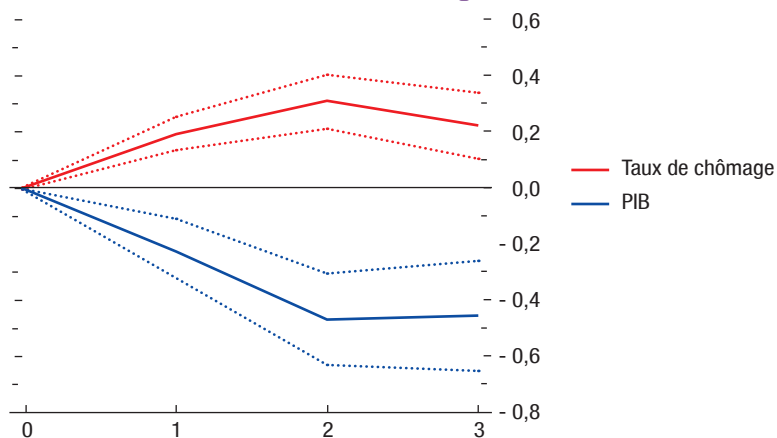


Encadré 5

Les effets des ajustements budgétaires sur l'activité selon le FMI

Les résultats empiriques convergent et attestent que l'ajustement budgétaire a presque systématiquement un effet récessif sur le PIB. Ainsi, une consolidation d'un point de PIB réduit la croissance d'environ un demi-point dans les deux ans qui suivent, et augmente le taux de chômage de 0,3 point de pourcentage [cf. graphique ci-dessous]. La demande domestique (consommation et investissement) chute quant à elle d'environ un point. La réduction des taux d'intérêt, décidée par les banques centrales, permet cependant de diminuer la pression à la baisse exercée sur la croissance. Pour chaque point de PIB de déficit en moins, les taux d'intérêt baissent ainsi en moyenne de 20 points de base au bout de deux ans. La diminution de la valeur réelle de la monnaie domestique (dépréciation nominale ou dévaluation) joue en outre un rôle important pour atténuer l'impact dépressif de la consolidation, en augmentant les exportations nettes. Pour chaque point de déficit en moins, la valeur de la monnaie diminue en moyenne de 1,1 %, et la contribution des exportations au PIB augmente de 0,5 point. Puisque les pays ne peuvent pas tous augmenter leurs exportations nettes au même moment, cela implique une contraction du PIB plus importante quand tous les pays ajustent leur budget en même temps.

Impact d'une réduction du déficit public de 1 point de PIB sur le PIB et le chômage



Lecture : t=1 représente l'année de consolidation. Les lignes en pointillé correspondent à +/- un écart-type.

Source : FMI World Economic Outlook, octobre 2010, calculs FMI

De plus, les consolidations budgétaires qui reposent plus sur des coupes de dépenses que sur une augmentation des impôts ont en général un impact moins sévère sur la production. En effet, les banques centrales réagissent plus favorablement en baissant davantage les taux. Cela est particulièrement vérifié pour une hausse des taxes sur la consommation. Dans les pays qui font face à un risque élevé de défaut, les contractions du PIB sont en moyenne moins douloureuses. Pourtant, même parmi ces pays, les effets expansionnistes d'une réduction du déficit sont peu fréquents.

Les auteurs du rapport ont par ailleurs recours à des simulations à partir d'un modèle (GIMF) semblable à ceux évoqués précédemment. Ils concluent que la réduction de la dette publique est bénéfique à long terme et stimule l'investissement privé. De plus, une moindre charge d'intérêt crée un "espace budgétaire" pour réduire les taxes les plus distortives. À court terme toutefois, si les taux d'intérêt sont nuls, les effets d'une contraction budgétaire sur l'activité restent rudes¹.

Le FMI, dans le *World Economic Outlook* d'octobre 2010 (chapitre 3), et plus récemment encore Guajardo *et al.* (2011), fournissent des résultats détaillés sur la question à partir d'un examen minutieux des mesures budgétaires prises dans les pays développés au cours des trente dernières années. Après une critique des méthodes de mesure des consolidations effectuées dans les articles précités², les auteurs ont recours à une méthode narrative à la Romer et Romer (1989, 2010) qui recense toutes les lois de finances passées, dans les différents pays, au cours de la période, de manière à saisir l'intention des décideurs, plus que les résultats. Ils en déduisent plusieurs faits intéressants (*encadré 4*), qui amènent à la conclusion que si l'ajustement budgétaire est nécessaire, il a aussi un coût, qui est plus mesuré cependant lorsque la consolidation est réalisée en période de croissance soutenue.

Toutefois, si, à la suite de la crise récente, on reconnaît les vertus de la politique budgétaire comme instrument contracyclique au même titre que les taux

[1] Par simplicité, leur modèle ignore la possibilité que les banques centrales répondent à un ajustement budgétaire en utilisant des instruments non conventionnels, tel le *quantitative easing*. Dans la mesure où de tels instruments offrent un soutien à l'activité, de telles simulations peuvent surestimer l'impact d'un taux d'intérêt plancher nul.

[2] Alesina et Perotti [1995] par exemple s'attachent à la variation du solde budgétaire structurel pour évaluer la volonté politique de résorber le déficit public, dont la mesure est particulièrement soumise à débat. En effet, une telle méthodologie peut biaiser l'analyse en surestimant l'impact expansionniste des ajustements budgétaires ou en incluant des effets non politiques dans les variations de solde structurel [comme une variation sur le prix des actifs par exemple].

directeurs de la banque centrale, il faut, en période de croissance, se doter d'un "espace budgétaire", c'est-à-dire de finances publiques équilibrées, pour pouvoir mener une politique agressive au moment où les multiplicateurs sont les plus forts. Réconcilier la reconstitution de marges de manœuvre budgétaires et l'impact des ajustements sur une économie encore fragile nécessite de la part des États un développement de leur capacité à s'engager de manière crédible à long terme. Assurer la soutenabilité des régimes de retraite pour les générations futures ou se doter de règles budgétaires qui imposent à l'avenir des finances équilibrées quand l'économie est en haut de cycle¹ sont autant de gages d'une volonté forte de rétablissement de l'équilibre budgétaire à moyen et long terme. De tels engagements doivent permettre, à court terme, de ne pas sacrifier la reprise par un retrait trop brutal des politiques publiques de soutien.



Thomas Brand, département Économie-Finances

[1] Voir Ben Jelloul et Brand (2010).

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta M., Berrebi L. et Cohen A. (2009), “Banques centrales et globalisation”, *Expertises*, n° 7, Groupama-Asset Management.
- Aheane A., Gagnon J., Haltmaier J. et Kamin S. (2002), “Preventing deflation: Lessons from Japan’s experience in the 1990s”, *International Finance Discussion Papers*.
- Alesina A. et Perotti R. (1995), “Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD countries”, *NBER Working Paper*.
- Alesina A. et Ardagna S. (2009), “Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending”, *NBER Working Paper*.
- Almunia M., Bénétrix A., Eichengreen B., O’Rourke K. H. et Rua G. (2009), “From Great Depression to Great Credit Crisis”, paper presented at the 50th Economic Policy Panel Meeting, Tilburg, 23-24 octobre.
- Auerbach A. J. et Gorodnichenko Y. (2010), “Measuring the output responses to fiscal policy”, *NBER Working Paper*.
- Ben Jelloul M. et Brand T. (2010), « La France et l’Europe face à la crise économique. Volet 4. Coordination budgétaire européenne et règle d’équilibre interne », *La Note d’analyse*, n° 194, Centre d’analyse stratégique, septembre.
- Benhabib J., Schmitt-Grohé S. et Uribe M. (2001), “The perils of Taylor rules”, *Journal of Economic Theory*, vol. 96, p. 40-69.
- Bernanke B. (1983), “Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, vol. 73, p. 257-276.
- Bernanke B. (2003), “Some thoughts on monetary policy in Japan”, conférence prononcée le 31 mai 2003 devant la Société japonaise d’économie monétaire, Tokyo.
- Bernanke B. et Gertler M. (2001), “Should central bank respond to movements in asset prices?”, *American Economic Review*, vol. 91, p. 253-257.
- Bernanke B. et Mishkin F. (1997), “Inflation targeting: A new framework for monetary policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, vol.11, p. 97-116.
- Blanchard O. (2008), “The state of macro”, *NBER Working Paper*.
- Blanchard O., Dell’Ariccia G. et Mauro P. (2010), “Rethinking macroeconomic policy”, *IMF Staff Position Note*.
- Bordo M., Dueker M. et Wheelock D. (2000), “Aggregate price shocks and financial instability: An historical analysis”, *NBER Working Paper*.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peria M. et Rose A. (2001), “Is the crisis problem growing more severe?”, *Economic Policy*, p. 53-82. Base de données à l’adresse <http://sites.google.com/site/michaelbordo/home3>.
- Borio C. (2011), “Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: Journey, challenges and a way forward”, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3, à paraître.

- Borio C. et Disyatat P. (2009), “Unconventional monetary policies: An appraisal”, *BIS Working Paper*.
- Borio C. et Lowe P. (2002), “Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus”, *BIS Working Paper*.
- Brand T. (2008), “Après la crise, quel retour à l'équilibre des finances publiques à moyen terme ?”, *La Note de veille*, n° 112, Centre d'analyse stratégique, octobre.
- Brand T. et Passet O. (2010), “La France et l'Europe face à la crise économique. Volet 1. La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale”, *La Note d'analyse*, n° 191, Centre d'analyse stratégique, septembre.
- Brand T. et Mareuge C. (2011), “Gouvernance économique européenne : quels indicateurs pour prévenir les déséquilibres et renforcer la convergence ?”, *La Note d'analyse*, n° 235, Centre d'analyse stratégique, septembre.
- Bullard J. (2010), “Seven faces of «the peril»”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.
- Christiano L. (2004), “The zero-bound, low inflation, and output collapse”, *mimeo*, Northwestern University.
- Christiano L., Eichenbaum M. et Rebelo S. (2009), “When is government spending multiplier large”, *NBER Working Paper*.
- Cogan J., Cwik T., Taylor J. et Wieland V. (2010), “New keynesian versus old keynesian government spending multipliers”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 34, p. 281-295.
- Curdia V. et Woodford M. (2011), “The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, p. 54-79.
- Del Negro M., Eggertsson G., Ferrero A. et Kiyotaki N. (2010), “The Great Escape? A quantitative evaluation of the Fed's non-standard policies”, *mimeo*.
- Eggertsson G. (2008), “Great expectations and the end of the Depression”, *American Economic Review*, vol. 98, p. 1476-1516.
- Eggertsson G. (2010), “What fiscal policy is effective at zero interest rates?”, *NBER Macroeconomics Annual*.
- Eggertsson G. et Pugsley B. (2006), “The mistake of 1937: A general equilibrium analysis”, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*.
- Eggertsson G. et Woodford M. (2003), “The zero bound on interest rates and optimal monetary policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 139-211.
- Friedman M. et Schwartz A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press.
- Gagnon J., Raskin M., Remache J. et Sack B. (2010), “Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?”, *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 441.
- Giannone D., Lenza M., Pill H. et Reichlin L. (2011), “Non-standard monetary measures and monetary developments”, *ECB Working Paper*.

- **Giavazzi F. et Pagano M. (1990)**, “Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries”, *NBER Macroeconomics Annual*.
- **Gomes S., Jacquinet P., Mestre R. et Sousa J. (2010)**, “Global policy at the zero-lower bound in a large-scale model”, *ECB Working Paper*.
- **Guajardo J., Leigh D. et Pescatori A. (2011)**, “Expansionary austerity: New international evidence”, *IMF Working Paper*.
- **Joyce M., Lasaosa A., Stevens I. et Tong M. (2010)**, “The financial market impact of quantitative easing”, *Bank of England Working Paper*.
- **Kozicki S., Santor E. et Suchanek L. (2010)**, “Central bank balance sheets and long-term forward rates”, in Chadha J. et Holly S. (eds), *Lessons for Monetary Policy from the Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- **Krugman P. (1998)**, “It’s baaack! Japan’s slump and the return of the liquidity trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 137-205.
- **Leigh D. (2009)**, “Monetary policy and the lost decade: Lessons from Japan”, *IMF Working Paper*.
- **Lenza M., Pill H. et Reichlin L. (2010)**, “Monetary policy in exceptional times”, *Economic Policy*, vol. 62, p. 295-339.
- **Romer C. (1992)**, “What ended the Great Depression?”, *Journal of Economic History*, vol. 52, p. 757-784.
- **Romer C. et Romer D. (1989)**, “Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz”, *NBER Macroeconomics Annual*, p. 121-170.
- **Romer C. et Romer D. (2010)**, “The macroeconomic effects of tax changes: Estimates based on a new measure of fiscal shocks”, *American Economic Review*, vol. 100, p. 763-801.
- **Rudebusch G. (2009)**, “The Fed’s monetary policy response to the current crisis”, *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- **Sutherland A. (1997)**, “Fiscal crises and aggregate demand: Can high public debt reverse the effects of fiscal policy?”, *Journal of Public Economics*, vol. 65, p. 147-162.
- **Taylor J. (1993)**, “Discretion versus policy rules in practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, p. 195-214.
- **Woodford M. (2009)**, “Convergence in macroeconomics: Elements of the new synthesis”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 1, p. 267-279.
- **Woodford M. (2010)**, “Simple analytics of the government expenditure multiplier”, *NBER Working Paper*.
- **Ugai H. (2007)**, “Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses”, *Monetary and Economic Studies*.



La croissance de demain
est une publication
du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication :
Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction :
Pierre-François Mourier,
directeur général adjoint

Secrétariat de rédaction :
Olivier de Broca

Création : Christine Mahoudiaux

Crédits photos :

Couverture : Fotolia

Intérieur : Thierry Marro
(Centre d'analyse stratégique)

Réalisation : COM&O

Impression :

Imprimé en France

Df : 5RD28900

ISBN : 978-2-11-008880-2

© Direction de l'information légale
et administrative - Paris 2012

Diffusion :

Direction de l'information légale
et administrative

La documentation Française

Contact presse :

Jean-Michel Roullé,

responsable de la Communication

01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38

jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

www.strategie.gouv.fr



Centre d'analyse stratégique

18, rue de Martignac
75700 Paris Cedex 07
Tél. 01 42 75 60 00

www.strategie.gouv.fr

Quel sentier de croissance emprunter au sortir de la crise ? Sur quels secteurs et avec quels leviers bâtir notre politique industrielle et d'innovation ? La France qui doit avant tout restaurer sa compétitivité est confrontée à un double défi : reconstituer ses parts de marché au sein de la zone euro et capter la demande des économies émergentes. Les conséquences de la crise financière sur l'économie ont été fortement atténuées grâce aux mesures exceptionnelles prises en matière budgétaire et monétaire mais comment aujourd'hui assurer un retour à la normale sans nuire à la croissance et à l'emploi ?

Organisé par le Centre d'analyse stratégique, ce colloque a réuni de nombreux experts français et étrangers : Karl Aiginger, Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré, Christian de Boissieu, Laurence Boone, François Bouvard, Dominique Bureau, Gilles Carrez, Daniel Cohen, Benoît Cœuré, Michel Didier, Pierre-Olivier Gourinchas, Mathilde Lemoine, Jean Pisani-Ferry, Antoine Raymond, Luc Rousseau, Frank Smets, Jean-Luc Tavernier. Les débats sont ouverts par Michel Barnier et François Baroin, et clos par le Premier ministre, François Fillon.

Diffusion

Direction de l'information légale et administrative

La **documentation** Française

Tél. : 01 40 15 70 00

www.ladocumentationfrancaise.fr



Imprimé en France

Df : 5RD28900

ISBN : 978-2-11-008880-2

Prix : 12,00 euros