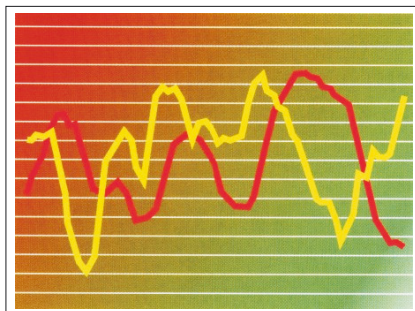


# POINT DE CONJONCTURE



## Convalescence

**A**u deuxième trimestre 2009, l'activité s'est nettement moins contractée dans les économies avancées que nous ne l'avions anticipé en juin. Ces pays ont bénéficié de la forte reprise de la demande dans les pays émergents, notamment en Chine. Par ailleurs, la consommation privée a surpris par sa vigueur en Allemagne et au Japon, soutenue par les plans de relance et notamment les mesures en faveur du secteur automobile.

Au second semestre, le dynamisme du commerce mondial s'accroîtrait. Il resterait impulsé par les pays émergents et serait en outre porté par un regain d'activité dans les économies avancées. Dans les enquêtes de conjoncture, les perspectives d'activité sont ainsi remontées vers des niveaux plus habituels, après le creux exceptionnel observé au plus profond de la crise. Elles pointent actuellement vers un redressement de l'activité dans l'ensemble des pays avancés : après avoir plongé de façon synchrone, ces pays redémarreraient quasi simultanément. Ainsi en France, la croissance du PIB serait de 0,5 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième.

En France comme dans les autres économies avancées, les difficultés de financement des entreprises s'atténuent progressivement, mais elles ne sont pas totalement résorbées : les conditions de financement de marché se sont nettement assouplies ; dans le secteur bancaire en revanche, les conditions d'octroi des prêts ont seulement cessé de se durcir.

Les plans de relance mis en œuvre au cours de l'année 2009 soutiennent l'ensemble des économies avancées. L'impact des plans de relance s'amenuiserait toutefois en fin d'année, et leur calendrier jouerait sur le profil de croissance attendu au second semestre. En effet le soutien direct au revenu des ménages a surtout été apporté au début de l'année 2009 ; les dispositifs de prime à la casse

ont pris fin à l'été aux États-Unis et en Allemagne ; les projets d'investissement public commencent certes à se concrétiser, mais leur montée en charge est traditionnellement plus progressive.

Au second semestre, le pouvoir d'achat des ménages serait en recul dans la plupart des économies avancées. En effet, l'emploi continuerait de s'ajuster au recul marqué de l'activité enregistré cet hiver et le soutien des plans de relance au revenu s'atténuerait. Le pouvoir d'achat serait en outre affecté par la remontée de l'inflation. En conséquence, la consommation privée serait atone sur le second semestre, avec même un repli en fin d'année en Allemagne et aux États-Unis, contrecoup de l'arrêt des primes à la casse. En France, le pouvoir d'achat et la consommation continueraient de croître, quoique modestement.

L'investissement des entreprises, en forte chute au premier semestre, tendrait à se stabiliser au second, avec l'amélioration des perspectives de débouchés et l'assouplissement progressif des conditions de financement. Mais la sous-utilisation actuelle des capacités de production ne plaide pas pour un rebond rapide et marqué de l'investissement.

Au total, la sortie de récession de l'économie française serait confirmée au second semestre, à un rythme modéré.

Comme souvent dans des phases de rebond de l'activité, l'ampleur et la vitesse du redémarrage pourraient être sous-estimées, d'autant que celui-ci se produit simultanément dans l'ensemble des zones. Ainsi, la reconstitution des stocks pourrait être plus prononcée que prévu. A contrario, les risques existent d'un essoufflement des mesures sectorielles qui ont été à l'origine du redémarrage industriel.

## Stabilisation de l'activité au deuxième trimestre

*Les économies avancées se sont stabilisées plus rapidement qu'attendu*

*Le commerce mondial amorce son rétablissement*

*Les plans de relance au secours de la croissance*

Au deuxième trimestre 2009, l'activité s'est quasiment stabilisée dans les économies avancées (-0,1 %), après le fort repli des trimestres précédents. En France comme en Allemagne, elle s'est même inscrite en hausse de 0,3 %.

Les économies avancées ont bénéficié du rebond de la demande en provenance des pays émergents (cf. graphique 1), notamment du Sud-Est asiatique : en particulier, la croissance chinoise a été soutenue par la mise en œuvre du plan de relance et par l'assouplissement des conditions d'accès au crédit. Le commerce mondial, qui s'était effondré au tournant de 2009, s'est quasiment stabilisé au deuxième trimestre, tiré par les importations des pays émergents (+1,8 %), et plus particulièrement des pays asiatiques (+5,0 %). Il a également été soutenu par l'intensification des échanges de produits de l'industrie automobile suite à la mise en œuvre de primes à la casse dans de nombreux pays. Cette embellie du commerce a notamment profité aux économies très dépendantes du commerce extérieur comme l'Allemagne et plus encore le Japon dont les échanges vers le reste de l'Asie sont particulièrement importants.

Par ailleurs, dans les pays avancés, la mise en œuvre des plans de relance a soutenu la demande des ménages. En revanche, l'investissement des entreprises s'est encore sensiblement replié, pénalisé par de très fortes surcapacités et par des conditions de financement toujours difficiles, et le marché du travail a continué de se détériorer dans le sillage de la forte contraction de l'activité au tournant de l'année 2009.

## La détente des marchés financiers se poursuit

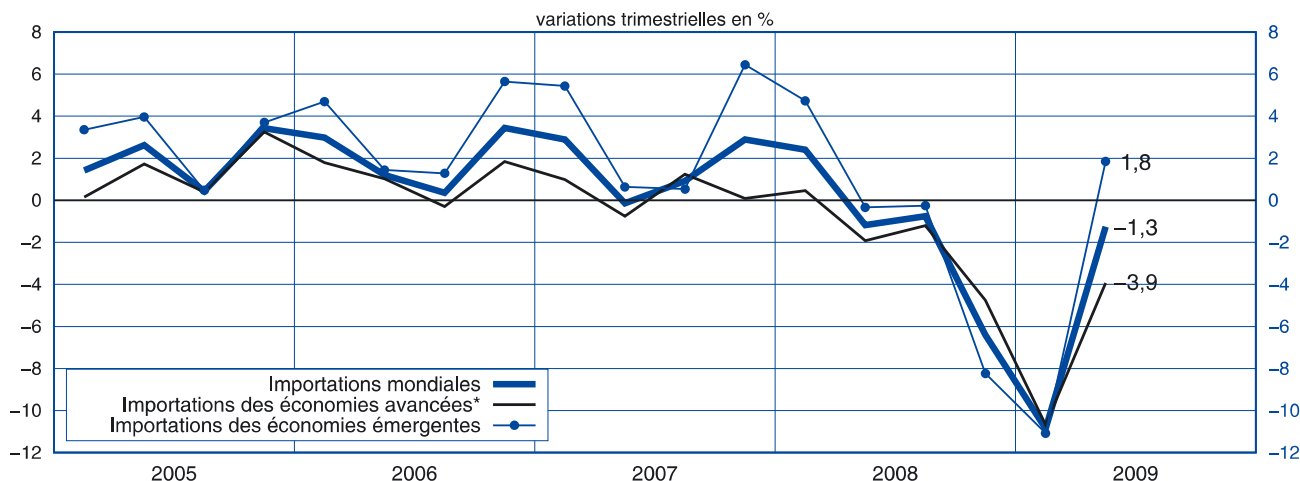
*Les marchés financiers se normalisent progressivement*

*Des signes d'accalmie se font jour sur le front de l'immobilier*

Les marchés interbancaires se sont normalisés sous l'effet de l'assouplissement marqué de la politique monétaire des banques centrales, via la baisse des taux puis via l'achat direct de titres de dette, et sous l'effet de l'intervention massive des États pour soutenir les établissements financiers. Le mouvement de détente se fait maintenant sentir sur les marchés obligataires privés (cf. graphique 2). Toutefois, les conditions de financement des entreprises, tant bancaires que sur les marchés, restent plus difficiles qu'avant la crise. De même, les critères d'octroi du crédit aux ménages restent stricts, même si les banques annoncent qu'elles ne vont plus les durcir.

Si la crise immobilière continue de déprimer les volumes des transactions, des signes d'accalmie se font jour. Ainsi, en Espagne, la baisse des prix immobiliers se modère. En France, les ventes de logements neufs ont augmenté au premier semestre, notamment grâce à la baisse des taux d'intérêt, et les stocks se sont re-

### 1 - Commerce mondial, importations des économies émergentes et avancées



\* OCDE hors Turquie, Corée, Mexique et pays d'Europe centrale.

Source : Centraal Planbureau

pliés. En Irlande, les mises en chantiers de logements semblent se stabiliser depuis le début de l'année, mais à un niveau très déprimé. Les marchés immobiliers américains et britanniques sont nettement mieux orientés, après avoir enregistré une correction brutale : les ventes enregistrent un rebond sur le marché américain et les prix de l'immobilier semblent se stabiliser aux États-Unis alors qu'ils sont déjà en hausse au Royaume-Uni. Toutefois, une rechute ne peut pas encore être totalement exclue à ce stade, du fait de conditions de financement toujours difficiles et de la dégradation des marchés du travail.

## La sortie de récession se confirmerait au second semestre

### *Le rebond de l'économie mondiale et du commerce mondial se confirmerait*

Après la stabilisation des économies avancées au deuxième trimestre, les dernières enquêtes de conjoncture suggèrent que leur activité s'inscrirait en hausse modérée sur la fin de l'année. Combiné au rebond des économies émergentes, ce mouvement viendrait conforter la reprise du commerce mondial. Toutefois, la croissance faiblirait quelque peu au quatrième trimestre. Dans les pays émergents, la Chine a en effet mis en place des mesures visant à modérer l'investissement et le crédit ; dans les économies avancées, certaines mesures de soutien de la demande des ménages, comme les primes à la casse allemande et américaine, arrivent à expiration et les mesures de soutien du pouvoir d'achat des ménages feraient progressivement moins sentir leurs effets.

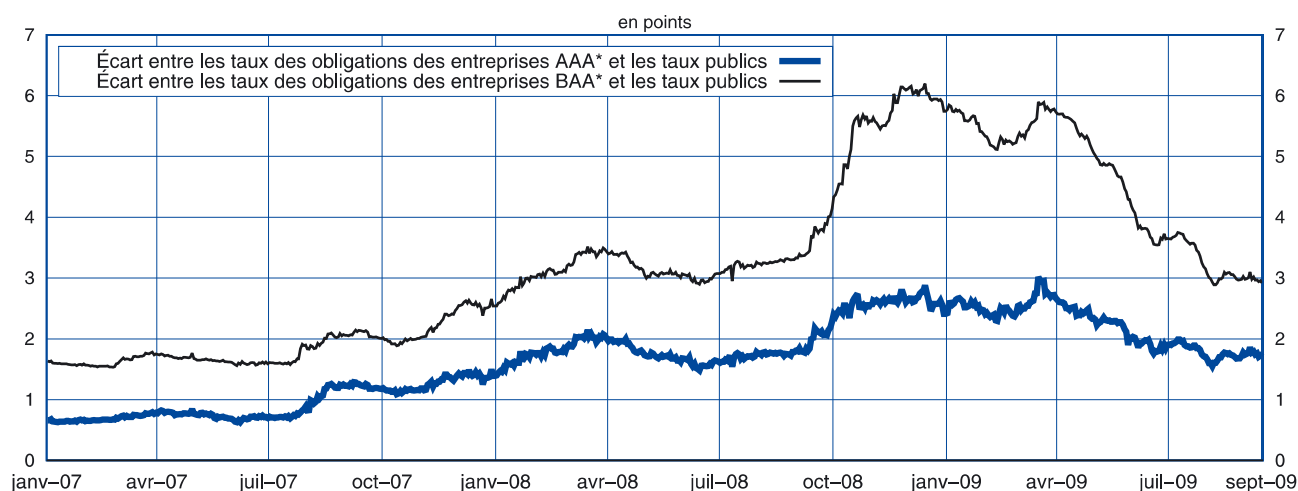
### *Les exportations françaises poursuivraient leur hausse*

Comme le commerce mondial, la demande étrangère adressée à la France se redresserait au second semestre. Par conséquent, les exportations françaises poursuivraient leur reprise. Elles marqueraient toutefois un ralentissement au quatrième trimestre du fait notamment de la fin de la prime à la casse allemande. Les exportations françaises progresseraient ainsi de 1,9 % puis de 0,7 % sur les deux derniers trimestres de 2009. Toutefois, elles reculeraient de 11,0 % sur l'ensemble de l'année 2009.

### *Hausse modérée de l'activité en France*

Après le rebond enregistré au deuxième trimestre, l'économie française continuerait de croître sur un rythme modéré au second semestre, comme le laisse attendre le retour en zone positive de l'indicateur de retournement France construit par l'Insee à partir des principales enquêtes de conjoncture auprès des chefs d'entreprise. En particulier, la production industrielle continuerait à progresser et l'activité dans les travaux publics serait soutenue par la mise en œuvre du plan de relance. La croissance serait toutefois légèrement plus modérée au quatrième trimestre qu'au troisième, en ligne avec le profil des exportations. Ainsi, après +0,3 % au deuxième trimestre 2009, le PIB progresserait de 0,5 % puis de 0,3 % sur les deux trimestres suivants. Au total, l'activité se contracterait de 2,2 % en 2009 après une croissance de 0,3 % en 2008.

## 2 - Atténuation des écarts entre les taux privés et publics aux États-Unis



\* Les obligations notées AAA présentent le risque de défaut le plus faible. Celles notées BAA sont des obligations de qualité intermédiaires (notations de l'agence Moody's).

Source : Datalnsight

## L'investissement en fort recul en 2009

*Les capacités de production restent nettement sous-utilisées*

En 2009, l'investissement des entreprises reculerait très fortement (-7,1 %), comme le laissent attendre les résultats de l'enquête investissement auprès des industriels : ceux-ci annoncent une forte baisse de leurs projets. Toutefois, ce repli de l'investissement serait nettement moins prononcé au second semestre qu'au tournant de 2009. En effet, si les capacités de production sont encore nettement sous-utilisées (cf. graphique 3), les conditions de financement seraient progressivement moins difficiles et les perspectives de demande s'améliorent.

## Une inflation toujours modérée

*Baisse de l'inflation « sous-jacente »*

Dans les économies avancées, l'inflation « sous-jacente » s'inscrit dans une tendance à la baisse mais reste presque partout positive. La baisse de l'inflation tient d'abord à la hausse du chômage et à la modération salariale qu'elle induit. Elle tient également à la faiblesse de la demande qui contraint les entrepreneurs, tout au long de la chaîne de production et de distribution, à modérer leurs prix pour conserver des clients. Par conséquent, le ralentissement des prix se poursuivrait. Ainsi, l'inflation « sous-jacente » resterait très faible aux États-Unis d'ici à la fin de l'année. En zone euro, elle poursuivrait sa baisse, à +1,1 % en décembre 2009 après +1,3 % en juillet. La France suivrait cette même tendance.

*Le Japon englué dans la déflation*

Le Japon, qui n'était jamais totalement sorti de la déflation, y a nettement replongé : l'inflation « sous-jacente » et l'inflation totale sont largement négatives et les salaires se replient sensiblement.

*Le profil de l'inflation totale encore dicté par les prix de l'énergie*

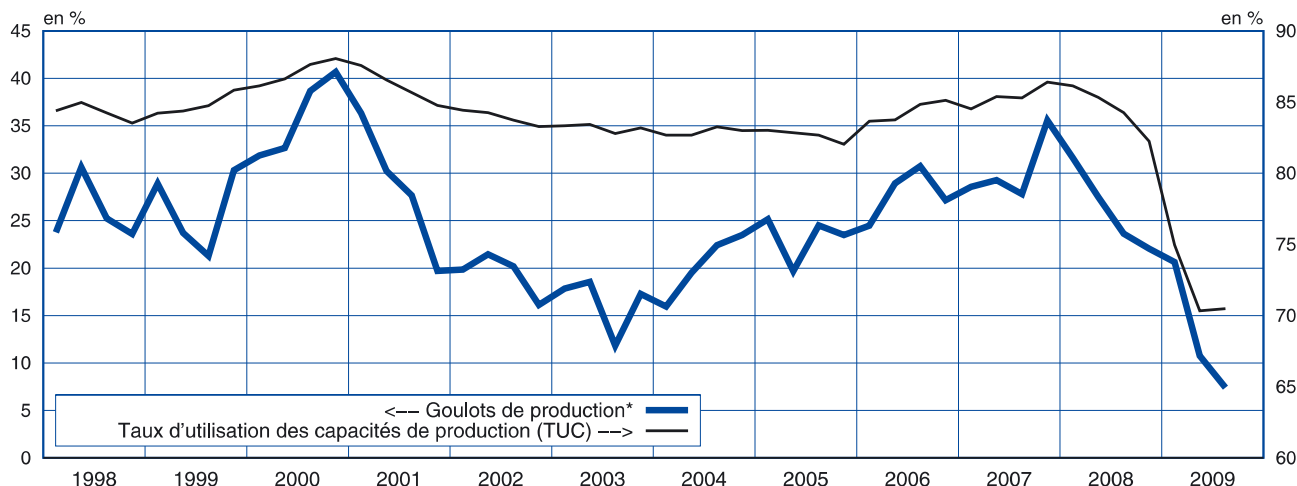
Avec un marché proche de l'équilibre, le prix du pétrole se stabiliserait autour de 70 \$ le baril après le rebond enregistré au premier semestre, notamment du fait du dynamisme de la demande de la Chine. Il serait donc nettement supérieur au niveau atteint fin 2008. Par conséquent, l'inflation énergétique se redresserait sensiblement d'ici fin 2009, entraînant dans son sillage le glissement annuel des prix à la consommation. Ainsi, l'inflation française se redresserait à 1,0 % à la fin de l'année contre -0,2 % en août et celle de la zone euro atteindrait 1,1 % contre -0,2 % en août.

## Le marché du travail poursuit son ajustement

*L'emploi encore en forte baisse*

Suite à la forte contraction de l'activité enregistrée au tournant de l'année 2009, le marché du travail enregistrerait encore, avec le retard habituel, d'importantes baisses d'emplois sur le second semestre 2009. Toutefois, celles-ci se modéreraient progressivement avec le retour de la croissance. Ainsi, l'emploi se replie-

### 3 - Tensions sur les capacités de production



\* Proportion d'entreprises qui, si elles recevaient plus de commandes, ne pourraient pas produire davantage avec leurs moyens actuels..

Source : Insee, enquête trimestrielle sur l'activité dans l'industrie

rait au total de près de 420 000 postes en 2009, dont 140 000 sur le second semestre. Les secteurs marchands non agricoles perdraient près de 500 000 postes en 2009. L'emploi baisserait nettement tant dans l'industrie que dans la construction et le tertiaire marchand. Le repli de l'emploi total serait légèrement atténué par les secteurs non marchands, grâce notamment à la progression de l'emploi aidé.

#### *Le chômage poursuit sa hausse*

Le taux de chômage est nettement reparti à la hausse à partir du deuxième trimestre 2008 avec la dégradation de la conjoncture. Il s'établit ainsi à 9,1 % en moyenne au deuxième trimestre en France métropolitaine contre un point bas à 7,1 % début 2008 (cf. graphique 4). Du fait de pertes d'emploi encore importantes, le taux de chômage continuerait de croître sensiblement au second semestre 2009. La hausse serait toutefois moins importante que celle enregistrée au premier semestre. À la fin 2009 le taux de chômage s'établirait ainsi à 9,7% en France métropolitaine (10,1% y compris DOM).

### La consommation progresserait encore modérément

#### *Le pouvoir d'achat marquerait le pas*

Le pouvoir d'achat de l'ensemble des ménages marquerait le pas au second semestre 2009. En effet, les revenus d'activité stagneraient car les pertes d'emplois se poursuivraient et la hausse du chômage pèserait encore sur les salaires. De plus, le pouvoir d'achat serait moins soutenu qu'au premier semestre par le plan de relance. Enfin, il serait pénalisé par la remontée de l'inflation. Sur l'année, il croîtrait cependant davantage en 2009 (+2,1 %) qu'en 2008 (+0,6 %) du fait essentiellement du reflux de l'inflation.

#### *La consommation poursuivrait sa hausse modérée*

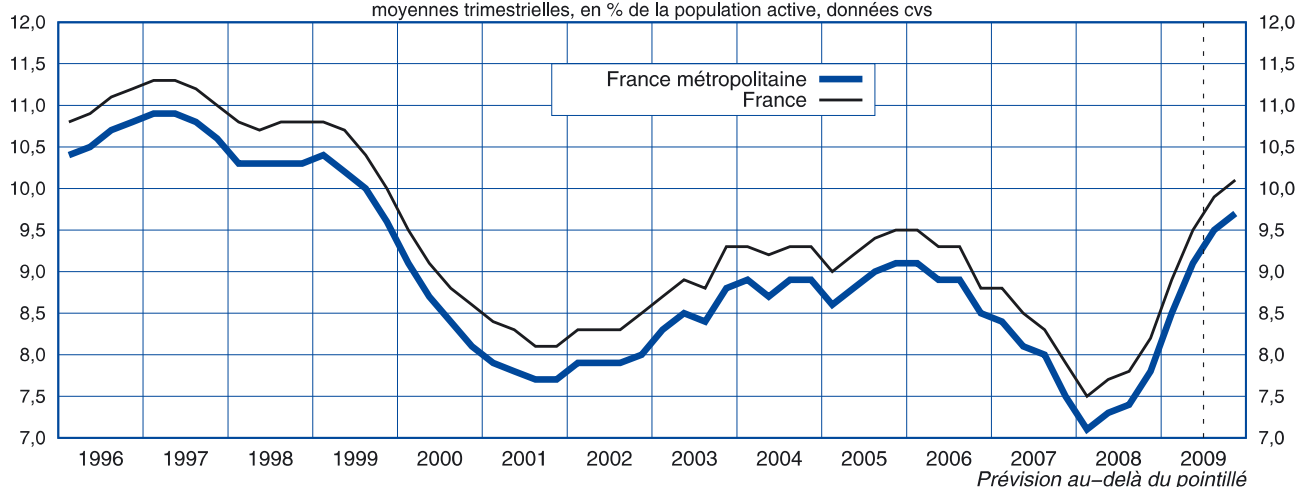
En lien avec la faiblesse des gains du pouvoir d'achat au second semestre, la consommation des ménages progresserait à un rythme très modéré (+0,2 % par trimestre). Au total sur 2009, la hausse du chômage devrait avoir incité les ménages à la prudence : ils augmenteraient leur taux d'épargne à 16,5 %, après 15,3 % en 2008.

#### *L'investissement des ménages toujours en baisse*

Dans le bâtiment, le maintien à un niveau bas des enquêtes de conjoncture ne laisse pas attendre de rebond rapide dans ce secteur. Les ventes de logements neufs ont rebondi au deuxième trimestre, poussant ainsi les stocks à la baisse, mais du fait des délais habituels de construction, ces ventes ne généreraient que progressivement de l'activité dans ce secteur. L'investissement en logement des ménages poursuivrait donc son repli au second semestre, mais à un rythme de plus en plus modéré.

### 4 - Taux de chômage

moyennes trimestrielles, en % de la population active, données cvs



France = France métropolitaine + Dom

Champ : population des ménages, personnes de 15 ans ou plus

Source : Insee, enquête Emploi

*Les importations se redresseraient quelque peu*

Au premier trimestre 2009, les importations de biens et services ont sensiblement reculé en lien avec le repli de la demande intérieure et des exportations. Les importations de produits manufacturés se sont particulièrement repliées, notamment celles de biens intermédiaires et d'automobiles. Au second semestre 2009, elles progresseraient quelque peu, entraînées par la reprise des échanges extérieurs, notamment automobiles, et le redressement, toutefois encore limité, de la demande intérieure.

### Aléas : désendettement des ménages et reconstitution des stocks

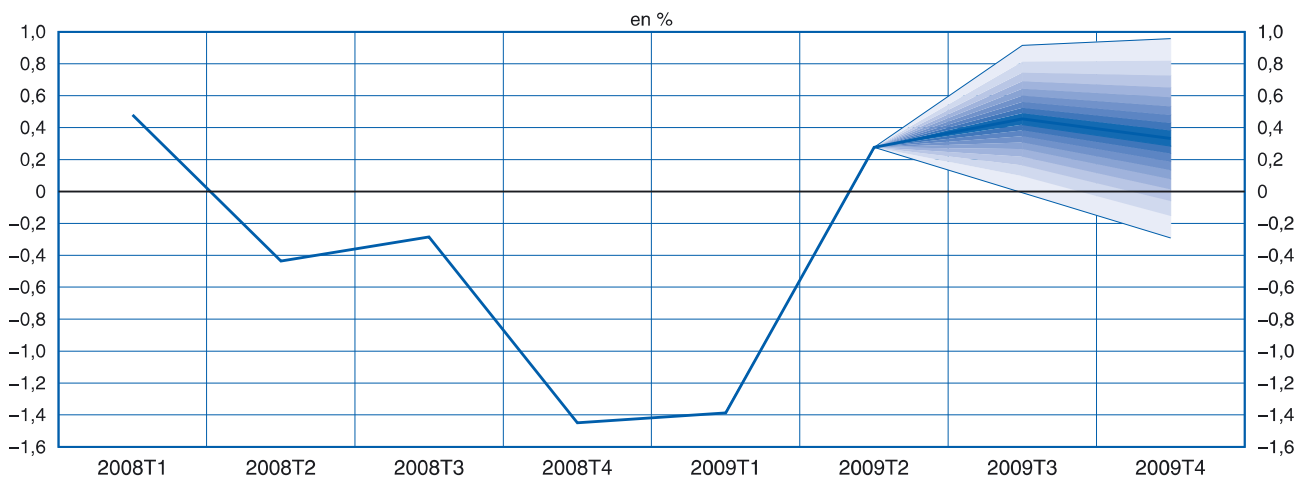
*Le taux élevé d'endettement des ménages pourrait les contraindre à se désendetter plus rapidement*

Confrontés à la hausse du chômage et à l'incertitude concernant leurs revenus futurs, les ménages pourraient se montrer plus prudents qu'anticipé dans notre scénario. Cela pourrait être particulièrement le cas des ménages anglo-saxons : ils pourraient en effet chercher à réduire plus rapidement un niveau d'endettement encore très élevé. Un tel comportement de la part des ménages viendrait peser nettement sur la croissance.

*Le rebond de l'activité pourrait être plus prononcé*

Mais le retour de la croissance pourrait être plus marqué qu'attendu, si se mettait en route une dynamique auto-entretenu : les premiers signes de rebond peuvent s'accompagner d'un retour de la confiance qui à son tour incite les agents à engager de nouvelles dépenses. Notamment, après le fort mouvement de déstockage enregistré ces trois derniers trimestres et avec l'amélioration des perspectives de demande, les entreprises pourraient être amenées à reconstituer leurs stocks plus rapidement qu'anticipé. ■

## 5 - Le graphique des risques associé au Point de conjoncture



Source : Insee