



## L'économie européenne face à la crise des dettes souveraines

*Les économies européennes ont enregistré une croissance vigoureuse au premier semestre 2011, dans la lignée de la bonne tenue de l'activité tout au long de l'année 2010. Toutefois, la crise de la dette grecque s'est traduite à l'été 2011 en un mouvement de défiance généralisé vis-à-vis des dettes souveraines de l'ancien continent, au point de créer un choc d'incertitude qui a affecté les décisions d'investissement et de consommation. La dégradation des notes des dettes publiques est venue entériner un nouveau contexte financier pour la France, l'Italie et l'Espagne. Ce choc d'incertitude s'est traduit dans l'économie réelle par un ralentissement puis une contraction du PIB sur les deux derniers trimestres de l'année. Si les plans de sauvetage de l'économie grecque et l'intervention massive de la Banque centrale européenne sont parvenus à apaiser les tensions, les perspectives d'activité demeurent moroses pour le début d'année 2012. La France a échappé à la contraction d'activité et enregistre sur l'année 2011 une hausse du PIB de + 1,7 %. Néanmoins, le marché du travail a déjà pâti des moindres perspectives de croissance. Au second semestre 2011, l'emploi marchand recule de 54 000 postes. La France métropolitaine compte 2,7 millions de chômeurs au quatrième trimestre 2011.*

Sur l'année 2011, les économies avancées ont enregistré des évolutions divergentes, en fonction de leur exposition aux chocs macroéconomiques. Les États-Unis ont connu une croissance modérée du PIB (+ 1,7 %) tandis que le Japon faisait face aux conséquences du Tsunami (- 0,7 %). Au sein de la zone euro, l'écart est également frappant entre l'Allemagne (+ 3,1 %), la France (+ 1,7 %), l'Espagne (+ 0,7 %) et l'Italie (+ 0,5 %). Pour l'Europe, la crise des dettes souveraines a en effet conduit à la montée des tensions financières, exerçant une contrainte plus ou moins prononcée selon la situation des pays, leur niveau d'endettement et leur rythme de croissance au lendemain de la crise économique de 2008-2009.

### ***D*** ***e la crise de la dette grecque...***

L'année 2011 a été caractérisée par une succession de tensions financières qui ont mis sur le devant de la scène économique la question de la soutenabilité des dettes publiques au sein de l'Union européenne. L'intensité des chocs financiers et leurs conséquences sur l'économie

réelle conduisent aujourd'hui à qualifier cette période de « crise de la dette de la zone euro », trouvant ses sources dans la crise de la dette grecque.

Initiée en 2010, la crise de la dette publique grecque est issue de la crainte des créanciers de la Grèce sur sa capacité à rembourser ses engagements financiers, ainsi que de payer les intérêts de cette dette. L'important endettement du pays (environ 120 % du PIB), aggravé par l'ampleur du déficit budgétaire (15,5 % en 2009, 10,5 % en 2010) et la récession (- 6,9 % en 2011) ont de fait conduit à une situation de défaut.

En mai 2010, les dirigeants de la zone euro ont endossé un premier plan d'aide à la Grèce. Les pays de la zone euro ont mis en place un mécanisme d'aide sans précédent, consistant en des prêts bilatéraux pour un montant total de 110 milliards d'euros et la mise en place d'un « Fonds européen de stabilité financière » (FESF), de l'ordre de 750 milliards d'euros, pour financer d'éventuels autres sauvetages.

Malgré la mise en place de plusieurs plans d'austérité dans le pays, les objectifs de réduction du déficit public grec n'ont pas été atteints. L'envolée des taux grecs, autour de 18 %, et l'arrivée à maturité de dettes que le pays était en incapacité de rembourser, ont conduit les Européens et le FMI à adopter les grandes lignes d'un second plan de sauvetage en juillet 2011. Au niveau financier, le pays bénéficie d'une nouvelle tranche d'aides, de 109 milliards d'euros de fonds publics, principalement versés par le Fonds européen de stabilité financière. À cette occasion, le FESF voit son rôle élargi, et peut désormais racheter des obligations d'État sur le marché secondaire, participer au sauvetage des banques en difficulté, prêter à des États en situation difficile.

### ***... à une crise européenne de la dette publique***

La crise de la dette ne s'est cependant pas limitée à l'économie grecque. L'été 2011 a été caractérisé par un choc d'incertitude touchant l'ensemble des places financières et des économies du

monde. Outre les doutes sur la crédibilité du plan d'aide à la Grèce, les débats sur le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis avaient, à la fin du mois de juillet, provoqué une première vague d'inquiétude palpable sur les marchés financiers. Ce phénomène s'est prolongé avec la dégradation de la note de la dette américaine par l'agence Standard & Poor's le 7 août. La crainte d'une contamination de la dette grecque à l'ensemble de l'économie européenne a conduit à une plongée des indices boursiers sans précédent pendant la « Quinzaine noire » : du lundi 25 juillet au lundi 8 août, les indices boursiers européens chutent continûment – le CAC 40 bat un record historique, avec onze séances consécutives de baisse, du jamais vu depuis sa création en 1987.

Dans ce contexte, les taux souverains ont connu des évolutions différenciées. En Italie et en Espagne, l'écart de taux avec les obligations allemandes à 10 ans a dépassé les 500 points de base ; en France, il a culminé à 200 points de base. Ces évolutions ont de fait anticipé sur des dégradations de la note souveraine : le 13 janvier 2012, l'agence d'évaluation Standard and Poor's abaissera d'un cran la note de la France, à AA+, de deux crans celles de l'Espagne et de l'Italie (respectivement A et BBB+). L'Allemagne en revanche préservera un triple A.

La période d'août à octobre 2011 voit ainsi les tensions se diffuser aux principales économies de la zone euro. En Italie, la nomination de Mario Monti amènera à la mise en place de plans de rigueur drastiques, pour des économies estimées à 80 milliards d'euros. En France, deux plans de rigueur sont successivement adoptés pour un total de 18 milliards d'euros d'économie. Sont notamment prévues l'avancée en 2017 au lieu de 2018 de la réforme sur la date de départ à la retraite, la suppression du dispositif Scellier, une majoration des impôts sur les sociétés, la création d'un taux intermédiaire à 7 % pour la TVA.

Il faudra toutefois attendre la fin de l'année 2011 pour connaître un apaisement significatif sur les marchés financiers et la fin du choc d'incertitude. En octobre 2011, un accord est trouvé entre la France, l'Allemagne et la BCE, pour mettre en place un abandon par les banques privées de 50 % de la dette publique qu'elles détiennent sur la

Grèce et pour assurer une recapitalisation des Banques pour un montant de 106 milliards d'euros. En décembre 2011, la banque centrale européenne a intensifié le recours aux mesures non conventionnelles, en mettant en œuvre une opération exceptionnelle de refinancement illimité à 3 ans.

### ***Le choc d'incertitude a freiné l'activité économique à la fin 2011***

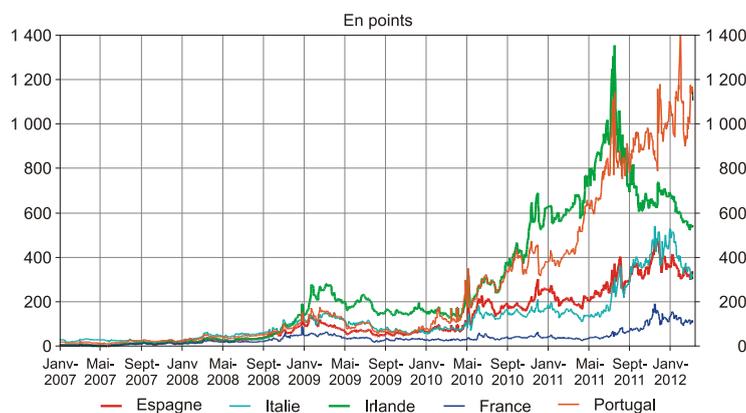
L'été 2011 présente toutes les caractéristiques d'un choc d'incertitude sur les marchés financiers : les primes de risque sur le marché interbancaire ont fortement augmenté, les écarts de taux souverains se sont creusés, les indices boursiers ont brusquement reculé et la volatilité s'est accrue. Ces turbulences ont affecté les anticipations des entreprises et leurs conditions de financement. Elles ont, de la sorte, enrayé l'activité économique.

Le principal canal de transmission de l'incertitude à l'activité est relatif au comportement d'investissement des entreprises. Dans un environnement incertain, celles-ci peuvent décider de différer leurs investissements afin de limiter les risques de surproduction et de se trouver à cours de trésorerie. Dans ce cas, l'effet principal d'un choc d'incertitude est une situation de sous-investissement des entreprises par rapport à ce qu'elles auraient décidé si elles avaient eu une meilleure visibilité sur le futur.

Une analyse rétrospective sur dix chocs d'incertitude qui ont pris place au cours des 25 dernières années (krach d'octobre 1987, les guerres en Irak de 1990 et 2003, les attentats du 11 septembre 2001, la faillite de Lehman Brothers en 2008...) met en avant un impact négatif sur la production industrielle pendant les 10 premiers mois suivant le choc. Il faut attendre en moyenne le 20<sup>e</sup> mois après le choc pour que la production industrielle retrouve son niveau de long terme. Si l'on transpose ces jalons dans le cas de la crise de la dette publique, démarrée à l'été 2011, la tendance à la contraction de l'activité pourrait prendre place sur le second semestre 2011 et le premier semestre 2012, avant d'enregistrer un retour progressif vers des niveaux de long terme sur la fin 2012 et le début 2013.

De fait, dans l'ensemble des économies avancées, l'activité a nettement ralenti aux troisième et quatrième trimestre 2011. Dans la zone euro, l'économie s'est stabilisée à +0,1 % puis s'est contractée de -0,3 %. Les

### **Écarts des taux souverains\* de la zone euro**



\*en écart avec le taux de l'obligation à 10 ans allemande.  
Source : DataInsight.



évolutions ont été très négatives en Italie (- 0,2 % puis - 0,7 %), en Espagne (+ 0 % puis - 0,3 %), tandis que l'Allemagne (+ 0,6 % puis - 0,2 %) et la France (+ 0,3 % puis + 0,2 %) ont mieux résisté.

Sur l'ensemble de l'année 2011, la croissance atteint + 1,5 % pour l'économie de la zone euro, contre + 1,8 % en 2010. La poursuite des échanges internationaux a été un facteur favorable à la croissance, avec des exportations et des importations en hausse respectivement de + 6,2 % et + 3,9 % en variation annuelle. Après un début d'année très favorable, l'investissement a reculé sur le dernier trimestre, conséquence probable du choc d'incertitude, réduisant à la fois la croissance de l'année 2011 et le potentiel de croissance de l'année 2012. L'Espagne et l'Italie auront enregistré toutes deux une croissance molle, proche de l'équilibre, de respectivement + 0,7 % et + 0,5 %. La France enregistre une croissance du PIB proche de + 1,7 % (contre + 1,4 % en 2010), tandis que l'Allemagne bénéficie d'une croissance soutenue de + 3,1 % (contre + 3,6 % en 2010).

## La production de biens et services en croissance sur l'année

Sur 2011, la production de l'ensemble des biens et services en France a connu une croissance annuelle de + 2,2 %, dans la lignée de la croissance de l'année 2010 (+ 1,9 %).

La production manufacturière a enregistré une belle année 2011, en hausse de + 3 %. Elle s'est notamment redressée en fin d'année 2011, avec une croissance de + 0,6 % au quatrième trimestre, grâce au dynamisme de la production dans la branche matériel de transport. Ainsi, dans l'activité aéronautique et spatiale, l'activité a été très favorable, portée par des niveaux d'exportation exceptionnels. Dans la construction automobile, l'activité a été soutenue par la vigueur de la demande en fin d'année. Ce résultat est d'autant plus remarquable que ces secteurs ont un effet d'entraînement sur l'économie plus marqué que la plupart des autres secteurs industriels. En revanche, dans le domaine des biens d'équipements, l'activité a connu

un repli en fin d'année (- 1,3 %), tandis qu'elle connaît une stagnation dans les industries agroalimentaires. Les enquêtes de conjoncture mesurent dans l'ensemble une dégradation du climat des affaires dans l'industrie manufacturière pour le début d'année 2012. La contraction de l'activité serait particulièrement marquée dans le secteur automobile, où les carnets de commandes domestiques et étrangères se sont fortement dégarnis.

La production dans le secteur de la construction a connu des à-coups. Un ralentissement a été enregistré au quatrième trimestre 2011 (+ 0,4 %) après une activité soutenue au troisième trimestre (+ 0,8 %). Dans les travaux publics, l'année a été en demi-teinte : certes, l'activité s'est améliorée par rapport à l'année précédente, sans toutefois connaître d'essor soutenu – les professionnels ont d'ailleurs fait preuve de réserve dans leur politique de recrutement. Dans le bâtiment, l'année 2011 a accusé une baisse de 10,5 % du nombre de ventes de logements neufs, avec un total de 103 000 logements neufs vendus. Certes, de février 2011 à janvier 2012, le nombre de mises en chantier, avec 380 000 unités, a enregistré une augmentation de 20 % par rapport à la période de février 2010 à janvier 2011. Mais sur l'année, les capacités de production sont restées sous-utilisées, avec un taux d'occupation de l'ordre de 88 %, contre 94 % au moment du pic d'activité de 2007. Et les perspectives apparaissent négatives : en lien avec la réforme de la fiscalité sur les investissements

## Croissance économique de la zone euro

Unité : %

Zone euro	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2010				2011				2012		2010	2011	2012 acquis*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1*	T2*			
Équilibre Emplois-ressources													
<b>PIB</b>	+0,4	+0,9	+0,4	+0,3	+0,8	+0,2	+0,1	-0,3	-0,1*	+0,1*	+1,8	+1,5	-0,2*
Consommation privée (57 %)	+0,2	+0,1	+0,4	+0,3	+0,1	-0,4	+0,3	-0,4	-0,2*	-0,2*	+0,8	+0,3	-0,6*
Investissement (19 %)	-0,4	+1,9	+0,2	-0,4	+1,7	-0,1	-0,3	-0,7	-1,4*	+0,8*	-0,8	+1,6	-1,5*
Consommation publique (22 %)	-0,4	+0,2	+0,1	+0,0	+0,1	+0,1	-0,2	-0,2	-0,4*	-0,4*	+0,6	+0,1	-0,9*
Exportations (41 %)	+3,3	+4,7	+2,1	+1,5	+1,3	+1,2	+1,4	-0,4	+0,6*	+0,8*	+11,3	+6,2	+1,9*
Importations (40 %)	+3,6	+4,2	+1,7	+1,3	+0,7	+0,4	+0,7	-1,2	-0,2*	+0,4*	+9,5	+3,9	-0,4*

\* : prévisions

Note : les pourcentages entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2010.

Sources : Eurostat, prévisions Insee.

locatifs (disparition par palier du dispositif Scellier) et une conjoncture globalement incertaine sur l'immobilier, des transactions en baisse et des prix attendus en repli, les carnets de commandes dans le bâtiment s'inscrivent en deçà de la normale. Au total, la production dans le secteur de la construction n'aura progressé que de + 0,2 % sur l'ensemble de l'année 2011, et présente des signes de fragilité pour 2012.

L'activité des services marchands (services immobiliers, aux entreprises et aux particuliers, y compris intérim) a poursuivi sa croissance en 2011, avec une progression de + 0,4 % au troisième comme au quatrième trimestre. La fin d'année a été particulièrement positive pour les activités spécialisées, scientifiques et techniques, et les services administratifs et de soutien (+ 0,6 %), dans le sillage du dynamisme de l'activité industrielle. Globalement, l'activité des services marchands hors commerce s'inscrit en progression de + 2,8 % en 2011. Les anticipations des chefs d'entreprise sont toutefois moroses : en particulier, le ralentissement de l'activité industrielle freinerait les activités de services aux entreprises.

L'activité commerciale a été dynamique tout au long de l'année 2011, avec une hausse de + 2,9 %. Le second semestre 2011 est resté bien orienté, en lien avec la bonne tenue des exportations. Les perspectives sont néanmoins en retrait, aussi bien en prévision de moindres ventes à l'étranger que d'un recul attendu de la consommation des ménages en biens manufacturés.

### **La consommation a déceléré, en dépit d'un gain de pouvoir d'achat**

La consommation des ménages a connu une décélération sur l'année 2011 (+ 0,3 %) après une année 2010 soutenue (+ 1,3 %). La consommation en biens manufacturés a toutefois été dynamique. En particulier, en contrepoint d'une baisse en début d'année après l'arrêt de la prime à la casse, les achats dans l'automobile ont rebondi fin 2011, clôturant l'année avec 2,16 millions de voitures particulières immatriculées, un niveau à peine plus faible que les 2,21 millions d'unités enregistrées en 2010. Les ménages ont probablement anticipé certains achats de véhicules avant le durcissement du bonus-malus au 1<sup>er</sup> janvier 2012.

La relative faiblesse de la consommation peut surprendre au regard de la hausse des revenus disponibles au sein de la population. En effet, en 2011, les revenus d'activité perçus par les ménages ont augmenté de + 2,9 %, après une augmentation de + 2 % en 2010. La masse salariale reçue par les ménages a été dynamique (+ 3,1 %), grâce au redressement de l'emploi jusqu'à la mi 2011 et des salaires en hausse dans le secteur marchand. L'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels a également connu une croissance plus marquée en 2011 qu'en 2010 (+ 2,0 % après + 1,5 %). Les prestations sociales ont évolué quasiment au même rythme qu'en 2010 (+ 3,2 % après + 3,4 %), du fait du dynamisme des prestations vieillesse.

Néanmoins, les prélèvements obligatoires versés par les ménages ont connu une hausse importante en 2011 (+ 4,0 %). En particulier, la croissance des recettes de l'impôt sur le revenu a été vive, en raison de l'augmentation des revenus et des hausses d'impôts votées. Et surtout, face à la dégradation de la situation économique, les ménages ont maintenu leur épargne à un niveau élevé, dans une approche prudentielle. Le taux d'épargne des ménages a ainsi atteint 17,4 % au deuxième trimestre 2011, soit le niveau le plus élevé depuis 1983.

Sur l'ensemble de l'année 2011, le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages a accéléré sensiblement (+ 3,4 %), après une année 2010 déjà inscrite à la hausse (+ 2,0 %). Malgré le regain d'inflation (+ 2,0 % après + 1,2 %), le pouvoir d'achat des ménages a ainsi progressé plus vite en 2011 qu'en 2010 (+ 1,3 % après + 0,8 %). Toutefois, l'accroissement démographique et les effets de décohabitation minorent le gain de revenu. In fine, la progression du pouvoir d'achat par unité de consommation, qui tient compte des évolutions démographiques, a été plus modérée, de l'ordre de + 0,6 %.

L'évolution du revenu disponible brut sur le début d'année 2012 serait bien moins favorable : les premiers indicateurs laissent attendre un recul du pouvoir d'achat par unité de consommation de l'ordre de - 0,6 %, annulant pour tout ou partie le gain de l'année 2011. Ce résultat découlerait de l'évolution concomitante des tensions inflationnistes d'une part, des destructions d'emploi d'autre part.

#### **Encadré : Différentes mesures du pouvoir d'achat**

Le revenu disponible brut des ménages représente l'ensemble des revenus perçus par la totalité des ménages. C'est en effet cette grandeur qui est pertinente au niveau macro-économique, par exemple pour construire l'équilibre entre ressources (PIB et importations) et emplois (consommation, investissement, exportations...). Cette grandeur doit être corrigée si on souhaite mesurer le pouvoir d'achat moyen des Français, de manière à tenir compte à la fois de la croissance du nombre de ménages et de l'évolution de leur composition. La correction la plus pertinente de ce point de vue consiste à diviser le revenu par le nombre d'unités de consommation en France. Ce concept permet de tenir compte de la croissance démographique, mais aussi des « économies d'échelle » au sein des ménages. En 2011, la croissance du nombre d'unités de consommation a été de + 0,7 % ; par comparaison, celle du nombre d'habitants est de + 0,5 %.



## L'inflation reste au-dessus des 2 %

En décembre 2011, l'inflation s'est établie à près de 2,5 % en glissement annuel, en particulier du fait de la hausse des prix dans l'alimentation et dans l'énergie. L'inflation sous-jacente, mesurée sans prendre en compte les prix de l'énergie, des produits frais et les tarifs publics, et en corrigeant des mesures fiscales, était alors estimée à 1,8 %.

Sur le début d'année 2012, l'inflation sous-jacente est attendue en légère baisse, autour de 1,4 % en glissement annuel. Toutefois, en prenant en compte le profil d'inflation énergétique et la hausse du taux de TVA réduit de 5,5 % à 7 % en janvier 2012, l'inflation globale est attendue à environ 2,2 % en glissement annuel en juin 2012. La principale incertitude porte sur la hausse des prix dans l'énergie. Après avoir atteint un pic en mars 2011 (+ 15 % en glissement), l'inflation énergétique s'est certes modérée, tout en restant à des niveaux importants (près de + 8 % à la fin 2011). Or, le début 2012 marque une nouvelle hausse du prix du pétrole, qui a dépassé 120 dollars début février. Sous cette hypothèse, l'inflation pourrait amputer le gain de revenu des ménages.

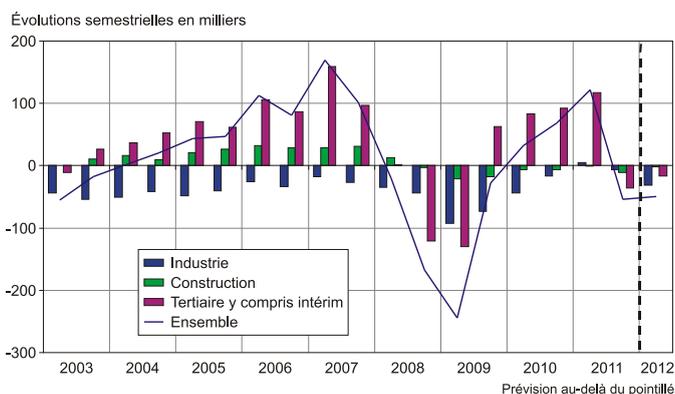
## L'emploi repart à la baisse, en particulier dans l'industrie et l'intérim

L'emploi salarié marchand a progressé en 2011, mais moins qu'en 2010 : 67 000 postes ont été créés contre 102 000 l'année précédente. L'emploi a été dynamique au premier semestre (+ 121 000 postes) avant de reculer au second semestre (- 54 000 postes).

L'emploi marchand avait surpris par sa bonne tenue relative pendant la crise de 2008-2009, au regard de la dégradation de l'activité, et par son dynamisme dès le début de l'année 2010 au moment de la reprise. Cette évolution plus favorable de l'emploi a duré jusqu'à la mi-2011. Elle s'est depuis inversée : au second semestre 2011, l'emploi marchand a reculé davantage que ne le laissait attendre l'évolution de l'activité.

Au premier semestre 2011, et pour la première fois depuis 10 ans, l'industrie hors recours à l'intérim avait créé des emplois (+ 5 000 postes). Avec le ralentissement de l'activité, l'emploi industriel hors recours à l'intérim a reculé à nouveau au second semestre 2011 (- 7 000 postes).

### Évolution de l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles



Source : Insee

La détérioration de l'emploi industriel apparaît encore plus marquée si l'on tient compte de l'évolution du nombre d'intérimaires en mission dans le secteur. Alors que le taux de recours à l'intérim dans l'industrie avait retrouvé début 2011 son niveau d'avant crise, au-dessus des 7 %, il a diminué depuis. Au second semestre 2011, la contraction du nombre d'intérimaires dans l'industrie est estimée à - 20 000 postes.

Après une forte contraction en 2009 (- 46 000 emplois) et encore en 2010 (- 13 000 postes), l'emploi dans la construction n'a pas connu de réelle reprise et reste orienté à la baisse, avec une contraction de l'ordre de - 12 000 postes.

Sur l'année 2011, l'emploi dans le secteur tertiaire marchand a connu une augmentation de 81 000 emplois, mais avec une évolution très contrastée. Le premier semestre, dans la continuité de l'année 2010, a enregistré des créations soutenues d'emplois (+ 118 000 postes), tandis que le second semestre marque un point d'arrêt à cette dynamique (- 36 000 postes). Ce retrait provient essentiellement du recul de l'intérim. En effet, l'emploi intérimaire, comptabilisé dans le secteur tertiaire quel que soit le secteur utilisateur, a reculé de 34 000 postes durant le second semestre 2011.

L'emploi salarié marchand est attendu à la baisse sur le début d'année 2012, avec près de 49 000 suppressions d'emplois, dont 31 000 dans le secteur de l'industrie et 16 000 dans le secteur intérimaire.

Après avoir reculé de 0,5 point entre fin 2009 et mi 2011, le taux de chômage en France métropolitaine a progressé de 0,3 point au second semestre 2011. Il atteint 9,4 % de la population active au quatrième trimestre 2011 (9,8 % y compris DOM), soit 2,7 millions de chômeurs. Dans un contexte de ralentissement de l'emploi, le taux de chômage des jeunes a le plus fortement augmenté : il atteint 22,4 % des actifs âgés de 15 à 24 ans. Sur le premier semestre 2012, en lien avec l'activité atone, le taux de chômage continuerait de croître, pour s'établir à près de 9,7 % en France métropolitaine (10,1 % y compris DOM).

Arnaud DEGORRE  
Insee Nord-Pas-de-Calais

#### **Pour en savoir plus**

📖 « La fièvre tombe, le rétablissement sera lent », Insee, *Note de conjoncture*, mars 2012.

@ Comptes nationaux trimestriels, quatrième trimestre 2011 (résultats détaillés), *Informations Rapides*, n° 78, 28 mars 2012 : <http://www.insee.fr> > Thèmes > rubrique conjoncture.