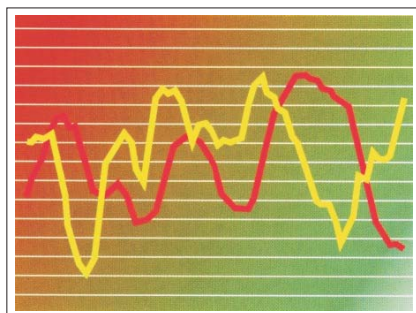


POINT DE CONJONCTURE



OCTOBRE 2011

La reprise se grippe

Au cours de l'été 2011, le climat conjoncturel s'est nettement détérioré dans l'ensemble des économies avancées. Ainsi, en France, le climat des affaires s'est, depuis juin, sensiblement dégradé dans l'industrie, les services et le commerce, et les indicateurs disponibles en septembre signalent tous un retournement de la conjoncture.

Au deuxième trimestre, l'activité avait déjà fléchi dans les économies avancées : la croissance n'y a été globalement que de 0,1 %, dans un contexte de quasi-stagnation du commerce mondial. Le ralentissement observé au printemps trouve son origine dans les conséquences du séisme au Japon et dans la hausse des prix des matières premières. Il tient sans doute également à l'orientation plus restrictive des politiques économiques : lutte contre la surchauffe inflationniste dans les pays émergents ; stratégies de consolidation budgétaire dans les économies avancées. Mais le caractère temporaire de certains de ces chocs laissait entrevoir des perspectives de rebond au second semestre.

Les événements de l'été ont mis à mal un tel scénario. Dans la zone euro, un regain d'incertitude est survenu dès le début de l'été, alimenté par la crise des dettes souveraines. Il a entraîné un fort recul des indices boursiers, notamment des institutions financières. Finalement, la succession de chocs défavorables a pesé sur les anticipations des chefs d'entreprise, et les perspectives de croissance à l'horizon de la fin de l'année s'en trouvent fortement modifiées. Au troisième trimestre, les données disponibles laissent augurer une légère hausse de l'activité dans les économies avancées, notamment grâce à un rebond « technique » de la consommation. Mais, sans élan, elles seraient proches de la stagnation au quatrième trimestre.

La France s'inscrirait dans ce mouvement global. La croissance du PIB serait de 0,3 % au troisième trimestre, puis de 0,0 % au quatrième. La dynamique de l'investissement

et de l'emploi, moteur continu de la reprise depuis mi-2009, faiblirait nettement au deuxième semestre 2011. L'investissement freinerait, face à des débouchés extérieurs en panne et dans un contexte d'incertitude accrue. Et les secteurs marchands ne créeraient que 24 000 emplois au second semestre, contre 112 000 au premier. Le taux de chômage augmenterait donc à nouveau, malgré une intensification du recours aux emplois aidés d'ici la fin de l'année.

Seul soutien à l'activité, la consommation des ménages rebondirait au troisième trimestre, après le recul, ponctuel, observé au deuxième trimestre. Elle croîtrait ensuite modérément au quatrième trimestre, en ligne avec le pouvoir d'achat. Le taux d'épargne des ménages français se maintiendrait à un niveau élevé.

Le scénario de ce point de conjoncture est entouré de très fortes incertitudes. La plus importante concerne la crise européenne et sa transmission à l'économie réelle. On ne perçoit pas aujourd'hui de signes tangibles d'un resserrement généralisé des conditions de financement des agents privés en Europe, notamment en raison de l'intervention des banques centrales pour fournir des liquidités au système financier. Le scénario présenté ici ne suppose pas d'aggravation des tensions financières à l'horizon de la fin de l'année ; mais un grippage des canaux de financement de l'économie ne peut être exclu, et il aurait pour conséquence un freinage plus prononcé de la demande.

En revanche, la mise en œuvre par les pays concernés de mesures susceptibles de restaurer la confiance des agents économiques en la solidité du système financier mondial pourrait créer un effet favorable sur les anticipations. Par ailleurs, un recul des prix du pétrole, une fois levées certaines contraintes d'offre, pourrait soutenir l'activité des économies avancées et servir d'amortisseur à la dégradation de l'activité. ■

Au deuxième trimestre 2011, l'activité dans les pays avancés n'a que faiblement progressé

La consommation a calé dans les économies avancées, en partie sous l'effet de facteurs ponctuels

Au deuxième trimestre 2011, l'activité dans les économies avancées a quasiment stagné, avec une progression limitée à 0,1 %. L'économie japonaise a continué de souffrir des conséquences du séisme du 11 mars (-0,5 % après -0,9 %). L'activité a été également peu dynamique aux États-Unis (+0,3 %), au Royaume-Uni (+0,2 %) et dans la zone euro (+0,2 %). Dans ces trois zones, la consommation des ménages a été particulièrement faible. De façon générale, les gains de pouvoir d'achat ont en effet été amputés par la progression de l'inflation et, dans certains pays, par les mesures de consolidation budgétaire. En outre, la rupture des chaînes d'approvisionnement japonaises a freiné les achats automobiles, notamment aux États-Unis. Enfin, la consommation des ménages français a subi le contrecoup de la disparition du dispositif de prime à la casse. Ces derniers facteurs étant de nature temporaire, il existe donc un potentiel de rebond « technique » au troisième trimestre.

Le commerce mondial s'est replié

La faiblesse de la demande intérieure dans les pays avancés a freiné leurs importations. Parallèlement, les importations des pays émergents ont calé, en particulier en Asie : d'une part, le séisme au Japon a ralenti les échanges dans cette zone; d'autre part, le resserrement des politiques monétaires de ces pays a pesé sur leur demande intérieure. Au total, le commerce mondial s'est contracté (-0,6 %) au deuxième trimestre 2011, pour la première fois depuis mi-2009 (cf. graphique 1).

Faiblesse généralisée de l'activité dans la zone euro

Dans la zone euro, l'activité en Allemagne et en France a stagné tandis qu'elle enregistrait une faible croissance en Espagne et en Italie. De chaque côté du Rhin, l'activité a en effet été fortement pénalisée par le recul marqué de la consommation des ménages.

Turbulences financières

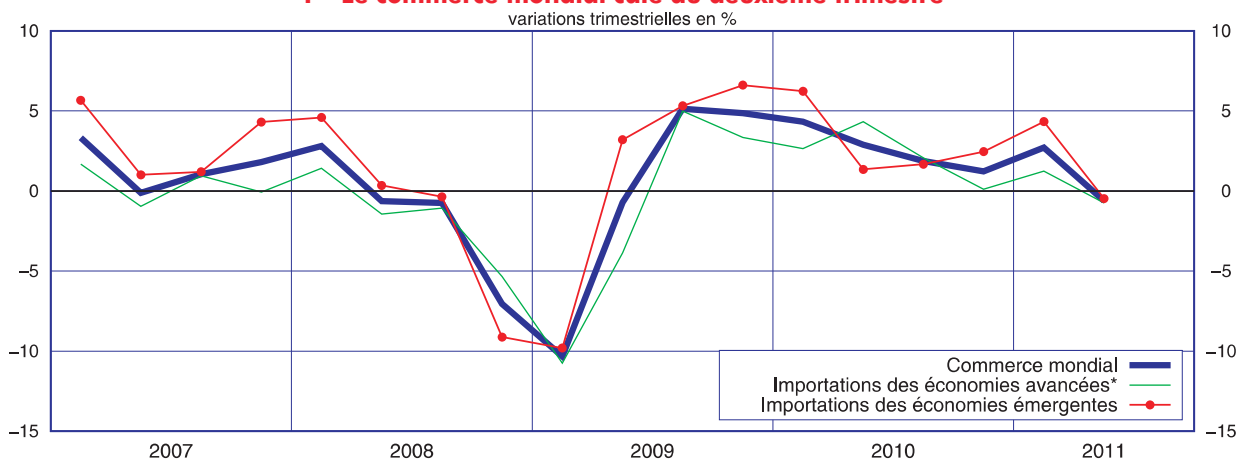
Certains facteurs de ralentissement au deuxième trimestre s'atténuent au second semestre...

Parmi les chocs ayant contribué à freiner l'économie mondiale au deuxième trimestre, certains tendraient à se dissiper au second semestre. Ainsi, avec la stabilisation du cours des matières premières, l'inflation amorcerait un reflux dans les économies avancées à la fin de l'année. De même, après le séisme du 11 mars, la remise en marche de l'appareil productif japonais a été rapide et l'activité japonaise rebondirait nettement au troisième trimestre (+1,0 % après -0,5 %).

... mais un choc d'incertitude est survenu à l'été

Cependant, l'été 2011 a été marqué par un regain d'incertitude, alimenté par les inquiétudes autour des dettes souveraines en Europe et par la révision des comptes dans certains pays, en particulier aux États-Unis. Dans la zone euro, les conditions de financement de plusieurs États se sont ainsi sensiblement dégradées. Aux États-Unis, la révision des chiffres de croissance sur le passé a introduit le doute sur la capacité de rebond de l'économie américaine. Ces incertitudes, qui ont entraîné une montée des tensions sur les marchés interbancaires dans la

1 - Le commerce mondial cale au deuxième trimestre



* OCDE moins Turquie, Mexique, Corée et PECO
Source : Centraal Planbureau

zone euro, une chute très importante des bourses mondiales et une progression globale de l'aversion au risque, affectent les perspectives économiques pour la fin de l'année. Face à cette situation, les banques centrales mobilisent à nouveau des instruments non conventionnels : la Réserve Fédérale américaine a annoncé un programme d'allongement de la maturité des obligations fédérales qu'elle détient et la Banque Centrale Européenne met en œuvre des opérations d'achats d'obligations souveraines.

Les économies avancées croîtraient faiblement d'ici la fin de l'année ...

Le climat des affaires se dégrade dans les économies avancées

Dans ce contexte de tensions croissantes, le climat des affaires dans les pays avancés s'est brutalement dégradé pendant l'été (cf. graphique 2). Il se situe légèrement au-dessus du seuil d'expansion de l'activité aux États-Unis et au Japon mais, en dessous dans la zone euro. Dès lors, les économies avancées ne retrouveraient pas de véritable élan au second semestre.

Le commerce mondial ne progresse pas

Les économies émergentes poursuivraient également leur ralentissement, freinées notamment par la poursuite du resserrement des politiques monétaires nationales face aux pressions inflationnistes. Dans ces conditions, le commerce mondial ne rebondirait pas d'ici la fin de l'année : il stagnerait au troisième trimestre et se replierait légèrement au quatrième trimestre.

L'économie américaine ne retrouve pas son rythme de croissance d'avant-crise

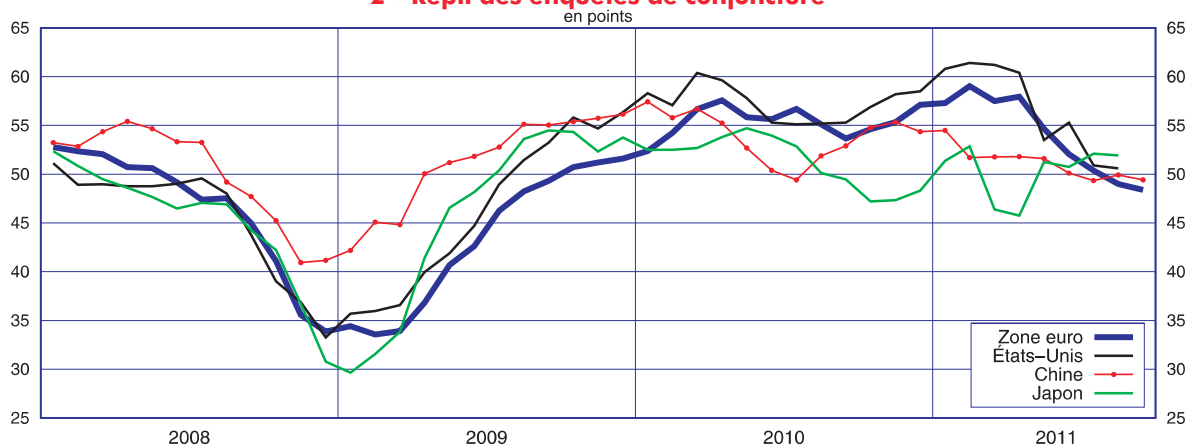
Aux États-Unis, l'activité progresserait sur un rythme modeste, pénalisée notamment par le repli des dépenses publiques locales. Elle accélérerait quelque peu au troisième trimestre (+0,4 % après +0,3 %), comme l'attestent les données de la production industrielle et de ventes au détail disponibles jusqu'en août. Elle serait portée par un léger rebond de la consommation des ménages, en particulier en automobiles. La croissance américaine fléchirait ensuite légèrement au quatrième trimestre (+0,3 %). La baisse de leur richesse, occasionnée par le recul des bourses, pèserait sur la consommation des ménages américains.

...et l'activité stagnerait dans la zone euro

Le rebond de la demande intérieure en France et en Allemagne soutiendrait quelque peu l'activité dans la zone euro au troisième trimestre

Après un recul au deuxième trimestre, la consommation des ménages allemands et français rebondirait au troisième trimestre. En Allemagne, les immatriculations augmentent ainsi fortement en juillet et en août. En revanche, dans un climat fortement incertain, l'investissement en biens d'équipement ralentirait. La demande intérieure progresserait néanmoins globalement dans la zone euro, ce qui compenserait, au troisième trimestre, le ralentissement des exportations. L'activité continuerait ainsi de progresser sur un rythme faible au troisième trimestre (+0,1%). Elle stagnerait ensuite au dernier trimestre de l'année.

2 - Repli des enquêtes de conjoncture



Dernier point : septembre (ZE, Chine), août (US, Japon)
Source : Markit - Datainsight

L'Italie et l'Espagne entreraient en récession au second semestre

Dans ce contexte de ralentissement généralisé, les hétérogénéités resteraient pourtant marquées dans la zone euro. Alors que l'activité résisterait encore en Allemagne et en France, notamment au troisième trimestre (+0,3 %), l'Italie et l'Espagne entreraient en récession (respectivement -0,1 % et -0,2 % par trimestre au second semestre).

En France, l'activité serait peu dynamique d'ici la fin de l'année

En France, les enquêtes de conjoncture se replient nettement

Le climat des affaires, tel qu'il est retracé par les enquêtes de conjoncture, se replie nettement dans la plupart des grands secteurs économiques depuis juin. Dans l'industrie manufacturière, l'appréciation des entrepreneurs sur les perspectives générales dans ce secteur chute fortement en septembre, à son plus bas niveau depuis juillet 2009 (cf. graphique 3). Mais les perspectives personnelles de production, en repli depuis avril, restent proches en septembre de leur moyenne de longue période. Les entrepreneurs de l'industrie indiquent également que leur activité passée a ralenti, même si le solde d'opinion reste légèrement supérieur à sa moyenne de longue période.

L'activité rebondirait transitoirement au troisième trimestre

Malgré la dégradation du climat des affaires, plusieurs facteurs contribueraient à un léger rebond de la production totale au troisième trimestre en France. Après s'être repliée au deuxième trimestre, la production dans l'industrie manufacturière se stabiliserait au troisième trimestre : dans le secteur automobile, l'activité rebondirait après une chute marquée de l'activité du secteur en mars et en avril. La production d'énergie augmenterait elle aussi : alors qu'elle avait reculé en avril en raison de températures inhabituellement élevées, elle retrouverait des niveaux plus usuels. L'activité dans la branche commerce, pénalisée au deuxième trimestre par le repli de la consommation des ménages, progresserait à nouveau au troisième trimestre. Au total, l'activité accélérerait donc légèrement au troisième trimestre (+0,3 %).

Croissance de 1,7 % en 2011 en moyenne annuelle

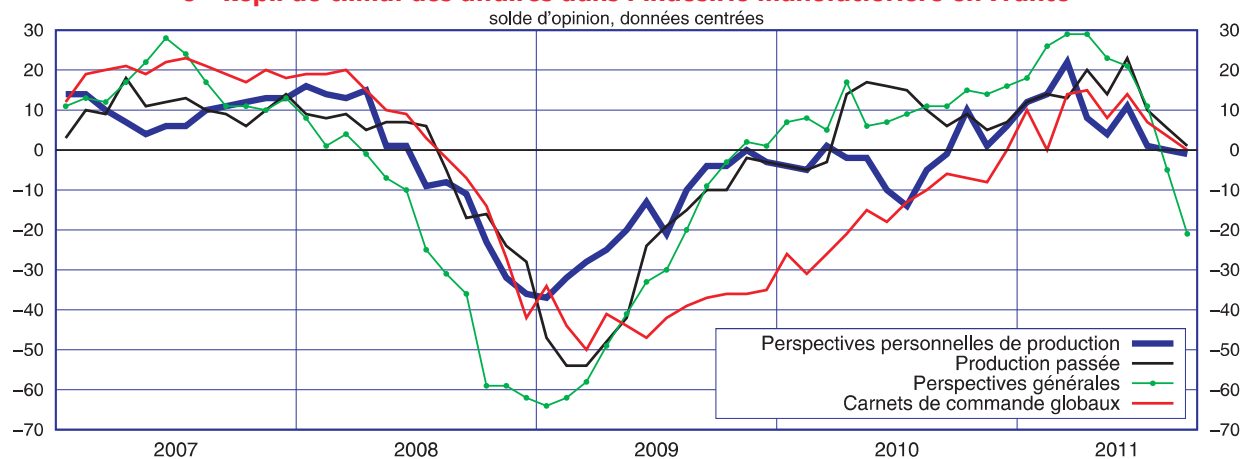
L'activité stagnerait ensuite au quatrième trimestre, en ligne avec la dégradation du climat des affaires, et en particulier des perspectives d'activité. Sur l'ensemble de l'année 2011, la croissance serait de 1,7 %, en légère accélération par rapport à 2010.

Ralentissement des créations d'emploi

Le ralentissement de l'activité freine les créations d'emplois marchands

Soutenues par le dynamisme de l'activité au premier trimestre, les créations nettes d'emploi dans le secteur marchand non agricole ont été importantes au premier semestre (+ 112 000). Avec le ralentissement de l'activité qui s'est amorcé au deuxième trimestre et se poursuivrait au second semestre, le rythme des créations d'emplois s'infléchirait nettement : seuls 24 000 emplois seraient créés dans les secteurs marchands au second semestre. L'emploi total serait néanmoins soutenu par une intensification du recours aux emplois aidés au second semestre 2011.

3 - Repli du climat des affaires dans l'industrie manufacturière en France



Légère remontée du taux de chômage

Le taux de chômage s'est élevé à 9,1 % de la population active au deuxième trimestre 2011 (respectivement 9,6 % y compris Dom). Il progresserait légèrement d'ici la fin de l'année pour atteindre 9,2 % au quatrième trimestre (9,7 % y compris Dom).

L'inflation se stabilise

La hausse des prix des matières premières, constatée, jusqu'en avril 2011, continuerait de se diffuser aux prix à la consommation. En particulier, la hausse des prix alimentaires se poursuivrait jusqu'en décembre 2011. L'impact inflationniste des prix alimentaires serait cependant, en partie compensé par un recul des prix de l'énergie. Le glissement annuel des prix à la consommation atteindrait ainsi un pic à 2,5 % en octobre avant de baisser légèrement à 2,3 % en décembre 2011. De son côté, l'inflation sous-jacente se redresserait pour atteindre 1,6 % fin décembre 2011, après 1,2 % en août.

Des gains de salaires réels modérés

Face au regain d'inflation, les mécanismes d'indexation entraîneraient une hausse des salaires nominaux sur l'année 2011. Par ailleurs, l'instauration d'une prime versée aux salariés des entreprises dont le dividende progresse soutiendrait les salaires au second semestre. Le salaire moyen par tête connaîtrait donc en 2011 son taux de croissance le plus élevé depuis 2008, mais son accélération en 2011 serait partiellement rognée par le surcroît d'inflation.

Accélération des gains de pouvoir d'achat en 2011

Le revenu des ménages serait porté en 2011 par la progression de la masse salariale. En revanche, les impôts accéléreraient nettement du fait du rebond des revenus en 2010 et, pour partie, de la suppression de certaines niches fiscales votée en loi de finances, qui jouerait essentiellement au second semestre. L'accélération du revenu disponible brut des ménages en 2011 (+3,5 % après 2,0 %) serait en outre en partie contrebalancée par le regain d'inflation : au total, le pouvoir d'achat des ménages progresserait de 1,3 % en 2011 après 0,8 % en 2010.

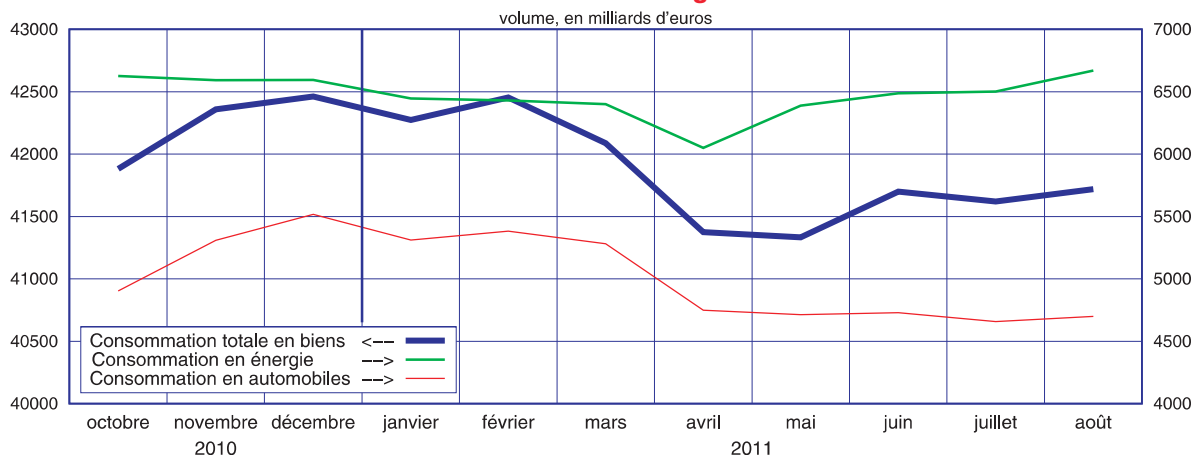
Un rattrapage limité de la consommation des ménages au second semestre

La consommation des ménages s'est nettement repliée au deuxième trimestre (-0,7 %), pénalisée à la fois par la baisse de la consommation en énergie, du fait des températures particulièrement clémentes au mois d'avril, et par le recul de la consommation automobile, après l'expiration du dispositif de prime à la casse. La consommation des ménages rebondirait au second semestre (+0,5 % au troisième trimestre puis +0,3 % au quatrième trimestre), mais sans compenser complètement le recul du deuxième trimestre. En particulier, les achats d'automobiles demeureraient sur des niveaux inférieurs à leur moyenne (cf. graphique 4). Dès lors le taux d'épargne se stabiliserait autour de 16,5 % au second semestre, un niveau supérieur à celui observé en 2010.

Gains modérés de pouvoir d'achat

La consommation des ménages rebondit au second semestre

4 - Rebond de la consommation des ménages au troisième trimestre



Source : Insee

L'investissement ralentit d'ici la fin de l'année

Stabilisation du taux d'investissement des entreprises au second semestre

On ne dispose pas aujourd'hui d'indices tangibles de restrictions du crédit aux entreprises. Néanmoins, la forte montée des incertitudes et la dégradation des perspectives d'activité conduiraient les entrepreneurs à freiner leurs dépenses d'investissement. L'investissement des entreprises serait ainsi peu dynamique d'ici la fin 2011 (+0,3 % puis +0,1 %) et, après avoir fortement progressé depuis fin 2009, le taux d'investissement se stabiliserait au second semestre.

L'embellie ne durerait pas dans le secteur de la construction

Les mises en chantier de logements collectifs et individuels ont connu une forte progression au tournant de l'année 2010 avant de revenir à des niveaux bas au troisième trimestre. Compte tenu des délais de production dans le secteur, la production dans la construction progresserait à nouveau nettement au troisième trimestre avant de stagner au quatrième trimestre.

Contribution du commerce extérieur à la croissance légèrement négative en prévision

Faible progression des exportations

En raison de la faiblesse de la demande adressée à la France, en particulier en provenance d'Espagne ou d'Italie, les exportations progresseraient peu au second semestre. La demande interne française conserverait en revanche un dynamisme relatif ; ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement négative à l'horizon de prévision.

Aléas : Conséquences des turbulences financières, recul du prix du pétrole, dynamisme des économies émergentes

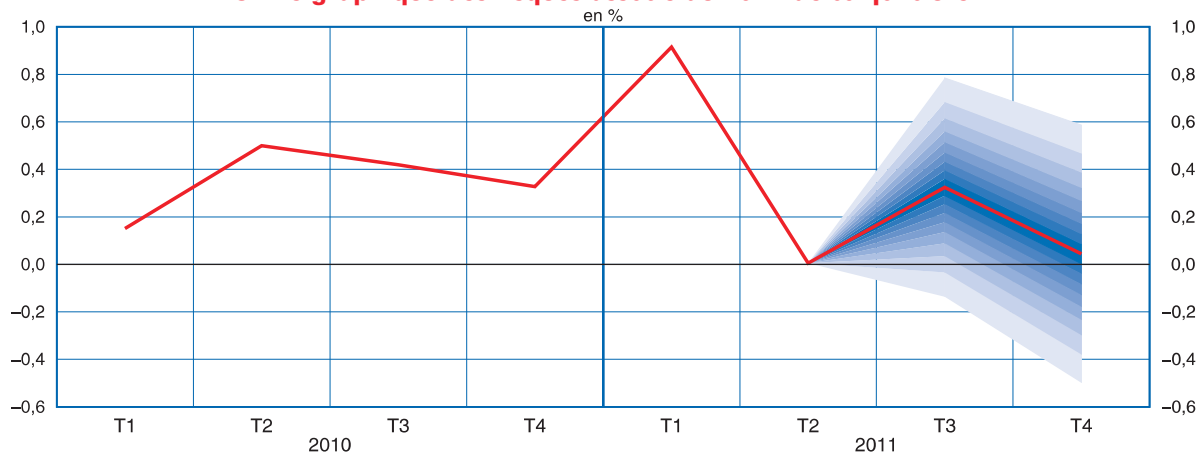
Conséquences des turbulences financières

Le choc de confiance survenu à l'été a conduit à une intensification des turbulences financières et à une révision à la baisse des perspectives de croissance mondiales. Pour autant, d'après les dernières données disponibles, les tensions sur le marché interbancaire ne se sont pas, pour l'instant, traduites par un durcissement généralisé des conditions de financement des agents privés. Mais le risque existe qu'apparaissent des restrictions très fortes sur la distribution du crédit, entraînant un ralentissement de la demande dans les pays avancés plus marqué que dans notre scénario. À l'inverse, la mise en œuvre par les pays concernés de mesures susceptibles de rassurer les marchés sur la solidité du système financier mondial pourrait avoir un effet favorable sur les anticipations.

Desserrement des contraintes d'offre sur le marché du pétrole

Malgré l'affaiblissement des perspectives sur la demande, le prix du baril du Brent a peu reculé au cours des derniers mois, notamment parce que l'offre est restée fortement contrainte. Celle-ci a en effet été réduite du fait non seulement de la situation en Libye, mais aussi des opérations de maintenance prolongées chez plusieurs producteurs (Norvège, Royaume-Uni, Canada en particulier). Notre scénario de stabilisation du prix du pétrole pourrait sous-estimer l'impact à la baisse sur le prix du baril de la levée de ces contraintes d'offre. ■

5 - Le graphique des risques associé au Point de conjoncture



Note méthodologique : cf. Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008
Source : Insee