

Document de travail n°10

Perspectives économiques 2009-2010



Coe-Rexecode

SEPTEMBRE 2009

Ce document de travail a été réalisé par l'équipe de conjoncture de Coe-Rexecode



Denis
FERRAND

sous la direction de :

Docteur en économie de l'Université Pierre Mendès-France de Grenoble, Denis FERRAND est Directeur Général de Coe-Rexecode depuis décembre 2008. Il est également directeur de la Conjoncture et des Perspectives.

Après avoir été enseignant chercheur à l'Université de Grenoble et avoir conduit des études de terrain en Thaïlande et Corée du sud dans le cadre de sa thèse de doctorat, Denis FERRAND rejoint Rexecode en 2000 en tant qu'économiste. Il a notamment assuré l'analyse de la conjoncture de la France, de la zone euro et des pays d'Asie émergente.

Il participe au titre d'expert aux travaux de la Commission permanente de concertation pour l'industrie et intervient dans le Groupe technique de la Commission des comptes de la Nation.

Il est chargé du cours d'analyse de la conjoncture à l'Institut Gestion de Patrimoine de l'Université Paris-Dauphine.



Carole
DENEUVE

avec la participation de :

Economiste senior au sein de Coe-Rexecode. Professeure certifiée de sciences économiques et sociales et titulaire d'un DEA d'analyse macroéconomique et conjoncture de l'Université de Paris 1, Carole DENEUVE a été chargée de mission au sein du Bureau de l'Industrie de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique au Ministère de l'Economie et des Finances. Elle a assuré des enseignements universitaires et des conférences en cycle préparatoire ENA du Centre de Formation continue du Ministère.

En 1994, elle rejoint le COE à la CCIP où elle est spécialiste des questions de l'emploi, de l'investissement et du suivi de la situation financière des entreprises. Elle coédite et publie avec Christian de Boissieu une collection d'ouvrages annuels consacrés aux Entreprises Françaises de 2001 à 2006 et participe à de nombreux groupes de travail d'experts ainsi qu'à des rapports du CAE et du CAS. Elle intègre le département conjoncture de Coe-Rexecode en novembre 2006 et devient chargée des dossiers Immobilier, Allemagne et Pays de l'Est.

Coe-Rexecode

Direction

Michel DIDIER, président • Jean-Michel BOUSSEMART, délégué général • Denis FERRAND, directeur général
Alain HENRIOT, directeur délégué • Jacques ANAS, directeur des indicateurs économiques et des modèles statistiques
Gilles KOLEDA, directeur des études • Françoise BOLLOT, directrice de la communication

Conjoncture

Denis FERRAND : *directeur pour la conjoncture et les perspectives*

France, Benelux, Japon, compétitivité, conjoncture de l'industrie • Tél. 01 53 89 20 86 • dferrand@coe-rexecode.fr

Stéphanie CHORT : Espagne, Italie, Amérique latine, compétitivité France • Tél. 01 53 89 20 93 • schort@coe-rexecode.fr

Carole DENEUVE : Allemagne, Pays de l'Est, Europe du Nord, Turquie, immobilier et construction, biens d'équipement •

Tél. 01 53 89 20 74 • cdeneuve@coe-rexecode.fr

Alain HENRIOT : zone euro, Royaume-Uni, échanges mondiaux - Tél. 01 53 20 80 - ahenriot@coe-rexecode.fr

Thuy Van PHAM : Asie émergente, Chine • Tél. 01 53 89 20 96 • vpham@coe-rexecode.fr

Études et modélisation

Antonin ARLANDIS : télécommunication et macro-économie • Tél. 01 53 89 20 88 • aarlandis@coe-rexecode.fr

Amandine BRUN-SCHAMMÉ : emploi et protection sociale • Tél. 01 53 89 20 81 • abrun-schamme@coe-rexecode.fr

Stéphane CIRIANI : télécommunication et macro-économie • Tél. 01 53 89 20 82 • sciriani@coe-rexecode.fr

Gilles KOLEDA : politique économique, environnement et croissance • Tél. 01 53 89 20 87 • gkoleda@coe-rexecode.fr

David FAURE : environnement • Tél. 01 53 89 20 76 • dfaure@coe-rexecode.fr

Indicateurs, enquêtes et système d'information

Jacques ANAS, *directeur des indicateurs économiques et des modèles statistiques* • 01 53 89 20 89 • janas@coe-rexecode.fr

Dominique DALLE-MOLLE, *États-Unis, Canada, Royaume-Uni, NTIC, matières premières, séries quotid. financières* • 01 53 89 20 95 • ddalle-molle@coe-rexecode.fr

Aurélien HEUZÉ, *enquête Trésorerie, indicateurs Coe-rexecode, zone euro*

Marie-Claude KONATÉ, *France, Asie, finances publiques, coûts salariaux, construction, commerce intern.* • 01 53 89 20 94 • mckonate@coe-rexecode.fr

Christine RIEFFEL, *autres pays de l'Union européenne, Amérique latine, pays de l'Est, énergie, métaux* • 01 53 89 20 84 • crieffel@coe-rexecode.fr

Documentation, Informatique et site web

Murielle PREVOST • 01 53 89 20 83 • mprevost@coe-rexecode.fr

Fabienne BESSON-LHOSTE • 01 53 89 20 92 • fbesson-lhoste@coe-rexecode.fr

Sylvie FOUTRIER Van LEEUWEN • 01 53 89 20 98 • sfoutrier@coe-rexecode.fr

Dominique DALLE-MOLLE, *réseau informatique* • 01 53 89 20 95 • ddalle-molle@coe-rexecode.fr

Régine GAYET • 01 53 89 20 71 • rgayet@coe-rexecode.fr

Administration et gestion

Maria LAHAYE, *administration générale* • 01 53 89 20 99 • mlahaye@coe-rexecode.fr

Régine GAYET, *imprimerie, relations avec les adhérents* • 01 53 89 20 71 • rgayet@coe-rexecode.fr

Martine GRANGÉ, *secrétariat et publications* • 01 53 89 20 90 • mgrange@coe-rexecode.fr

Françoise SAINT-LOUIS, *secrétariat* • 01 53 89 20 89 • fsaint-louis@coe-rexecode.fr

Conseil d'Administration

Michel DIDIER, *Président* • Jacques-Henri DAVID, *Président d'honneur* • Gérard WORMS, *Président d'honneur* • Pierre SIMON, *co-Président*

Pierre GADONNEIX, *Vice-président* • Antoine GENDRY, *Trésorier*

Administrateurs : Patrick BERNASCONI • Jean-Louis BOUVIER • Michel CICUREL • Jean-François CIRELLI • Philippe CITERNE

Martine CLEMENT • Jean DESAZARS de MONTGAILHARD • Xavier FELS • Eric HAYAT • Yvon JACOB • Philippe LAMOUREUX

Philippe LEMOINE • Gérard de LA MARTINIÈRE • Vivien LEVY-GARBOUA • Gilles de MARGERIE • Gervais PELLISSIER

Jean-François PILLIARD • Vincent REMAY • Didier RIDORET • Frédéric SAINT-GEOURS • Guy SALZGEBER • Jean-François VEYSSET

Bruno WEYMULLER

Sommaire

Introduction	3
Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2009 et 2010	5
Multiplication des signes de stabilisation et apaisement des tensions financières	5
Les forces de rebond	6
Pas de menace d'inflation	6
Quelle évolution de la dépense des ménages ?	7
Les risques	8
Marchés mondiaux des produits de base : retour sur une pente haussière	8
Marchés de taux : pas de resserrement à horizon proche	9
Marchés des changes : un euro à nouveau ferme	10
Situation et perspectives pour 2009 et 2010	
Etats-Unis, zone euro, Japon et économies émergentes	12
Etats-Unis : le rebond est amorcé ; Quelles en seront l'ampleur et la durée ?	12
Les revenus des ménages américains sous la perfusion des budgets publics	15
Zone euro : fin de récession sur fond d'incertitudes sur la demande intérieure	16
Solde budgétaire dégradé en zone euro... ..	18
Japon : les exportations comme moteur principal du rebond, la dépense publique comme moteur auxiliaire	20
Les dépenses en capital et la consommation comme freins de la croissance japonaise	20
Zones émergentes : de forts signaux de rebond en Asie et en Amérique latine, moins tangibles en Europe de l'Est	21
Situation et perspectives de l'économie française pour 2009 et 2010	23
Des indicateurs et des enquêtes mieux orientées	24
Des forces de rebond et des facteurs de rattrapage	25
Un vrai rebond mais pas encore une reprise	26
Un taux de chômage à 10 % début 2010	26

Perspectives économiques

2009-2010

Introduction

Ce dossier présente notre analyse de la situation économique mondiale et nos perspectives macroéconomiques pour 2009 et 2010. Cette analyse est développée ensuite pour les principales économies développées et émergentes puis pour l'économie française.

Notre prévision centrale retient pour la France un taux de croissance du PIB en volume de 2,2 % en 2010 après une contraction de 2 % en 2009. Le taux de croissance du PIB de l'économie mondiale serait de 3,5 % en 2010 après - 1,1 % en 2009. Aux Etats-Unis, le PIB en volume progresserait de 2,5 % après une contraction de même ampleur en 2009. L'inflation resterait faible mais reviendrait en 2010 vers une tendance de l'ordre de 1,5 % (moyenne annuelle pour la France).

1. La récession économique mondiale est terminée

Les signes de stabilisation de l'économie mondiale apparus au printemps dernier se sont renforcés au cours des derniers mois. La normalisation sur les marchés financiers se poursuit. Les tensions sur les marchés interbancaires s'atténuent et les primes de risque sur les obligations des entreprises se sont réduites. La production industrielle mondiale et les échanges internationaux ont retrouvé des rythmes positifs. Les indices de climat des affaires s'améliorent nettement.

2. Une sortie de crise en trois temps

Les indicateurs conjoncturels récents valident le scénario de fin de récession à la mi-année que nous avons présenté en avril dernier (voir document de travail n°7, avril 2009). Nous confirmons donc notre vision d'une sortie de crise en trois temps : un rebond temporaire dans la deuxième partie de 2009 et au début 2010, une « convalescence » de deux à trois ans (le temps du désendettement) et enfin seulement par la suite une vraie reprise économique, c'est-à-dire le retour à un taux de croissance supérieur à sa tendance longue.

3. Un rebond de la croissance à court terme

Le rebond d'activité, que nous anticipions, est bien amorcé. Il s'explique par la fin du déstockage (qui nécessite un ajustement à la hausse de la production) et par les politiques économiques mises en œuvre en réaction à la crise financière d'il y a un an. L'effet simultané des forces de rebond pourrait même conduire temporairement à des rythmes de croissance assez élevés au cours des deux ou trois trimestres à venir. Le rythme d'accroissement du PIB pourrait atteindre un rythme de 3 à 4 % (en rythme annualisé) aux Etats-Unis comme dans la zone euro et en France à la fin de cette année ou au début 2010.

4. Le moment d'une vraie reprise économique est encore incertain

Certains freins à la croissance demeurent toutefois. Le rebond de l'activité qui se profile n'est pas encore le signal d'une vraie reprise économique. Les ménages américains comme européens ont relevé leur taux d'épargne mais leur niveau d'endettement est toujours élevé. Les Etats devront rétablir l'équilibre de leurs comptes. Les entreprises non financières se sont efforcées de résister à la contraction du chiffre d'affaires en limitant leurs coûts et en réduisant l'investissement, mais les ratios financiers (dette/valeur ajoutée ou dette/EBE) ont encore augmenté.

Une reprise durable ne pourra s'engager que lorsque le désendettement sera suffisant pour libérer les comportements d'investissement des entreprises et des ménages. Nous n'en sommes pas encore là. La croissance, temporairement vigoureuse jusqu'au printemps 2010, reviendra à un rythme plus modeste en deuxième partie d'année 2010. Les politiques structurelles (grand emprunt, politique industrielle) et l'engagement des banques à soutenir le crédit aux entreprises peuvent contribuer à limiter ce ralentissement.

En France comme dans la plupart des économies de l'OCDE, le rebond d'activité permettrait de stabiliser l'emploi mais pas encore de réduire le niveau du chômage. Une politique active de l'emploi restera nécessaire.

Les chiffres clés de nos perspectives économiques pour 2009 et 2010				
	2007	2008	2009	2010
1 - Croissance du volume du PIB				
Monde	4,9	2,7	-1,1	3,5
Ensemble de la zone OCDE	2,7	0,6	-3,3	2,3
dont : Etats-Unis	2,1	0,4	-2,5	2,5
Japon	2,3	-0,7	-5,6	2,4
Zone euro à 16	2,7	0,7	-3,6	2,1
Union européenne à 18	2,6	0,6	-3,9	1,8
dont : Allemagne	2,5	1,3	-4,9	2,7
France	2,3	0,4	-2,0	2,2
Royaume-Uni	2,6	0,7	-4,2	1,5
Italie	1,5	-1,0	-4,8	1,0
Espagne	3,6	0,9	-3,5	0,5
Pays hors OCDE	8,7	6,1	2,2	5,3
dont : Chine	13,0	9,0	8,0	8,5
2 - Marchés mondiaux				
Commerce mondial (en volume)	6,9	2,7	-13,0	6,4
Importations de l'OCDE	4,6	0,4	-13,1	5,3
Importations des pays hors OCDE	13,3	8,6	-12,8	8,9
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	72,7	98,3	62,7	84,0
Prix des matières premières** en \$	18,4	11,0	-18,0	14,5
" " " en euro	8,4	4,2	-12,5	14,3
3 - Taux de change				
1 \$ = ...euro	0,73	0,68	0,73	0,73
=...yens	118	103	95	99
1 euro = ...dollars	1,37	1,47	1,37	1,37
= ...yens	161	152	131	135
1 £ = ...\$	2,00	1,85	1,57	1,67
4 - Taux d'intérêt à 3 mois				
Etats-Unis (euro-dollar)	5,3	3,1	0,9	0,8
Japon (euro-yen)	0,7	0,9	0,6	0,5
Zone euro (euribor)	4,3	4,6	1,3	1,0
5 - Taux d'intérêt à 10 ans				
Etats-Unis	4,6	3,6	3,3	3,9
Japon	1,7	1,5	1,3	1,5
Zone euro	4,3	4,3	3,8	3,9
6 - Taux d'inflation				
Etats-Unis	2,9	3,8	-0,5	1,9
Japon	0,1	1,4	-1,0	0,3
Zone euro	2,1	3,3	0,4	1,7
* moyenne annuelle - ** hors énergie				

Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2009 et 2010

Lors de nos perspectives d'avril dernier, nous présentions cette sortie de crise sous la forme d'un triptyque : rebond, convalescence, reprise. Ce scénario semble se confirmer au regard des signes de stabilisation voire de rebond qui se propagent à l'ensemble de l'économie mondiale. Les perspectives d'évolution de l'activité se sont améliorées, que ce soit dans les secteurs industriels asiatique, américain et européen ou dans les activités de services en zone euro. La fin de la récession ne fait désormais plus guère de doute aux Etats-Unis, comme au Japon ou en zone euro. Le rebond de l'activité qui s'opère n'est pas encore le signal d'une vraie reprise économique. Celle-ci se manifestera lorsque le désendettement sera suffisant pour libérer les comportements d'investissement des entreprises et des ménages. Nous n'en sommes pas encore là.

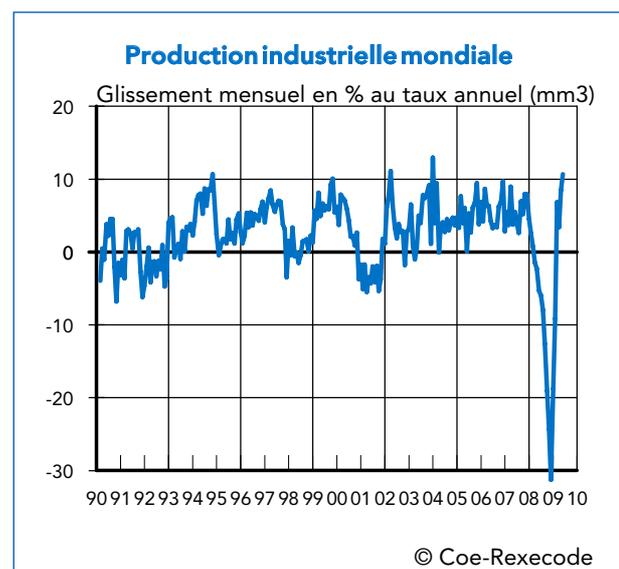
Les signes de stabilisation de l'économie mondiale apparus au printemps se sont renforcés au cours des derniers mois.

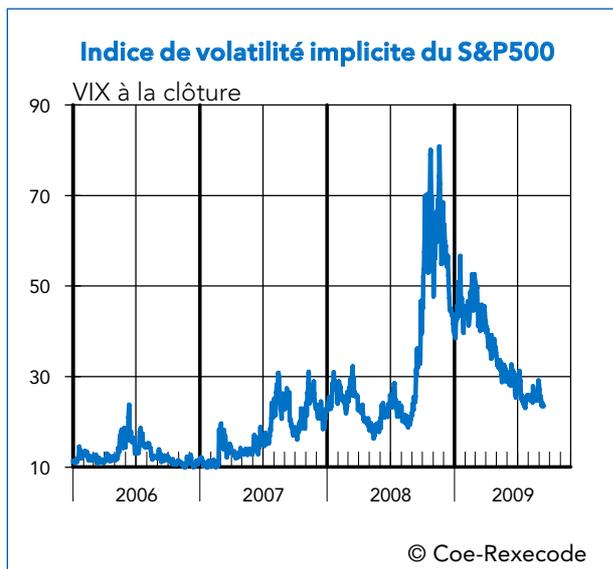
Multiplication des signes de stabilisation et apaisement des tensions financières

Ces signaux ont d'abord été émis depuis l'Asie. L'activité industrielle a déjà dépassé son point haut préalable à la crise en Chine. Elle l'a rejoint en Corée du Sud. Elle se redresse rapidement depuis un point très bas au Japon. Ces signes de stabilisation concernent désormais les Etats-Unis, où la production industrielle a progressé en juillet par rapport à juin, et la zone euro, où son recul a ralenti. Les économies émergentes d'Europe de l'Est sont restées en arrière de ce mouvement, mais elles manifestent également quelques signes de stabilisation.

Les marchés financiers ont pris acte de cette amélioration, d'autant que le robinet de la liquidité a été maintenu grand ouvert par les banques centrales. Les tensions sur la liquidité interbancaire ont ainsi continué de s'atténuer. Les cours des actifs boursiers se sont redressés. Les cours des matières premières et du pétrole ont aussi rebondi sans occasionner de forte remontée des anticipations inflationnistes. En conséquence, le gonflement des déficits publics dans la plupart des

économies n'a pas débouché sur une remontée des taux longs sur obligations d'Etat, ceux-ci refluant même au cours des derniers jours. Tout en restant encore élevés, les spreads de taux sur les obligations corporate ont poursuivi leur reflux. La fin, probable, de la récession clôt la phase de panique financière de l'automne dernier. Celle-ci avait amplifié le retournement conjoncturel déjà amorcé et précipité des coupes brutales dans les projets d'investissement, un déstockage massif et





une contraction des effectifs employés dans la plupart des économies. La fin de la récession s'explique notamment par l'exercice des éléments de soutien de l'activité mis en place à partir de l'automne dernier : baisse inédite des taux d'intérêt, mutualisation des risques par les Etats et les banques centrales, soutien de la demande par les plans de relance. Sous leurs diverses formes, ces derniers ont favorisé l'investissement en Chine et les dépenses de consommation des ménages en Asie émergente. Les plans spécifiques au secteur automobile ont permis un redressement des immatriculations de véhicules en Europe, en Asie et notamment au Japon, en Amérique latine et désormais aux Etats-Unis, favorisant un rebond de la production.

Les forces de rebond

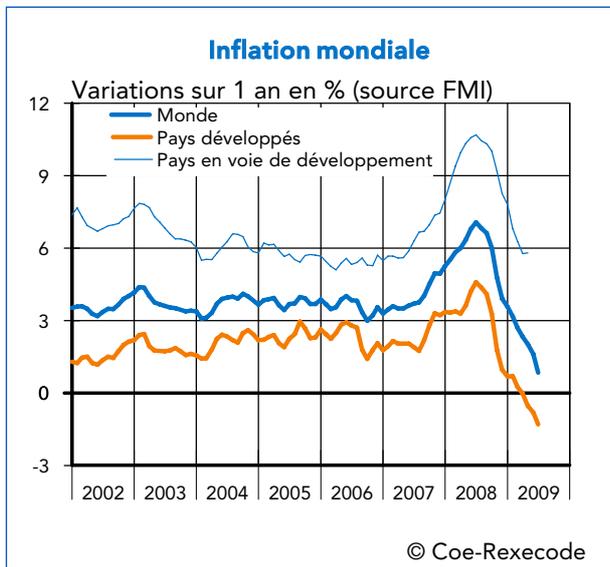
Le soutien de la demande apporté par les plans de relance devrait se prolonger au second semestre en Europe comme aux Etats-Unis, puis à nouveau début 2010. Il changerait de nature dans les économies développées : après avoir consisté principalement en mesures de soutien des revenus des ménages (aux Etats-Unis en particulier), il porterait de plus en plus sur des opérations en biens et services (investissement public). Nous n'anticipons pas de tournant vers une discipline budgétaire

accrue avant la fin de la période de notre exercice de perspectives. D'autres forces de rappel n'ont pas encore exercé d'effet d'entraînement de l'activité. La correction à la baisse du niveau des stocks s'est amplifiée en Allemagne, en France et au Japon au cours du printemps. Elle s'est poursuivie aux Etats-Unis. Il est probable que le déstockage soit désormais proche de son terme. Son simple arrêt occasionnera un rebond de l'activité qui peut temporairement être assez marqué. Aux Etats-Unis, les conditions d'un redressement du marché de la construction résidentielle se réunissent : les stocks de logements neufs à vendre sont retombés au niveau de leur point bas touché en 1992, la baisse des prix des logements se modère et l'accessibilité des ménages au crédit immobilier est au voisinage de son sommet. Le potentiel de rebond est fort : le nombre de mises en chantier s'inscrivant autour de 550 000, soit moins de la moitié de la progression annuelle du nombre de ménages.

L'exercice simultané de ces forces de rebond pourrait conduire à des rythmes de croissance assez élevés fin 2009 et début 2010, décrivant ainsi un processus de récupération après la chute brutale de la fin 2008 et du début 2009. Des rythmes de croissance assez soutenus pourraient être atteints en moyenne annuelle en 2010. Nous retenons qu'après un recul de 2,5 % en 2009, le PIB des Etats-Unis progresserait de 2,5 % en 2010. Le recul serait de 3,6 % en zone euro en 2009, le PIB progresserait de 2,1 % en 2010. Le PIB mondial avancerait de 3,5 % en 2010 après s'être contracté de 1,1 % en 2009. Le rebond serait, en revanche, moins marqué dans les économies où les plans de relance sont de faible ampleur (Italie) ou réversibles (Royaume-Uni, où une remontée du taux de TVA est toujours attendue pour le début 2010), ainsi qu'en Espagne où la correction de l'investissement en construction se prolongerait.

Pas de menace d'inflation

En même temps qu'il se propagerait, le rebond d'activité pourrait entraîner de nouvelles poussées de hausses des prix des produits de base. Les cours du pétrole n'ont pas attendu que l'activité



Quelle évolution de la dépense des ménages ?

Le comportement de dépense des ménages est probablement la principale inconnue du scénario. Il dépendra de l'équilibre qui s'installera entre les facteurs de baisse (un peu plus d'inflation, poursuite de la montée du chômage même durant la phase de rebond) et les éléments de soutien (béquille budgétaire et faibles taux d'intérêt). Notre scénario privilégie une évolution médiane où les dépenses de consommation des ménages connaîtraient une faible progression à la fois aux Etats-Unis et en Europe. L'évolution de l'emploi est loin d'avoir été uniforme dans les différentes économies. La correction à la baisse des effectifs et la montée du chômage ont été brutales et rapides aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne. Elle a été faible en Allemagne. La France est dans une situation intermédiaire. La phase de rebond permettra de ralentir les pertes d'emploi. Les créations nettes d'emploi, notamment aux Etats-Unis, n'interviendraient pas avant le début 2010. Celles-ci resteraient faibles en Allemagne et en France en 2010 où le rebond d'activité se traduira probablement, en premier lieu, par l'utilisation des outils de flexibilité du marché du travail (moins recours au chômage partiel, heures supplémentaires) avant que les créations nettes d'emplois réapparaissent.

économique émette des signes de stabilisation pour s'orienter à la hausse. La phase de désinflation est ainsi achevée et le risque de déflation s'est fortement atténué (à l'exception du cas japonais). Pour autant, le risque d'inflation reste modéré. Les anticipations d'inflation sur les marchés sont d'ailleurs ancrées à un niveau bas. Surtout, aucune inflation salariale ne menace. La montée du chômage s'est déjà traduite par un ralentissement des gains salariaux aux Etats-Unis. La même situation se manifeste en Europe et au Japon. Les relais à ces forces de soutien à court terme peinent à apparaître. Le rétablissement de la situation de bilan des agents privés précèdera la véritable reprise que serait une nouvelle phase d'accumulation. L'affectation des forts gains de productivité, déjà apparus et à venir durant la phase de rebond du cycle économique, aidera au rétablissement de la situation financière des entreprises. Elle se partagera toutefois probablement entre baisse des prix et reconstitution du niveau des marges. Ce dernier processus est amorcé aux Etats-Unis comme au Japon (depuis un niveau très bas). Il est trop tôt pour en voir les prémices en Europe. Dans un contexte où les taux d'utilisation des capacités de production sont partout très bas, l'investissement tarderait à s'orienter à la hausse.

La remontée des taux d'épargne des ménages permise notamment par l'augmentation de transferts publics en leur faveur a déjà été forte que ce soit aux Etats-Unis (où cette remontée se tempère) ou en zone euro. Dans un contexte de faible rémunération de l'épargne, l'incitation à l'accentuation de l'effort d'épargne ira en s'atténuant à mesure que la montée du taux de chômage se modérera. Nous retenons ainsi une hypothèse de stabilisation progressive du taux d'épargne. Le désendettement des ménages n'a fait, pour sa part, que s'amorcer aux Etats-Unis et en zone euro. Il devrait se prolonger.

Les risques

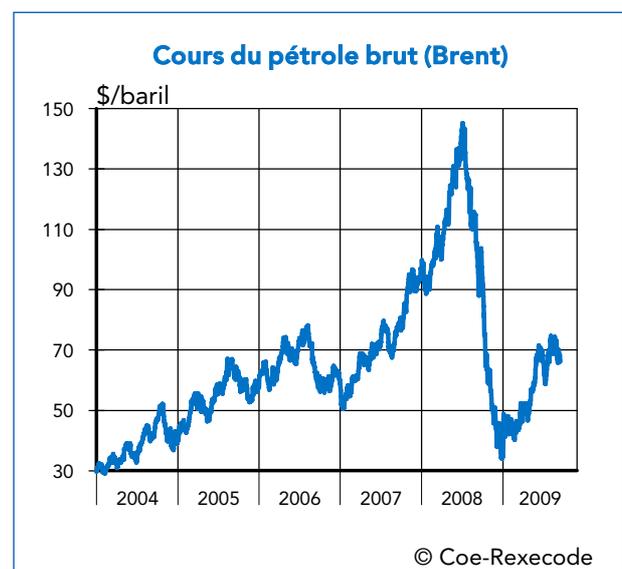
Ce scénario où le rebond d'activité laisserait la place à une lente convalescence de deux à trois ans masque plusieurs risques dont la manifestation entraverait l'ampleur du rebond. Ces risques continuent de se nicher en premier lieu dans les bilans du système bancaire. Celui-ci est certes en voie de stabilisation et le maintien à un niveau élevé de la pente de la courbe des taux favorise les résultats des banques. Les taux courts resteraient bas et le tournant vers un durcissement de la politique monétaire passera en premier lieu par la sortie des mesures non conventionnelles qui ont été adoptées au cours de la phase aigüe de la crise avant toute remontée des taux directeurs. Si le risque de nouvelles dépréciations d'actifs sur les marchés financiers est toujours présent bien qu'atténué, l'aléa majeur réside probablement dans la montée des défauts. Celle-ci ne marque pas de pause aux Etats-Unis, que ce soit pour les crédits au logement ou pour les crédits aux entreprises. Elle pourrait se poursuivre.

Une montée des défaillances d'entreprise s'observe dans plusieurs pays. Elle a été contenue à la fois par la mise en place de mesures de soutien de trésorerie et de dispositifs publics de garantie d'emprunts, d'une part, et par les coupes majeures dans les dépenses qu'ont opérées les entreprises, d'autre part. Un nouvel abaissement des points morts est désormais peu probable surtout dans un contexte où le rebond d'activité passera par une réanimation de la production. Les situations de trésorerie des entreprises risquent ainsi de rester encore très fragilisées durant plusieurs trimestres et la montée des défaillances d'entreprises n'est peut-être pas arrivée à son terme. Les pertes de potentiel de production qui leur est associé pourraient alors freiner le processus de récupération du niveau d'activité à l'œuvre au cours de la phase de rebond. A plus court terme, nous n'avons pas intégré dans notre scénario d'hypothèse de freinage de l'activité associé au développement de la pandémie de grippe. Une estimation réalisée par la Banque Mondiale en juin dernier retenait que le niveau du PIB mondial pourrait être abaissé dans un ordre de grandeur allant de 0,7 à 5 points de

PIB selon les scénarios de contagion et des hypothèses de mortalité. A un horizon plus lointain, notre scénario décrit une situation dans laquelle certains déséquilibres apparus durant la précédente phase de forte croissance et atténués durant la récession réapparaîtraient. Les deux principaux sont le mur de la rareté des ressources naturelles et énergétiques sur lequel a buté l'économie mondiale début 2008, d'une part, les déséquilibres globaux d'autre part, soit la situation où les déficits des uns (Etats-Unis en premier lieu) ont pour contrepartie les excédents et l'accumulation de réserves en devises des autres (Chine, Asie émergente, pays exportateurs de pétrole). En l'absence d'ajustement du dollar, contre le yuan en particulier, le risque de voir à nouveau les déséquilibres globaux se creuser est élevé, ce qui replacerait l'économie mondiale sur une trajectoire déstabilisante.

Marchés mondiaux des produits de base : retour sur une pente haussière

Les cours du Brent, qui étaient retombés sous les 35 dollars le baril dans la dernière semaine de décembre, se sont redressés dès le début janvier



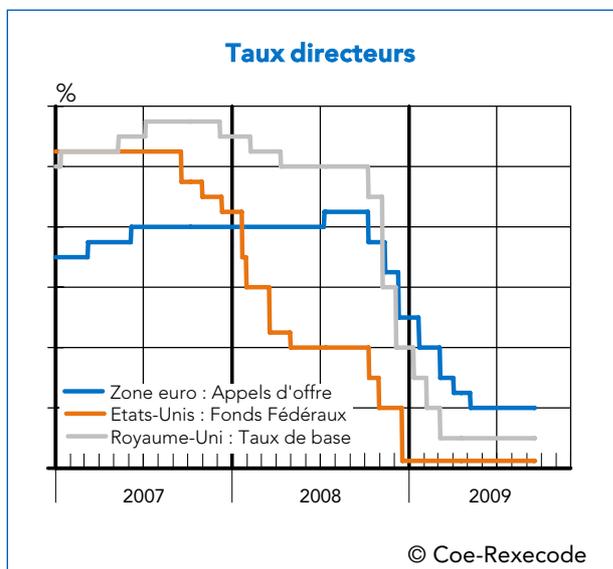
2009. En plusieurs vagues, les voilà revenus autour des 70 dollars. Ils se trouvent encore divisés par deux par rapport à leur record historique à 145 dollars inscrit le 3 juillet 2008, mais aussi déjà multipliés par deux depuis leur point bas affiché fin décembre dernier. Les effets de base portant sur la composante « énergie » des indices de prix considérés dans leur glissement sur douze mois sont encore favorables, mais ceci ne doit pas masquer la réalité du renversement intervenu depuis neuf mois. A nouveau, le pouvoir d'achat des consommateurs de pétrole est érodé par la hausse des prix de l'or noir. La première observation qu'il convient de faire est que les fluctuations des prix du pétrole et plus largement d'ailleurs de l'ensemble des produits de base, sont de plus en plus étroitement corrélées à celles des marchés financiers : marchés boursiers et marchés de taux. Lorsque les doutes sur la vigueur et la durabilité de la reprise de l'économie mondiale croissent, les prix du pétrole se replient.

A contrario, ils se redressent lorsque la confiance se restaure. La seconde observation est que ces fluctuations des cours s'opèrent autour d'une pente haussière qui paraît irrésistible. Les prix du pétrole ont monté au cours du premier semestre 2009 dans une économie mondiale où seuls les pays émergents d'Asie étaient déjà en reprise et où toutes les économies des pays développés étaient encore en récession. Evidemment, quand ces dernières vont se réveiller, et nous y sommes, la question est de savoir jusqu'où ces prix vont monter. Pour éclairer cette question, quelques éléments factuels doivent être rappelés. Le premier est que depuis un point bas inscrit en mai dernier, à 84,4 millions de barils par jour, la production mondiale de pétrole se redresse. En juillet, dernier point connu, elle ressortait à 85,2 millions de b/j. Elle demeure encore en retrait d'un peu moins de 3 millions bl/j par rapport à son record inscrit en juin-juillet 2008. L'OPEP a réduit sa production, elle pourrait donc l'accroître pour répondre à une demande se raffermissant et limiter ainsi les pressions haussières sur les prix. Le second est que les stocks de pétrole sont partout élevés. A fin avril, pour l'ensemble des pays de l'OCDE, ils s'élevaient à plus de 95 jours

de consommation, au plus haut historique depuis 1973. Au regard de ces éléments rassurants quant au risque d'une flambée des prix de l'or noir avec le réveil des économies développées, il en est deux autres qui, au contraire, peuvent inquiéter. Le premier est l'extraordinaire « fringale » chinoise de brut. Les importations de la Chine ont dépassé les 4,5 millions de bl/j en juillet. A l'été 2008, elles étaient de 3,5 millions à peine. Le second est le redressement de la consommation américaine qui vient juste de commencer et ne peut que s'accroître. A l'été 2007, lorsque la crise a commencé, celle-ci tournait autour de 21 millions de bl/j. Elle est tombée au printemps 2009 à moins de 18,5 millions. Depuis, elle se redresse et vient ces dernières semaines de passer au-dessus des 19 millions. A partir de ces éléments et en lien avec notre scénario prévisionnel qui retient un essoufflement de la reprise en cours dès le second semestre 2010, avec notamment une modération de la croissance chinoise, nous retenons la poursuite de la montée des prix, à un rythme soutenu, jusqu'au printemps prochain et jusqu'à 85 dollars le baril. Au-delà, la hausse s'arrêterait. En moyenne annuelle, cela conduit le baril de Brent à près de 63 dollars pour 2009 contre plus de 98 en 2008, et à 84 dollars en 2010. Pour les autres produits de base, nous retenons un schéma prévisionnel analogue, la hausse se poursuivant à un rythme vif jusqu'au printemps prochain, pour ensuite s'interrompre.

Marchés de taux : pas de resserrement à horizon proche

Outre-Atlantique, les fonds fédéraux restent maintenus entre 0 et 0,25 %. Les taux de marché à trois mois dépassent à peine 0,5 % et sont pratiquement venus s'aligner sur les taux japonais de même échéance. Dans la zone euro, le taux d'appel d'offres a été ramené et est maintenu sur la ligne de 1 %. Du côté des taux longs sur emprunts d'Etat, ceux-ci continuent d'osciller autour d'horizontales situées à des niveaux bas. Outre-Atlantique, les taux



à deux ans tournent autour de 1 %, les opérateurs n'anticipant pas de resserrement monétaire à horizon proche. Dans la zone euro, il en est de même, le taux à deux ans se maintenant à l'horizontale depuis février dernier, sous les 1,5 %. Du côté des taux à dix ans, ceux-ci tournent autour des 3,5 % aux Etats-Unis et un peu au-dessus dans la zone euro et au Royaume-Uni. L'écart négatif entre taux américains et européens, constaté de façon ininterrompue depuis novembre 2007, a pratiquement disparu. Sur les marchés du crédit, l'autre point fondamental à souligner est la poursuite de la réduction des « spreads » entre taux « corporate » et taux « sans risque ». Sur ces marchés, la normalisation n'est pas encore totalement opérée mais bien avancée. Les perspectives en matière de taux ne sont pas aisées à tracer. En principe, et d'autant plus qu'ils sont proches de zéro, les taux directeurs des grandes banques centrales devraient se redresser dès lors que le point bas conjoncturel se trouve dépassé, c'est-à-dire dès maintenant. Mais si les forces de rebond de l'activité sont vigoureuses, il y a aussi des freins qui demeurent simultanément serrés : santé du secteur bancaire, endettement des ménages, dégradation du marché du travail, détérioration des budgets publics, etc. Au total, la reprise qui vient de commencer est encore loin d'être durablement acquise et donc les banques centrales devraient rester prudentes pour éviter de

casser le redressement de l'activité par une remontée trop précoce de leurs taux directeurs. Nous maintenons inchangés les fonds fédéraux américains jusqu'au printemps prochain. Au-delà, nous leur faisons graduellement reprendre de la hauteur jusqu'à 1 % au deuxième trimestre 2010. Du côté de la zone euro, nous corrigeons graduellement les anomalies actuelles portant sur l'eonia et les taux à trois mois que nous faisons remonter jusqu'au niveau du taux d'appel d'offres que nous maintenons à 1 %. Pour le Japon, nous conservons inchangés les taux directeurs et les taux à trois mois. En ce qui concerne les taux longs sans risque, à mesure que la reprise sera visible, ils devraient se tendre mais modestement. Le risque inflationniste apparaît inexistant à horizon de ces dix-huit prochains mois tant les capacités de production en hommes et en machines sont si faiblement utilisées. Certes, la hausse des prix des produits de base peut inquiéter, mais l'inflation « sous-jacente » n'a pas fini de ralentir. L'inflation salariale va continuer de se modérer et la productivité va se redresser. Nous visons un taux à 4 % pour le 10 ans du Trésor américain, un peu en dessous pour le 10 ans allemand ou français.

Marchés des changes : un euro à nouveau ferme

Le dollar reste faible vis-à-vis des monnaies des pays développés, et ce bien que le déficit extérieur américain se soit encore réduit. Le yen et plus encore l'euro demeurent forts, la balance commerciale japonaise ayant renoué avec l'excédent et celle de la zone euro étant revenue à l'équilibre. Les devises des pays émergents et, sauf exception comme le peso argentin ou le rouble russe, se sont un peu ressaisies contre le dollar, gommant en partie leur dépréciation intervenue au-delà de la faillite de Lehman, conservant cependant une large partie de leur sous-évaluation. Le yuan chinois est, quant à lui, resté rigoureusement stable vis-à-vis du dollar, fléchissant donc contre le yen et contre l'euro. Les marchés des changes restent profondément désordonnés. Nombre de devises ne sont pas correctement évaluées, ce qui entretient les déséquilibres internationaux en matière commerciale. Il y a



là source de difficultés supplémentaires pour que l'économie mondiale retrouve un sentier de croissance soutenable à moyen terme et peut-être germes de poussées protectionnistes à venir à mesure que le chômage peinera à refluer dans les pays développés. Les deux problèmes fondamentaux, pour notamment l'Europe, sont les suivants, en partie liés. D'une part, il y a la sous-évaluation massive des devises asiatiques, en particulier le yuan, sans oublier le won coréen. D'autre part, il y a la sous-évaluation du dollar américain qui laisse des coûts de main-d'œuvre aux Etats-Unis 25 à 30 % plus bas que les coûts de main-d'œuvre de la zone euro.

En ce qui concerne les grandes devises directrices, nous ne prolongeons pas l'affaiblissement récent du dollar à la fois contre le yen et contre l'euro, ou autrement dit, nous ne prolongeons pas le renforcement récent des devises japonaise et européenne contre la devise américaine. Certes, il est probable

que la balance commerciale américaine ne va pas continuer de réduire son déficit. Au contraire. Avec d'une part, la poursuite de la hausse des prix de l'énergie et, d'autre part, le redressement de la demande interne que nous anticipons, la résorption du déficit extérieur ne devrait pas se prolonger malgré la compétitivité du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro. Cette situation pourrait menacer donc le change de la devise américaine. Hypothèse que nous ne retenons cependant pas parce que nous projetons que les écarts de taux d'intérêt entre les Etats-Unis, d'une part, et le Japon et la zone euro, d'autre part, vont évoluer à l'avantage du dollar. Par ailleurs, il ne doit pas être oublié que le dollar est déjà nettement sous-évalué, sa PPA contre le yen est à 113, la PPA de l'euro se situant à 1,17 dollar. A horizon fin 2010, nous faisons remonter le dollar sur la ligne des 100 yens et nous ramenons l'euro sur la barre des 1,35 où il reste surévalué. En ce qui concerne les devises émergentes, nous corrigeons un peu la sous-évaluation des monnaies asiatiques. A l'exception notable du yuan qui resterait pratiquement accroché au dollar sur ses niveaux actuels. Il est pourtant probable que l'excédent commercial chinois qui frôlait les 40 milliards de dollars en janvier dernier et qui est revenu à 10 milliards de dollars va repartir à la hausse. Certes, la remontée des prix du pétrole va renchérir la facture énergétique, mais le redémarrage des économies européennes et américaine va stimuler à nouveau les exportations. Les réserves de changes de la Chine qui sont proches des 2 300 milliards de dollars vont donc continuer de s'élever à vitesse rapide, montrant de plus en plus que le système international des échanges ne fonctionne pas correctement. On sait qu'il y a là un problème majeur dont la seule issue est une réévaluation massive de la devise chinoise si l'on veut éviter à terme les mesures de protection aux frontières.

Situation et perspectives pour 2009 et 2010

Etats-Unis, zone euro, Japon et économies émergentes

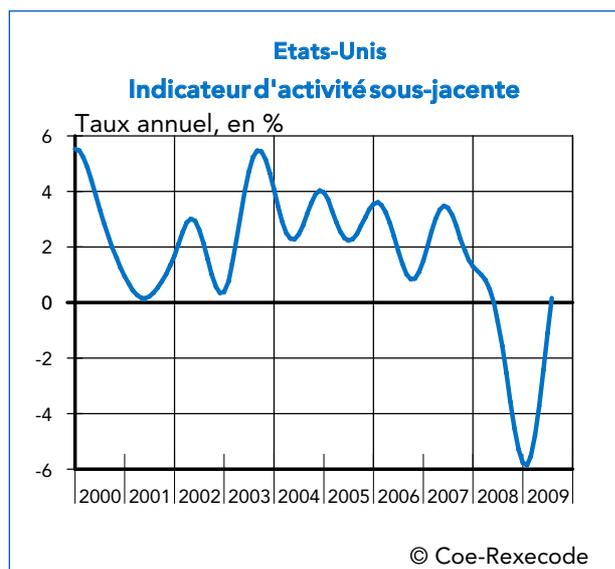
Les dynamiques et les ressorts de la croissance divergent selon les pays et les zones. Les signaux de rebond se sont multipliés un peu partout dans les pays développés et les pays émergents, en partie sous l'effet des mesures de relance et grâce à un moindre déstockage. De nombreuses pesanteurs sont cependant encore à l'œuvre, notamment s'agissant de la demande intérieure. Dans la grande majorité des pays, la sous-utilisation des facteurs de production et pèse sur l'investissement bridant la reprise de la demande domestique. En outre, la généralisation des plans de relance creuse les déficits publics qui devront être corrigés à moyen terme. Enfin, si l'Asie et l'Amérique latine entendent clairement une sortie de crise, les pays d'Europe de l'Est, quant à eux, peinent encore à juguler une grave récession.

Etats-Unis : le rebond est amorcé ; Quelles en seront l'ampleur et la durée ?

La baisse du volume du PIB s'est poursuivie au deuxième trimestre, en s'atténuant fortement puisqu'elle n'est ressortie qu'à 1 % l'an contre 6,4 % au trimestre précédent et 5,4 % au quatrième trimestre 2008. Simultanément, le déflateur du PIB est resté stable alors qu'il avait augmenté au rythme de 1,9 % l'an au trimestre précédent et

était aussi resté stable au quatrième trimestre 2008. Les éléments disponibles pour le troisième trimestre sont encore parcellaires. Ils suggèrent qu'un point bas pourrait avoir été touché et qu'un rebond serait commencé. En juillet, notre indicateur d'entrée et de sortie de récession (IESR) est certes encore clairement situé dans la zone de récession, suggérant que l'économie continuait de se contracter au début de l'été. En revanche, d'après notre modèle probabiliste hebdomadaire fondé uniquement sur les nouvelles demandes d'allocation-chômage, la probabilité que l'économie américaine soit sortie de la récession au début septembre est montée à 95 %. Depuis avril dernier, notre indicateur avancé de retournement conjoncturel est clairement entré dans la zone signalant une forte probabilité de reprise dans les trois mois. Le signal s'est même renforcé jusqu'en août, dernier point connu. Notre indicateur mesurant la croissance sous-jacente est d'ailleurs repassé dans le positif en août à + 0,2 %.

De fait, l'indice ISM dans le secteur manufacturier est ressorti à 52,9 ce même mois, bien au-dessus de la barre des 50, un peu au-dessus de sa moyenne 1973-2008 à 52, correspondant à une croissance tendancielle de la production industrielle de 2,6 % l'an. Cependant, l'ISM non manufacturier, qui a repris son mouvement de rebond,



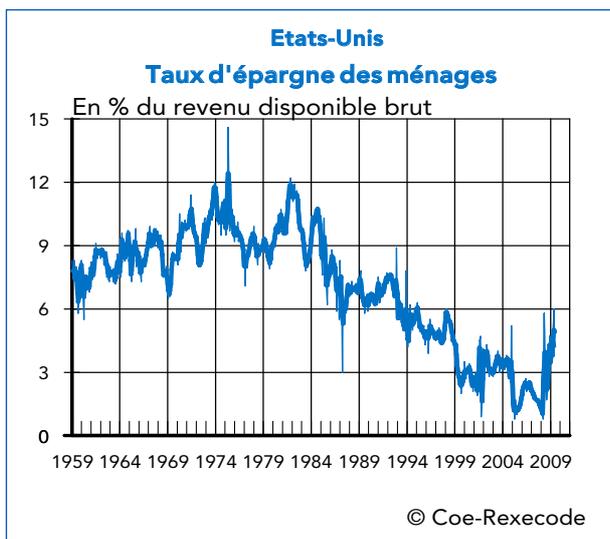
est ressorti à 48,4, restant en dessous de la barre des 50 qui marque la frontière entre la zone d'expansion et la zone de récession. Les demandes hebdomadaires d'allocation-chômage restent encore fort élevées à plus de 550 000 et l'emploi salarié non agricole a encore lourdement reculé en août : - 216 000 sur juillet. Il est vrai aussi que ces variables sont retardées par rapport au cycle économique. On notera que la masse des heures ouvrées, tenant compte de la durée hebdomadaire du travail, a cessé de chuter pour quasiment se stabiliser depuis juin.

La question fondamentale, dès lors que le point bas est touché, est de savoir quelles seront l'ampleur et la durée du rebond. D'une part, les forces de redressement de l'activité sont vigoureuses et, d'autre part, des freins puissants restent serrés. Du côté des forces de rebond, il y a bien sûr le jeu des stocks et aussi la correction excessive à la baisse intervenue sur certains marchés qui doit donner lieu elle-même à correction dans l'autre sens. On pense évidemment à l'immobilier. Il y a aussi les effets expansifs des mesures de relance prises par l'Administration Obama qui sont loin d'être épuisés et qui, pour certains, sont encore à venir. A ce sujet, on notera le boom récent des ventes de voitures dopées par la « prime à la casse » finalement décidée et dont l'effet va se faire sentir au moins à très court terme sur le secteur automobile et ses

fournisseurs. Les ventes de voitures, tombées à un peu plus de 10 millions (rythme annuel) en début d'exercice, sont remontées à 14 millions en août.

Du côté des freins, on pense évidemment à l'état de santé du système bancaire qui n'est pas encore complètement rétabli de sorte que les conditions de crédit aux entreprises et aux ménages restent et vont rester dures. On pense surtout à la dette des ménages qui n'a pas encore suffisamment reflué et au besoin que ceux-ci ont encore de redresser leur taux d'épargne. En effet, le chômage n'a pas fini de monter et les revenus sont érodés à nouveau par la hausse des prix de l'énergie. On pense également à la fuite à l'importation qui va reprendre. Si le dollar est compétitif vis-à-vis du yen et de l'euro, il ne l'est pas vis-à-vis du yuan et des autres devises asiatiques. On pense enfin à la détérioration des finances publiques dont l'ampleur est spectaculaire et inextrapolable et dont la tendance devra être renversée à brève échéance en essayant d'éviter de casser la reprise. Au total, les forces de rebond devraient l'emporter mais le cycle ne pourrait cependant pas totalement s'épanouir, un peu à l'image de ce qui s'était produit à la sortie des deux récessions précédentes de 1991 et de 2001.

Notre scénario prévisionnel se profile de la façon suivante. Dès le troisième trimestre 2009, le moindre déstockage (division par 2 du rythme antérieur) contribuerait à pousser la croissance du PIB jusqu'à 3,6 % l'an. La reprise de la FBCF logement s'enclencherait par ailleurs, ce que l'on commence à voir avec le rebond des mises en chantier. La chute de l'investissement productif se tempérerait et les dépenses publiques resteraient orientées sur une pente haussière. Exportations et importations se réorienteraient à la hausse, mais la demande extérieure nette se dégraderait à nouveau. La consommation des ménages redevenirait positive mais assez mollement. Au-delà et jusqu'au printemps prochain, la croissance resterait soutenue à un rythme proche de 3 % l'an puis elle se modérerait en dessous des 2,5 % l'an sur le restant de l'exercice 2010. Le manque de souffle viendrait principalement d'une mollesse de



la consommation, conséquence entre autres de la poursuite de la remontée du taux d'épargne.

En moyenne, le volume du PIB augmenterait de 2,5 % en 2010 après avoir reculé de 2,5 % en 2009. Comme il avait augmenté de 0,4 % seulement en 2008, cela ferait donc trois années au total de croissance quasi nulle. Dans ce contexte de reprise chahutée et laborieuse, l'inflation resterait maîtrisée sous la barre des 2 %, en dépit du renchérissement des prix des produits énergétiques. Avec la dégradation probable du taux de

chômage jusqu'à 10 % et, au-delà, avec un reflux difficile du sous-emploi, la pression sur l'inflation salariale devrait rester forte. La modération des salaires associée au rebond de la productivité de la main-d'œuvre devrait peser sur le coût salarial par unité produite et in fine sur l'inflation sous-jacente. Parmi toutes les questions qu'il faut poser, celle du comportement à venir des ménages en matière de consommation et celle du comportement des entreprises en matière d'investissement sont assez épineuses. D'autant que, pour éclairer ces questions, la référence aux cycles passés a perdu beaucoup de sa pertinence. Le cycle actuel s'opère dans une économie américaine aux prises avec la concurrence asiatique et dans laquelle le recours à l'endettement pour les ménages est devenu beaucoup plus difficile. S'ajoute la hausse des prix du pétrole qui pénalise particulièrement les ménages et les entreprises qui sont encore de gros consommateurs d'énergie.

Il convient d'abord de partir du partage primaire de la valeur ajoutée au sein des entreprises. De façon assez spectaculaire, celui-ci s'est déformé au cours de cette récession à l'avantage de la rémunération du facteur capital et au détriment de celle du facteur travail. Le taux de marge des institutions financières a inscrit au deuxième trimestre 2009, selon les comptes nationaux, un nouveau record historique. Sur ce point, les effets de la crise sont complètement effacés. Du côté des sociétés non financières, le taux de marge s'est lui aussi encore redressé au deuxième trimestre. A 31 %, il est loin de son record absolu à 32,7 % inscrit à l'été 2006, mais il est presque revenu à son point haut antérieur du milieu des années 1960 qui était l'ancien record.

Le taux d'épargne est quant à lui repassé au-dessus de ses moyennes historiques à 15,4 % (1947-2007) ou à 15,7 % (1973-2007). Au total, la rentabilité du capital productif s'est réduite au cours de la crise récente, mais pas de façon dramatique, au moins au regard de ce que l'on a observé dans les phases récessives passées. La détérioration s'est d'ailleurs opérée en 2007 et s'est arrêtée dès le début 2008. L'aggravation de la crise financière au lendemain de la mise en faillite de

Perspectives de l'économie américaine pour 2009 et 2010				
	2007	2008	2009	2010
I - Ressources-emplois (volume)				
	Variations sur la période précédente (% taux annuel)			
PIB	2,1	0,4	-2,5	2,5
Demande interne stocks compris	1,4	-0,7	-3,3	2,8
Demande interne hors stocks	1,7	-0,4	-2,9	1,8
Consommation privée	2,7	-0,2	-0,7	1,6
Dépenses publiques	1,7	3,1	1,9	2,5
FBCF totale	-2,0	-5,1	-18,8	1,8
logement	-18,5	-22,9	-20,0	16,2
productif	6,2	1,6	-18,5	-2,3
Export. biens et services	8,7	5,4	-12,2	4,1
Import. biens et services	2,0	-3,2	-15,5	6,0
II - Evolutions nominales				
Prix de détail	2,9	3,8	-0,5	1,9
Gains horaires*	4,0	3,8	2,8	2,4
III - Marché du travail				
Actifs civils occupés			1,1	
Taux de chômage en %**	4,6	5,8	9,2	10,0
IV - Comptes d'agents				
Taux d'épargne des ménages en %	1,7	2,6	4,2	4,7
Taux de marge des SQS en %	31,4	30,3	313,1	31,4
Solde des comptes publics en % du PIB	-2,8	-6,5	-11,3	-12,1
V - Solde extérieur en valeur*				
Balance courante % du PIB	-5,2	-4,9	-2,9	-3,6

* secteur privé non agricole

* moyenne sur la période

Lehman est restée sans conséquence sur la rentabilité du capital, résultat de la réaction rapide des entreprises qui ont coupé drastiquement dans leurs dépenses courantes et leurs dépenses en capital. Ceci doit nourrir un optimisme certain sur la reprise à venir des dépenses en capital des entreprises et donc sur la pérennité du redémarrage de l'activité que l'on envisage. Il est vrai cependant que les taux d'utilisation des capacités de production sont très bas et que l'incitation à investir pourrait en pâtir surtout si la demande finale de consommation des ménages restait à la traîne. On sait que celle-ci s'est effondrée au second semestre 2008 et qu'elle est restée sans vigueur jusqu'en juillet dernier.

Les revenus des ménages américains sous la perfusion des budgets publics

La déformation du partage de la valeur ajoutée des entreprises n'est que le revers de la dégradation sans précédent du marché du travail que la concurrence des pays à bas salaires, d'Asie notamment, a contribué à amplifier. Jamais dans toutes les phases récessives d'après-guerre, l'emploi salarié privé non agricole n'a autant et aussi longtemps baissé. Et le processus n'est peut-être pas encore fini, poussant le chômage à la hausse. En août, dernier point connu, l'emploi salarié non agricole dans le secteur privé a encore baissé de 198 000. La chute se modère nettement mais le rythme est encore aussi fort que le rythme moyen de baisse constaté lors de la récession de 2001. Depuis le pic conjoncturel, situé en novembre 2007, soit depuis 21 mois, l'emploi salarié privé non agricole a baissé de 7 millions, c'est-à-dire de plus de 6 %. Dans les pires récessions observées depuis 1973, lors des premier et deuxième chocs pétroliers, la baisse de l'emploi salarié privé n'avait été que de 3,5 % au maximum et s'était arrêtée dix-huit mois après l'entrée en récession. Aussi comprend-on, en dépit du ralentissement de la croissance des effectifs disponibles pour le travail pour des raisons démographiques ou, parce que découragées de trouver un emploi, nombre de personnes se retirent du marché de l'emploi, que le chômage « explose ». En août, le taux de chômage ressortait

à 9,7 %, ce qui représente 14,7 millions de chômeurs, plus de deux fois plus qu'en août 2007. Jamais dans les récessions passées, le chômage n'a autant augmenté, corollaire d'un taux d'emploi retombé sur ses niveaux d'il y a 25 ans. Une telle dégradation du marché du travail pourrait susciter chez les ménages un désir d'épargne de précaution encore plus aigu. Le taux d'épargne, qui était tombé à 0,8 % en avril 2008, est ressorti à 4,2 % en juillet 2009. Il était monté jusqu'à 6 % en mai. A son niveau le plus récent, il reste bas au regard des observations passées, corollaire d'un taux d'endettement encore excessif même si celui-ci se replie.

Mais il faut encore pousser plus loin les observations. La baisse de l'emploi et le ralentissement de la hausse des salaires se conjuguent en effet pour peser sur les revenus d'activité. Exprimé par habitant, le revenu réel des ménages après cotisations sociales et avant transferts publics et impôts sur le revenu a chuté depuis le début de la crise. Il dépassait les 32 100 dollars aux prix chaînés de 2005 à l'été 2007. Il est ressorti en juillet 2009, dernier point connu, à 29 100 (- 10 % environ). Cela n'a cependant pas empêché le revenu disponible de se maintenir autour de 32 500 dollars aux prix chaînés de 2005, ce qui a contribué à soutenir la consommation et facilité la remontée du taux d'épargne. Evidemment, cela s'est fait avec une « explosion » des transferts publics et une chute sans précédent des impôts sur le revenu dont la contrepartie se retrouve dans la dégradation des comptes publics. Jamais, depuis 1959 au moins, le poids de l'impôt sur le revenu et le patrimoine des ménages n'a été aussi bas, rapporté à leur revenu disponible. Il est tombé en dessous de 10 % contre une moyenne tendancielle à 13,7 % (1959-2008). Le déficit courant des administrations est ressorti à 9,2 % du PIB au deuxième trimestre, il était à 1,3 % deux ans auparavant. Avec les opérations en capital, le besoin de financement est ressorti à 11,7 % du PIB, il était à 2,6 % deux ans plus tôt avant que la crise des « subprime » n'éclate. Tout ceci est évidemment inextrapolable et la tendance doit être renversée au plus vite avec un risque élevé de fragilisation de la consommation. Il se poserait alors à l'évidence un problème de débouchés.

Zone euro : fin de récession sur fond d'incertitudes sur la demande intérieure

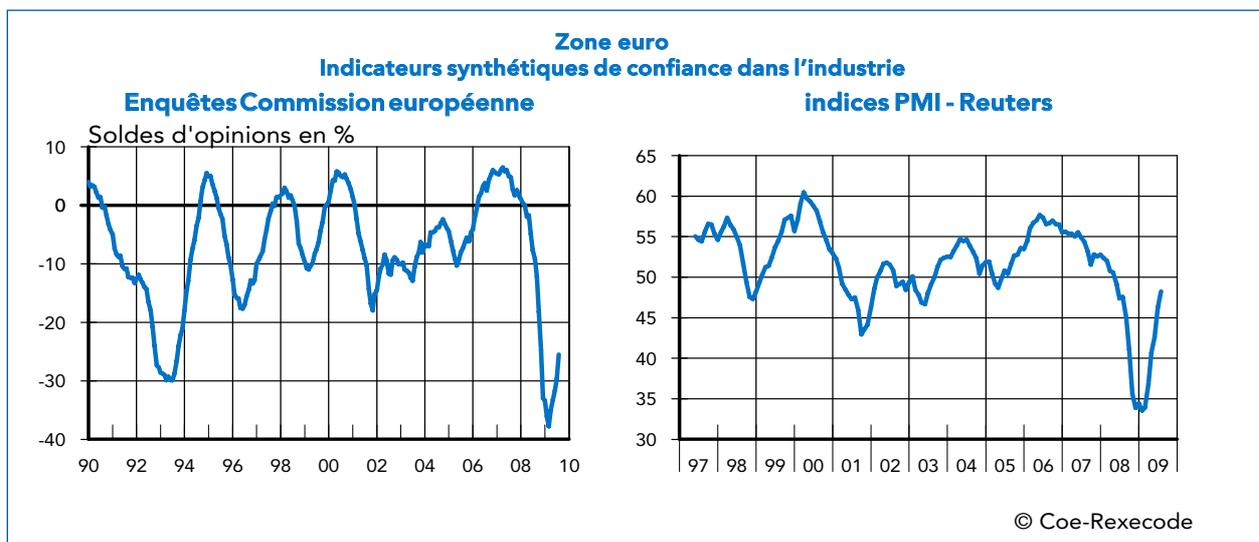
Au deuxième trimestre 2009, le PIB de la zone euro s'est quasiment stabilisé, n'enregistrant qu'une baisse de 0,3 % en rythme annualisé, après avoir essuyé un recul de 9,7 % le trimestre précédent. Ce sursaut est surtout venu de la consommation des ménages qui a enregistré une progression de 0,7 %, après une baisse de 2 %. Les dépenses des particuliers ont été soutenues par le mouvement de désinflation et par les aides spécifiques apportées au secteur automobile.

Le commerce extérieur a aussi contribué positivement à la croissance, le tassement des exportations étant d'une moindre ampleur que celui des importations. L'investissement a continué à reculer, mais à un rythme ralenti, sans que, pour l'instant, on connaisse l'évolution de ses différentes composantes. Enfin, les stocks ont exercé une contribution négative sur la croissance, quasiment comparable à celle observée au premier trimestre.

Les dernières informations conjoncturelles convergent pour suggérer que la récession est très probablement en train de s'achever. Les enquêtes de

conjoncture se sont nettement redressées. Les indices PMI sont revenus au seuil de 50 dans les services et s'en approchent dans l'industrie. Cela signifierait que le glissement annuel de la production ou du chiffre d'affaires dans ces deux secteurs serait d'ores et déjà proche de zéro. La lecture de ces enquêtes doit néanmoins être faite avec précaution, dans le sens où elles n'avaient pas été à même de traduire l'amplitude de la contraction lors de la phase baissière. Symétriquement, elles pourraient un peu exagérer l'ampleur du redressement de la production, au moins à son démarrage. Cependant, le signal donné par ces enquêtes est fort et témoigne très probablement du retour de la croissance dès le troisième trimestre 2009.

Pour partie, cela tiendrait au fait que les ajustements des stocks cesseraient de peser sur la croissance, les industriels jugeant désormais que le niveau des stocks est approprié par rapport au niveau de la demande. Cela ne serait pas sans incidence sur les flux de commerce extérieur, qui bénéficieraient en outre d'un raffermissement de la demande mondiale. La fermeté de l'euro handicaperait encore les industriels de la zone mais, compte tenu des hypothèses de change retenues dans notre scénario, ce handicap serait un peu moindre courant 2010.



Par ailleurs, la montée en puissance des programmes d'investissements publics et l'ampleur des ajustements déjà réalisés des investissements privés plaident pour une stabilisation de l'investissement total. L'ensemble de ces éléments contribuerait au retour d'un rythme de croissance assez soutenu durant la seconde partie de l'année 2009 et début 2010.

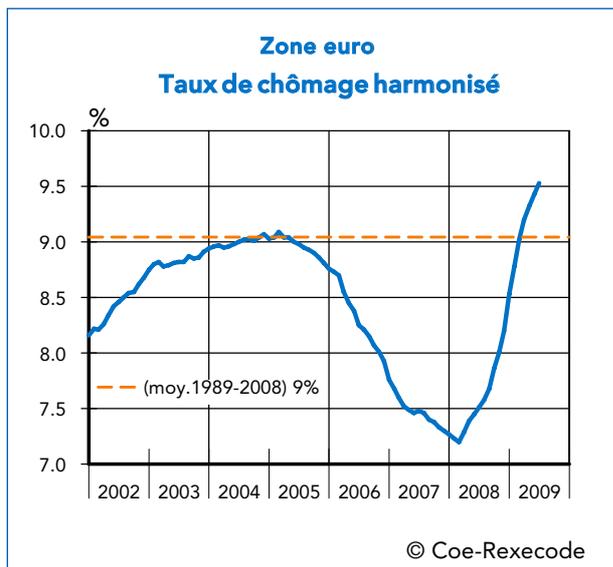
La principale incertitude dans les trimestres à venir porte sur la consommation des ménages. Celle-ci a renoué avec une légère croissance au deuxième trimestre 2009, après quatre trimestres consécutifs de recul. Les ventes au détail en volume ont cependant affiché un nouveau recul en juillet. Si, en août 2009, l'inflation s'inscrivait encore en recul sur un an (-0,2 %, après -0,5 % en juillet), la hausse des prix de l'énergie et un retour à la normale des prix des produits alimentaires devraient conduire à faire revenir le glissement annuel des prix à la consommation entre 1,5 et 2 % courant 2010, même si l'inflation sous-jacente resterait modérée. Le pouvoir d'achat des ménages se trouverait donc affaibli par le mouvement des prix, contrairement à ce qui s'est produit fin 2008 et début 2009. Par ailleurs, le niveau des ventes d'automobiles, désormais proche de celui observé fin 2008, laisse anticiper une correction baissière lorsque les effets des mesures de soutien s'estom-

Perspectives de l'économie en zone euro pour 2009 et 2010				
	2007	2008	2009	2010
I - Ressources-emplois (volume)				
Variations sur la période précédente (% taux annuel)				
PIB	2,7	0,6	-3,6	2,1
Demande interne stocks compris	2,4	0,6	-2,9	1,3
Demande interne hors stocks	2,4	0,5	-2,2	0,6
Consommation privée	1,6	0,3	-0,8	0,3
Conso. publique	2,1	2,2	2,3	2,0
FBCF totale	4,8	-0,7	-9,7	0,2
Export. biens et services	5,9	1,0	-14,0	5,1
Import. biens et services	5,2	1,0	-12,5	3,0
II - Evolutions nominales				
Prix de détail	2,1	3,3	0,4	1,7
Taux de salaire horaire	2,8	3,3	2,3	2,0
III - Marché du travail				
Emploi total	1,8	0,8	-1,6	-0,4
Taux de chômage en %*	7,5	7,6	9,4	10,2
IV - Comptes d'agents				
Moyenne sur la période				
Solde des comptes publics en % du PIB	-2,8	-6,5	-11,3	-12,1
V - Solde extérieur en valeur*				
Balance courante % du PIB	0,2	-1,6	-1,5	-1,2
* moyenne sur la période				

peront. En outre, il est probable que la reprise attendue de l'activité économique ne se traduira sur l'emploi qu'avec un certain délai.

Pendant l'épicentre de la crise, c'est-à-dire entre l'automne 2008 et la fin du premier semestre 2009, les formes d'ajustement du volume de main-d'œuvre à une activité affaiblie ont été profondément différentes au sein de la zone euro : recours massif au chômage partiel outre-Rhin, ajustement graduel via notamment une réduction du nombre d'intérimaires en France, non-renouvellement des contrats à durée déterminée en Espagne. Il en résultera probablement des profils différenciés d'évolution des effectifs et du chômage selon les pays dans les mois à venir. Au deuxième trimestre 2009, l'emploi total dans l'ensemble de la zone euro s'est de nouveau contracté, mais avec une ampleur moindre qu'au premier trimestre (-1,5 % après -3,3 %). Au total, depuis le début 2008, les





effectifs ont été réduits de 6,5 %. Mais la baisse du PIB ayant été nettement plus importante, le niveau de la productivité du travail par tête se trouve aujourd'hui plus de 13 % sous son niveau d'avant-crise. Ce diagnostic serait plus mesuré si l'on retenait la productivité horaire, en intégrant notamment les personnes en chômage partiel. Il est néanmoins probable que les effectifs continuent à s'ajuster vers le bas dans les mois à venir, même si l'activité redémarre au second semestre 2009.

Dans ces conditions, le taux de chômage devrait donc encore augmenter jusqu'à la mi-2010. A 9,5 %, il a déjà dépassé son point haut de la fin 2004. Il pourrait ne se stabiliser qu'au cours de la seconde moitié de l'année 2010, au-dessus du seuil de 10 %, et encore, grâce à une modération de la croissance de la population active qui traduirait un certain découragement des nouveaux entrants sur le marché du travail.

Solde budgétaire dégradé en zone euro...

Avec l'amputation des recettes et la stimulation des dépenses dans le cadre des plans de soutien à l'économie, le solde budgétaire de la zone euro

devrait connaître un déficit élevé, proche de 5,5 % du PIB. L'ampleur de ce creux est assez comparable à celui qui avait suivi la récession de 1993. Il est donc probable, qu'une fois les mesures de soutien à l'activité mises en œuvre, les politiques budgétaires reprendront une tournure plus restrictive.

Pour une partie, cela prendrait la forme d'un non-renouvellement de certaines dépenses engagées pour dynamiser l'économie en 2009 (primes à la casse, mesures de trésorerie pour les entreprises, etc.). Pour une autre part, il faut rappeler que le surcroît d'investissements publics est le fruit d'anticipation d'engagements antérieurs, ce qui ne devrait que déplacer dans le temps les budgets. Mais les gouvernements européens n'échapperaient pas à des économies du côté des dépenses et, peut-être aussi, à la recherche de surcroît de recettes.

Dans ces conditions, il est possible que le rebond de l'activité du second semestre 2009 ait du mal à déboucher sur une véritable reprise, synonyme notamment de créations d'emplois. Moindre impulsion des politiques économiques, voire une certaine inversion, effets seulement temporaires du restockage après une phase courte de récupération, pause dans le regain de croissance en Chine seraient autant de facteurs qui pourraient constituer des freins à la croissance de la zone sur la seconde partie de l'année 2010.

A l'intérieur de la zone, les dynamiques de croissance divergeraient encore en 2010.

En **Allemagne**, si les indices de production industrielle et la poursuite du redressement des enquêtes de conjoncture suggèrent une accélération du rebond de l'activité, certaines pesanteurs viendront la modérer. Au second semestre et début 2010, le réveil de la demande extérieure et le processus mécanique d'arrêt du déstockage pourraient stimuler la croissance. En revanche, la demande intérieure s'essoufflerait. Certes, le coup de pouce sur les minima sociaux, la baisse des cotisations sociales et les allègements fiscaux vont encore soutenir le pouvoir d'achat du revenu des

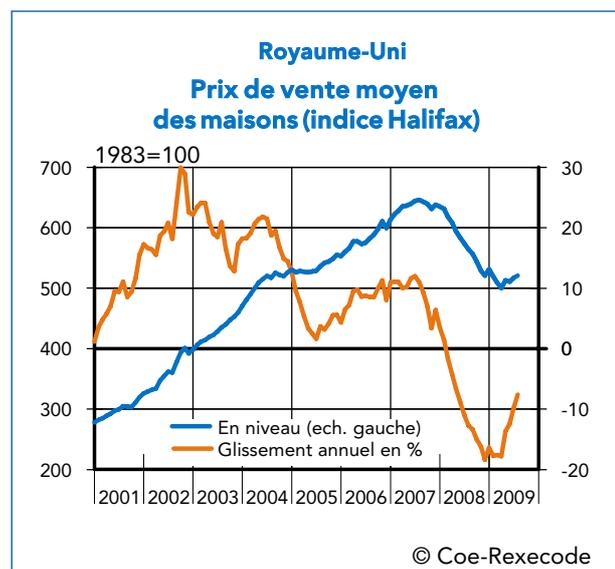
ménages, mais ce dernier pâtirait de la modération salariale, de la remontée du chômage (pour l'instant contenue par les mesures de chômage partiel) et de la remontée de l'inflation dès l'automne sous l'effet de la hausse des prix du pétrole. Au total, le PIB allemand se contracterait d'un peu moins de 5 % cette année, mais le fort rebond de l'activité fin 2009 et début 2010 permettrait de hisser la croissance autour de 2,7 % l'an prochain.

En **Italie**, même si les dernières enquêtes PMI-Markit affichent un redressement significatif des commandes à l'exportation, l'indice composite des directeurs d'achat, sous le seuil des 50 points depuis mars 2008, a encore reculé en août, signe que le rythme de repli de l'activité industrielle se serait de nouveau accéléré. Toutefois, les indicateurs avancés de l'économie italienne convergent pour signaler que le creux du cycle a été dépassé cet été. Le recul du PIB sur l'année n'en serait pas moins exceptionnellement fort, à -4,8% comparé à -3,6% pour la zone euro. En 2010, l'activité resterait bridée par une demande en provenance des ménages handicapée par le ralentissement de la croissance du revenu disponible brut et par la détérioration brutale du marché du travail. Quant aux exportations, elles resteraient peu vigoureuses en raison des mauvaises performances de l'industrie italienne qui continue de perdre des parts de marché. Au total, le PIB ne progresserait que de 1 % l'an prochain.

Enfin, en **Espagne**, l'économie resterait confrontée aux effets de la crise du marché de l'immobilier. Certes, les mesures prises par le gouvernement pour soutenir le secteur via le Plan Renove devraient apporter de l'oxygène à la filière BTP. Mais l'ajustement à la baisse des stocks est inévitable entraînant la poursuite de la correction baissière de l'activité dans le secteur. L'investissement en construction serait en net repli cette année et l'an prochain, plombé par la saignée du logement. La détérioration du marché du travail devrait se poursuivre jusqu'en 2010, le contrecoup de la crise immobilière perdurant au moins jusqu'au second semestre 2010 tant les stocks de logements sont encore élevés. Certes, les perspectives de production dans l'industrie se redressent

quelque peu, la reprise de l'activité mondiale et de la demande étrangère soutenant les industries exportatrices dont l'activité a progressé en mai et juin. Au total, le PIB afficherait une contraction de 3,5 % cette année avant de renouer avec une croissance très modeste de l'ordre de 0,5 % l'année prochaine.

Au **Royaume-Uni**, les enquêtes de conjoncture ont également pris récemment, comme un peu partout dans le monde, une tonalité plus positive. Dans l'industrie manufacturière, l'indice PMI est revenu au seuil de 50, et l'a même dépassé pour les nouvelles commandes. Dans les services, l'indice PMI se situe aussi au-dessus de 50, mais il reste néanmoins bien en deçà du niveau qui prévalait entre 2004 et 2007 (solde oscillant entre 55 et 60). Les enquêtes du CBI se redressent aussi, mais mettent en avant une demande encore faible, tant dans l'industrie manufacturière que pour les services. Par ailleurs, le secteur immobilier, un des talons d'Achille de l'économie britannique depuis trois ans, donnent quelques signes de reprise. Un rebond des mises en chantier s'est amorcé au premier trimestre et s'est prolongé au deuxième. Les prix de l'immobilier semblent s'être stabilisés, comme le suggèrent les indices Halifax et Nationwide. L'économie britannique pourrait donc

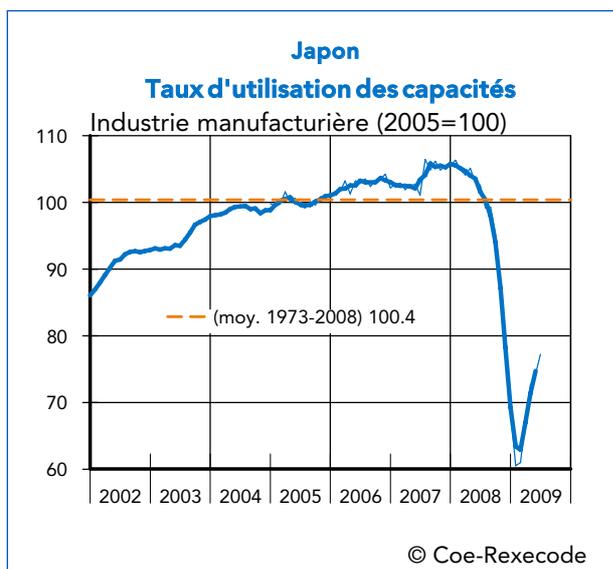


sortir de récession au second semestre 2009. Retournement du cycle immobilier, raffermissement de la demande étrangère et reconstitution des stocks seraient les trois principaux facteurs de la reprise outre-Manche. Le PIB progresserait ainsi de 1,6 % en 2010, après s'être contracté de 4,2 % en 2009.

Japon : les exportations comme moteur principal du rebond, la dépense publique comme moteur auxiliaire

L'économie japonaise a enrayé la chute de son niveau d'activité au cours du printemps. La progression au rythme de 3,7 % l'an du PIB par rapport au trimestre précédent ne doit toutefois pas faire illusion. Elle s'explique en premier lieu par une chute des importations très prononcée alors que les exportations progressaient modestement. Surtout, elle dissimule la poursuite de la correction à la baisse du niveau de la demande interne, malgré le rebond surprenant des dépenses de consommation des ménages.

L'hypothèse que nous privilégions en avril dernier, à savoir que le Japon ne saurait être l'acteur d'une reprise autonome, s'est ainsi plutôt confirmée au cours du premier semestre.



L'économie japonaise paraît plus être engagée dans une phase de récupération plutôt que sur le sentier d'une véritable reprise. De fait, un redressement de l'économie japonaise se manifeste bel et bien. L'indice de la production industrielle a vivement rebondi à partir du mois d'avril. En juillet, il reste encore inférieur de 25 % à son point haut inscrit fin 2007. Ce redressement provient de manière quasi exclusive du rebond des exportations et notamment des exportations à destination des économies asiatiques. L'amélioration sensible de la composante « commandes à l'exportation » de l'enquête conduite auprès des directeurs d'achat suggère que l'impulsion extérieure resterait forte au cours des prochains mois.

Soutenue par la demande extérieure, l'économie japonaise reste en panne de relais internes autres que publics. La mise en œuvre progressive des quatre plans de relance de l'économie japonaise a permis pour l'instant de limiter l'ampleur de la chute de l'activité. Ces quatre plans de relance successivement annoncés par le gouvernement japonais portent sur des montants de dépenses additionnelles supérieurs à 5 % du PIB. L'impulsion associée aux plans de relance japonais pourrait encore se renforcer au cours de la seconde période de l'année, en particulier en ce qui concerne la dynamique des investissements publics. Cette dernière pourrait cependant se modérer courant 2010, le nouveau gouvernement élu à la fin du mois d'août ayant insisté sur un objectif de soutien de la consommation des ménages (au moyen de transferts sociaux, de gratuité des péages, de financement de frais de scolarité...) qui serait financé par une réduction de dépenses d'investissement publics prévues. Néanmoins, le poids de la dette publique pourrait alors bondir jusqu'à plus de 200 % du PIB dès la fin de l'année prochaine.

Les dépenses en capital et la consommation comme freins de la croissance japonaise

Les relais privés de la demande interne risquent pour leur part de faire encore défaut quelque temps. L'ajustement à la baisse du niveau des

stocks est probablement encore loin de son terme. Le solde des opinions des chefs d'entreprise du secteur manufacturier quant au niveau de leurs stocks s'inscrivait encore à un sommet en juillet, selon l'enquête Tankan. La contraction des dépenses d'investissement a pour sa part été déjà violente. Elle a conduit à faire retomber le taux d'investissement productif à près de 13 % du PIB, soit un nouveau record à la baisse. Leur rebond est cependant encore peu probable au regard, d'une part, de la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production, d'autre part, du bas niveau des profits des entreprises, mais aussi au regard de conditions du crédit jugés plutôt restrictives et d'une activité encore peu vigoureuse.

La situation de l'économie japonaise continue ainsi à confiner à une situation déflationniste marquée par une baisse des prix et des salaires. Seule la progression du PIB, permise par les moteurs extérieur et public, dénote par rapport aux caractéristiques des économies en déflation. Dans une telle configuration, le Japon continuera à jouer un rôle de suiveur de la reprise mondiale plutôt qu'un rôle de moteur.

Zones émergentes : de forts signaux de rebond en Asie et en Amérique latine, moins tangibles en Europe de l'Est

L'Asie émergente a déjà retrouvé des rythmes de croissance proches de ceux de 2006-2007. Après la chute violente au début de l'année, le PIB de la zone (hors Chine et Inde) a bondi de 9,4% l'an au deuxième trimestre. Les raisons du rebond sont nombreuses. D'une part, pour les pays hors Chine et Inde, la contribution des échanges extérieurs nets à la croissance est redevenue positive. D'autre part, le déstockage s'est ralenti. Mais le rebond asiatique tient surtout à la solidité de la demande interne. Grâce aux efforts de relance, aux conditions d'accès au crédit favorables mais également à la désinflation, la demande interne hors stocks s'est vivement redressée au deuxième trimestre. Avec la réanimation des échanges mondiaux, y compris avec les économies occidentales, la

reprise devrait se poursuivre en Asie, comme le suggère l'amélioration des enquêtes de conjoncture. Cependant, le rythme de croissance se modérerait courant 2010 avec une moindre impulsion budgétaire et monétaire.

En **Amérique latine**, l'environnement économique s'est également amélioré au cours du printemps, la reprise des échanges mondiaux bénéficiant aux exportations de la zone, à l'exception du Mexique. C'est au Brésil que l'impact positif du commerce extérieur est le plus notable. La remontée des cours des matières de base (l'indice agrégé des prix des produits de base a progressé de 50% entre janvier et août) dont la zone est exportatrice nette a, de plus, permis d'améliorer les termes de l'échange. La contribution positive du commerce extérieur permettra d'amortir l'im-

Perspectives économiques des pays émergents pour 2009 et 2010

	2007	2008	2009	2010
Croissance volume du PIB				
Asie**	9,9	6,5	4,8	6,4
dont Chine	13,0	9,0	8,0	8,5
Asie hors Chine et Inde	5,8	2,9	-1,2	3,2
Amérique latine***	5,5	3,8	-2,7	3,3
Europe de l'Est****	7,2	5,0	-5,2	3,0
Taux d'inflation				
Asie	4,6	6,4	2,1	3,0
dont Chine	4,8	5,9	-0,8	1,5
Asie hors Chine et Inde	3,0	6,0	1,5	2,9
Amérique latine	5,5	7,9	6,4	6,1
Europe de l'Est	8,4	13,2	9,6	9,1
Balance courante*				
Asie	524,8	504,1	487,0	513,8
dont Chine	371,8	426,1	311,8	344,5
Asie hors Chine et Inde	164,3	112,9	188,4	192,2
Amérique latine	20,1	-9,8	-26,1	-23,3
Europe de l'Est	2,4	3,4	-15,0	-4,5
hors Russie	-74,1	-99,1	-35,0	-39,5

* en milliards de dollars

** à 10 pays *** y compris Mexique

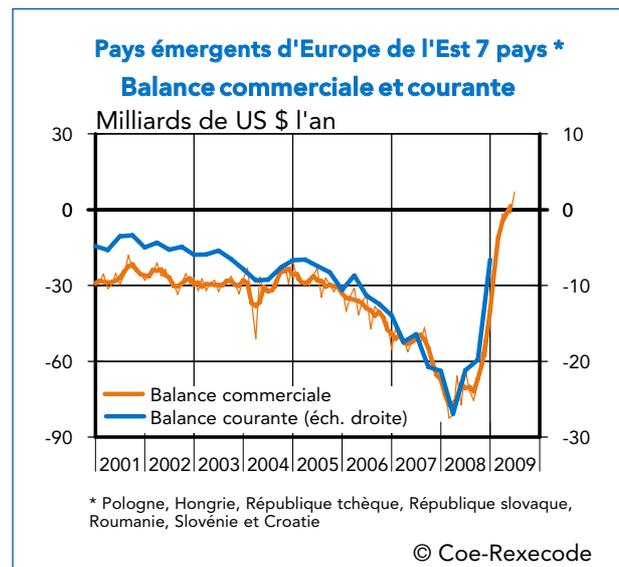
****Hongrie, Bulgarie, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Roumanie, Russie, Ukraine



pact négatif de la baisse de la demande intérieure attendue dans les pays de la zone (à l'exception du Brésil) alors que la montée du chômage et le ralentissement de la distribution de crédit pèseront sur les dépenses des ménages et l'investissement productif. La récession resterait au total assez modérée - sauf au Mexique où le recul du PIB serait de 6,5% - et surtout brève. Hors Mexique, nous projetons un recul de 1% du PIB cette année, suivi d'une croissance de 2,8% en 2010.

A la différence de l'Asie et de l'Amérique latine, les pays d'**Europe de l'Est** semblent rester englués dans un contexte récessionniste marqué. Les pays baltes connaissent la plus grave crise depuis leur transition économique, avec un recul du PIB à deux chiffres, tandis que la plupart des pays

d'Europe centrale affiche une conjoncture encore mal orientée, les indices de confiance peinant encore à se redresser à la fin de l'été. La chute des importations, liée à la faiblesse de la demande intérieure, permet toutefois aux pays de la zone de redresser sensiblement leurs balances courantes, très dégradées avant la crise. Si, pour sa part, l'économie russe semble sortir de sa léthargie depuis juin, la demande intérieure, elle, continue de faiblir. Le pays bénéficiera toutefois du rebond de la demande mondiale et donc de ses effets en termes de demande de produits énergétiques dont il est l'un des principaux exportateurs. Au total, la zone accuserait un recul du PIB de plus de 5% cette année avant de renouer avec la croissance l'an prochain à un rythme proche de 3%.



Situation et perspectives de l'économie française pour 2009 et 2010

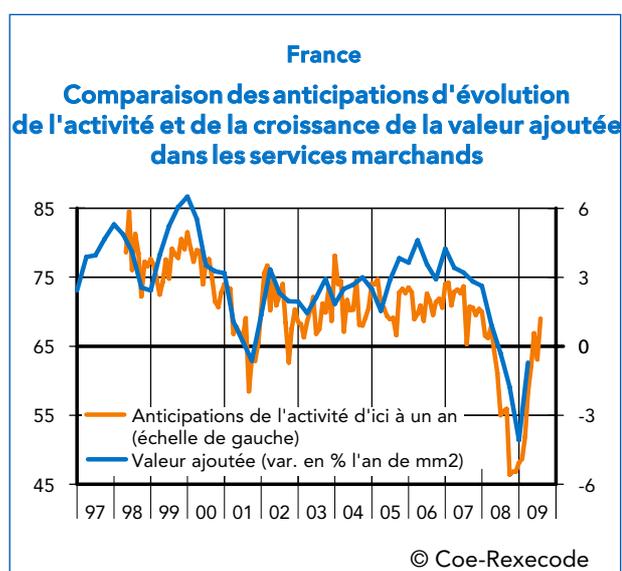
Les signes de redressement de l'économie française se sont multipliés au cours des derniers mois. Les données d'enquête et le calcul de nos indicateurs confirment le diagnostic d'une sortie de récession, ce que corroborent du reste les chiffres du PIB pour le deuxième trimestre. De nombreuses forces de rebond et facteurs de rattrapage sont à l'œuvre, ce qui soutiendrait la croissance fin 2009 et début 2010. Néanmoins, la remontée du chômage et le lent rétablissement de la situation financière des entreprises brideraient la dynamique de la demande intérieure. Le vif rebond de croissance laisserait alors place à un rythme de progression de l'activité plus modéré au cours du second semestre 2010, sur fond de contraintes budgétaires accrues.

La récession qu'a subie l'économie française à partir du deuxième trimestre 2008 s'est interrompue au printemps 2009. Le volume du PIB a progressé au rythme de 1,4 % en rythme annualisé par rapport au trimestre précédent. Le redressement des exportations a soutenu l'activité. Il a été accompagné par une nouvelle chute des importations en volume et une progression des dépenses de consommation des ménages. L'activité a en revanche été à nouveau freinée par le recul des dépenses en capital fixe (investissement) et circulant (accentuation du déstockage) réalisées par les entreprises.

Des indicateurs et des enquêtes mieux orientées

Les données quantitatives à même de fournir une appréciation de l'évolution de l'activité au cours de l'été font encore défaut. Les immatriculations de voitures particulières et commerciales sont un peu retombées en juillet et août après leur envolée du printemps permise notamment par la « prime à la casse » incluse dans le plan de relance. Du côté des indicateurs « qualitatifs », les enquêtes de conjoncture ont confirmé et même amplifié leur rebond amorcé en avril dernier. En particulier, l'indice synthétique de l'enquête auprès des directeurs d'achat du secteur industriel a franchi à la

hausse en août la ligne de 50 qui trace une démarcation entre l'expansion et la contraction de l'activité. Il en est très proche dans les activités de services et pourrait rapidement dépasser cette ligne au regard de la franche amélioration des anticipations d'activité à un an que retiennent les chefs d'entreprise. Dans le cas du secteur de la construction, l'indice du climat des affaires a cessé de se dégrader depuis plusieurs mois sans parvenir à se redresser. Ce constat s'applique également aux intentions de commandes des chefs



Perspectives de l'économie française pour 2009 et 2010				
	2007	2008	2009	2010
I - Ressources-emplois (volume)	Variations sur la période précédente (% taux annuel)			
PIB	2,3	0,3	-2,0	2,2
Demande interne stocks compris	3,2	0,7	-1,8	1,8
Demande interne hors stocks	3,0	0,9	-0,7	1,0
Consommation des ménages	2,4	0,9	0,6	0,8
Consommation publique	1,5	1,1	1,4	2,1
FBCF totale	6,5	0,5	-6,7	0,2
ménages	5,5	-1,4	-7,1	-0,7
productif	8,6	2,4	-7,9	-0,8
administrations publiques	4,4	-4,5	-2,4	5,9
Exportations de biens et services	2,5	-0,6	-10,4	5,6
Importations de biens et services	5,4	0,6	-9,1	4,0
II - Evolutions nominales				
PIB	4,8	2,8	-1,0	2,5
Exportations de marchandises	3,7	2,3	-19,0	5,4
Importations de marchandises	6,2	5,2	-17,5	7,0
Déflateur du PIB	2,5	2,5	1,0	0,3
Prix de détail	1,5	2,8	0,2	1,5
Salaire mensuel de base	2,7	3,0	2,2	2,0
Taux de salaire horaire	2,9	3,1	2,3	1,9
III - Marché du travail				
Emploi salarié "marchand"	1,6	0,7	-2,1	-0,5
Taux de chômage au sens du BIT (%) **	8,0	7,4	9,2	9,9
Durée annuelle du travail	0,7	-0,2	0,0	0,0
Productivité horaire (SMNA)	0,5	-0,2	-0,6	2,6
Coût Salarial Unitaire (SMNA)	1,6	3,1	2,3	-0,5
IV - Comptes d'agents	Moyenne sur la période			
Prix de la VA (SMNA) / CSU	0,7	-0,1	-0,7	0,8
Taux de marge des SNF en %*	31,6	31,1	30,9	31,4
Pouvoir d'achat du RDB des ménages***	3,7	0,6	1,7	0,3
Taux d'épargne brute des ménages (%)*	15,5	15,3	16,5	16,0
Solde des comptes publics en % du PIB *	-2,7	-3,4	-6,6	-6,1
V - Solde extérieur en valeur*				
Balance commerciale FAB-FAB en mrds d'euros (taux annuel)	-39,2	-53,2	-49,8	-58,9
Taux de couverture (%)	91,2	88,6	87,0	85,7
Balance courante (taux annuel)				
- en mrds d'euros	-19,0	-44,3	-39,9	-51,1
- en mrds \$	-26,1	-64,9	-54,6	-70,1
- en % du PIB	-1,0	-2,3	-2,1	-2,6
VI - Taux d'intérêt (%)				
Euribor 3 mois *	4,3	4,6	1,3	1,0
Obligations d'Etat à 10 ans *	4,3	4,2	3,6	3,7
VII - Taux de change				
1 euro = ... \$ *	1,37	1,47	1,37	1,37
* moyenne sur la période				
** moyenne sur la période, France métropolitaine				
*** déflateur utilisé : Indice des prix à la consommation				

d'entreprise du secteur du commerce de détail. L'amélioration globale des enquêtes de conjoncture suggère ainsi que la première étape de la sortie de crise que constitue la fin de la récession a bel et bien été franchie. A court terme, des forces de rebond vont continuer à s'exercer.

Des forces de rebond et des facteurs de rattrapage

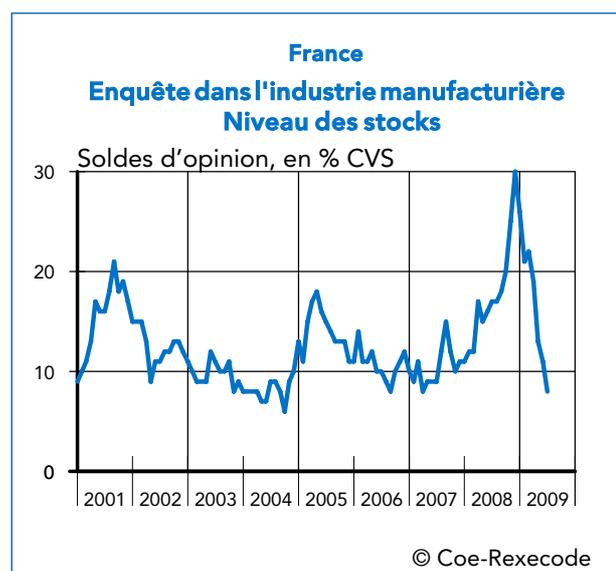
Ces forces de rebond tiennent dans un premier lieu à l'arrêt du déstockage. Celui-ci est désormais très avancé et probablement proche de son terme. Au cours du seul deuxième trimestre, il a porté sur un montant équivalent à 3 % de la valeur ajoutée des sociétés non financières, une proportion qui n'avait jamais été observée par le passé. Cette coupe dans le niveau des stocks a permis aux entreprises de ramener leurs besoins de financement à hauteur d'environ un point de leur valeur ajoutée. Ce ratio se situait à plus de huit points début 2008. Le niveau des stocks est désormais jugé plutôt plus bas que la normale par les industriels. A court terme, la demande sera ainsi de moins en moins satisfaite par un prélèvement sur le niveau des stocks, désormais très bas, mais plutôt par une nouvelle production, ce qui viendra soutenir l'activité, et aussi par une hausse des importations.

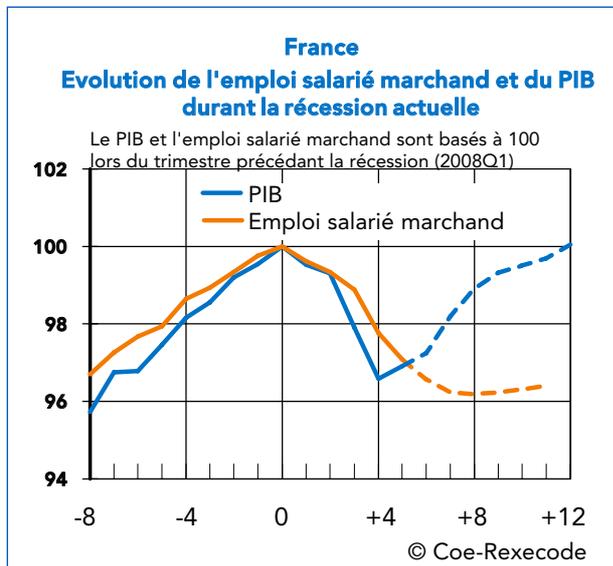
La deuxième force de rebond tient à la montée en puissance du volet « dépenses » du plan de relance. A la fin du mois d'août, 18,2 milliards d'euros ont été dépensés par l'Etat dans le cadre des mesures incluses dans le plan de relance de décembre 2008 et du sommet social de février dernier. Le montant annoncé était au total d'un peu moins de 29 milliards d'euros. Sur ce montant de 18,2 milliards, environ la moitié s'explique par la mise en œuvre des mesures de soutien de la trésorerie des entreprises et 3,7 milliards par un versement aux collectivités locales dans le cadre du fonds de compensation de la TVA (FCTVA). Le montant restant s'explique par les versements de prestations aux personnes éligibles au RSA, par les exonérations de charge pour les TPE ou encore par la « prime à la casse »... Jusqu'à présent, les

montants dépensés dans l'objectif de soutien de l'investissement public d'Etat ont été plutôt modestes : sur les 4,1 milliards d'euros d'investissement de l'Etat prévus, seuls 610 millions d'euros ont été payés, de sorte qu'environ 2,2 milliards d'euros de crédits de paiement prévus pour 2009 n'ont pas encore été utilisés. 1,3 milliard d'euros pourraient encore être dépensés en 2010. Les entreprises publiques auraient dépensé pour leur part environ un quart du montant de l'enveloppe attendue (4 milliards d'euros).

Aucune estimation précise de l'impact de la mesure FCTVA sur l'investissement des collectivités locales n'est disponible. Sous l'hypothèse où l'ensemble des montants annoncés et votés seraient effectivement utilisés pour une relance de l'investissement, environ 5 milliards d'euros de dépenses additionnelles pourrait intervenir durant le second semestre, soit 0,3 point de PIB. L'effet de soutien de l'activité exercé par la dépense publique viendrait à se modérer dans la seconde partie de l'année prochaine.

Enfin, une troisième force de rebond à court terme tient à la réanimation du commerce mondial. Les exportations de marchandises se sont réorientées à la hausse à partir du printemps. L'indice des





opinions des directeurs d'achat du secteur industriel sur les commandes à l'exportation est également repassé au-dessus de la ligne de 50.

L'exercice concomitant de ces forces de soutien pourrait déboucher sur un rythme de croissance plutôt élevé au cours des deux à trois prochains trimestres. Au-delà, ce rebond peinerait à embrayer sur une phase de vraie reprise marquée par une nouvelle phase d'accumulation.

Un vrai rebond mais pas encore une reprise

Les dépenses d'investissement productif peineraient à redémarrer. Le faible niveau de l'utilisation des capacités de production limite l'incitation physique à investir. Surtout, le rétablissement de la situation financière des entreprises sera un préalable à un redémarrage de l'investissement. Or, le redressement des marges d'exploitation n'est qu'à peine amorcé et les besoins de trésorerie risquent de se tendre à mesure que le rebond de l'activité se propagera. Les conditions de financement auprès des banques restent tendues comme en témoigne le niveau record (supérieur à 100 points de base) atteint par l'écart entre le taux des crédits aux sociétés non financières et celui de l'Euribor 3 mois.

La principale inconnue réside dans l'évolution attendue de la consommation. Celle-ci a continué de progresser jusqu'à présent. Elle a avancé de 1,3 % en rythme annuel au deuxième trimestre. Cette progression s'est opérée en dépit d'un recul des effectifs salariés marchands supérieur à 410 000 postes depuis le point haut du premier trimestre 2008, d'une part, de la modération salariale, d'autre part. Elle n'a pas empêché une remontée du taux d'épargne des ménages. Celui-ci ressortirait à 16,6 % selon nos estimations au deuxième trimestre contre 15,1 % un an plus tôt.

La désinflation permise par le recul des cours du baril de pétrole a contribué à soutenir les dépenses de consommation des ménages en début d'année. Leur revenu a également bénéficié d'une accélération des transferts sociaux au cours du premier semestre. Environ un milliard d'euros devrait encore être redistribué aux ménages au troisième trimestre sous forme de remises d'impôt sur le revenu. Ces éléments de soutien vont s'atténuer, voire s'inverser. L'inflation s'est à nouveau orientée à la hausse. Elle resterait toutefois modérée. L'introduction d'une taxe carbone viendrait exercer un prélèvement sur les revenus des ménages.

Un taux de chômage à 10 % début 2010

Le recul de l'emploi salarié marchand est désormais du même ordre que celui du volume du PIB (-2,6 % sur un an au deuxième trimestre). Lors de la récession de 1992-1993, il avait été supérieur à celui du PIB dès le deuxième trimestre de récession. Le niveau de l'emploi à l'entrée de la récession n'avait été retrouvé qu'au terme de quinze trimestres. Cette moindre réactivité de l'emploi à la baisse du PIB dans la récession actuelle s'explique en partie par le développement du chômage partiel. Ainsi est-il probable que le rebond de l'activité que nous anticipons se traduira en premier lieu par une baisse du recours à ce dispositif avant que l'emploi ne puisse s'orienter à la hausse. Nous retenons que le recul de l'emploi devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'année.

Au total, l'emploi salarié marchand diminuerait entre le point haut du premier trimestre 2008 et la fin 2009 d'un peu moins de 600 000 postes (-3,5 % des effectifs totaux). Les effectifs se stabiliseraient en 2010. La poursuite de la montée du chômage exercerait à nouveau un effet de discipline des salaires. Les revenus salariaux des ménages accéléreraient ainsi à peine en 2010 (à 1,6 % en termes nominaux après une progression de seulement 0,2 % en 2009). Les gains de pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages ralentiraient ainsi à 0,3 % en 2010 après une progression de 1,7 % en 2009.

En dépit de cette modération des revenus, nous ne privilégions pas une hypothèse de recul des dépenses de consommation. Celles-ci progresseraient en 2010 à un rythme proche de celui attendu pour 2009, inférieur à 1 % en volume. Tout

d'abord, la prorogation de la « prime à la casse » empêcherait que se manifeste un fort contrecoup à la baisse sur les immatriculations de véhicules. Ensuite, nous retenons qu'en l'absence de remontée des taux d'intérêt et sous l'hypothèse que la baisse des prix de l'immobilier ne s'amplifie pas, l'incitation au gonflement de l'épargne financière s'atténuera progressivement. Le taux d'épargne financière a déjà brutalement remonté. En s'inscrivant à 7,1 % au deuxième trimestre 2009, selon nos estimations, il dépasse de près d'un point sa moyenne de longue période. Au total, malgré le vif rebond que nous retenons pour fin 2009 et début 2010, le niveau du PIB resterait encore inférieur à celui qui avait été touché avant l'entrée en récession. Le scénario que nous prévoyons décrit ainsi plus une phase de récupération après une chute exagérée qu'une véritable reprise.

Coe-Rexecode... centre d'observation et de recherches économiques pour l'expansion de l'économie et le développement des entreprises

1 Une mission de veille conjoncturelle

Coe-Rexecode assure un suivi conjoncturel permanent de l'économie mondiale et des prévisions économiques à l'attention de ses adhérents :

- **Réunions de conjoncture et perspectives**
- **Documents** : cahier graphique hebdomadaire de 400 séries statistiques, Lettre de quinzaine présentant notre lecture de l'actualité économique, présentation trimestrielle des perspectives économiques, en France et dans le Monde : matières premières, pays émergents...
- Un accès **aux économistes** pour toute demande ou interprétation de problématiques conjoncturelles
- Un accès au **centre de documentation** pour la veille et la recherche d'informations
- Un accès au **service statistique** : nos statisticiens alimentent quotidiennement la base Teleco riche de plus de 9 000 séries et distribuée par Global Insight.

2 Une mission de participation au débat de politique économique

La participation au débat public de politique économique est soutenue par des membres associés (institutionnels), la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris et des membres partenaires (entreprises). L'activité de participation au débat de politique économique comporte trois volets : des travaux d'études spécifiques, un cycle de réunions de politique économique et l'organisation des *Rencontres de la croissance* (avec la participation du Premier Ministre) prolongées par l'édition d'un ouvrage sur l'état d'avancement des réformes en France.

• Un cycle de réunions sur des questions de politique économique

Plusieurs thèmes d'actualité sont abordés lors de réunions de travail préparées par Coe-Rexecode auxquelles participent des représentants des membres associés et partenaires, des économistes et, le cas échéant, d'autres personnalités extérieures.

• Les travaux d'études spécifiques

Des travaux d'études sont menés pour analyser les conséquences économiques du Grenelle de l'Environnement, le développement des entreprises du secteur des services à la personne, le lien entre économie globale et télécommunications. Les axes de recherche portent sur *le financement de la protection sociale*, sur *l'emploi et les chiffres de la compétitivité française* et sur *l'évaluation économique des politiques de protection de l'environnement*.

• Les Rencontres de la croissance

Coe-Rexecode organise depuis 2003 les *Rencontres de la croissance*, placées sous la présidence du Premier Ministre. L'institut publie à cette occasion un ouvrage aux Éditions Economica, remis au Premier Ministre et largement diffusé. Les titres des ouvrages précédents étaient : *Des idées pour la croissance*, ouvrage recueillant les contributions de 77 économistes, *La croissance par la réforme* et *Demain l'emploi si...* (disponibles en librairie, Éditions Economica). Ces manifestations ont pour but d'éclairer l'ensemble des acteurs économiques et sociaux (entreprises, fédérations professionnelles, administrations, personnalités politiques et de la société civile...) sur les modalités et enjeux de la croissance, de débattre des réformes structurelles qu'elles impliquent, d'examiner le chemin parcouru au cours des dernières années et d'envisager celui qui reste à parcourir vers l'objectif d'une croissance durable au rythme de 3 % l'an.

Les adhérents correspondants de Coe-Rexecode

L'adhésion à Coe-Rexecode est ouverte à tous, entreprises, administrations, fédérations professionnelles, quelle que soit leur taille. Les 80 adhérents correspondants de Coe-Rexecode comptent de grandes entreprises industrielles, des banques, des organismes de gestion financière, des fédérations professionnelles et des administrations.

Les membres associés sont des grandes fédérations professionnelles.

Coe-Rexecode... centre d'observation et de recherches économiques et d'évaluation des politiques publiques tourné vers les entreprises

L'ensemble des publications périodiques du Coe et de Rexecode publiées antérieurement reste accessible sur le site Internet www.coe-rexecode.fr

Documents de travail

Les tendances de l'emploi en France et en Europe à la mi-2009	N° 9 - Juillet 2009
La compétitivité de l'industrie mécanique française	N° 8 - Mai 2009
Perspectives économiques 2009-2010	N° 7 - Avril 2009
La compétitivité française en 2008	N° 6 - Janv. 2009
Tableau des émissions de gaz à effet de serre en France : sources, niveau, évolution	N° 5 - Oct. 2008
Les tendances de l'emploi en France et en Europe à la mi-2008	N° 4 - Juillet 2008
La compétitivité française en 2007	N° 3 - Déc. 2007
Les tendances de l'emploi en France et en Europe à la mi-2007	N° 2 - Juillet 2007
La compétitivité française en 2006	N° 1 - Déc. 2006
AIECE : general report	N° 74 - Oct. 2006
La compétitivité hors prix des biens intermédiaires et d'équipement sur le marché européen en 2005	N° 73 - Juil. 2006
Indicateur Récession Zone Euro	N° 72 - Juin 2006

Revue Diagnostic(s)

Conjoncture et prévision :

- Perspectives de l'économie mondiale 2008-2009
- Positionnement cyclique des économies

Analyse structurelle :

- L'industrie, une ambition pour l'Europe
- Une vision prospective de l'économie mondiale en 2050

Point de vue :

- La crise financière : 2007, 2008... et après ?

N°9 - Octobre 2008

Conjoncture et prévision :

- Perspectives européennes
- Positionnement cyclique des économies

Analyse structurelle :

- L'emploi en France et en Europe
- Les fondamentaux du marché pétrolier ont-ils changé depuis la crise financière de l'été 2007 ?

Point de vue :

- La pénurie alimentaire n'est pas une fatalité

N°8 - Juillet 2008

Conjoncture et prévision :

- Perspectives de l'économie mondiale 2008-2009
- Positionnement cyclique des économies

Analyse structurelle :

- La compétitivité hors prix des biens intermédiaires et d'équipement sur le marché européen en 2007
- Riche de sa manne pétrolière, la Russie peut rattraper son retard

Point de vue :

- Banque et économie au printemps 2008 un regard croisé

N°7 - Avril 2008

Conjoncture et prévision :

- Perspectives européennes
- Positionnement cyclique des économies

Analyse structurelle :

- Les modèles DSGE
- La compétitivité française en 2007
- Crise de l'immobilier résidentiel : la France est-elle à l'abri ?

Point de vue :

- Le modèle de croissance espagnol est-il épuisé ?

N°6 - Janvier 2008

Ouvrages à l'occasion des Rencontres de la Croissance

- Ce point de croissance qui nous manque
Où sont les exceptions françaises ? 2007
- Demain l'emploi si... (éditions Economica) 2005
- La croissance par la réforme (éditions Economica) 2004
- Des idées pour la croissance : 77 économistes proposent leurs priorités pour une croissance durable en France (éditions Economica)

Ouvrages parus aux Editions Economica

- Ressorts et défis du capitalisme financier 2006 Juin 2006
- Le retour du volontarisme industriel Juin 2005
- Le défi extérieur Juin 2004
- Les entreprises françaises 2003 Mai 2003
- L'Europe face à la concurrence asiatique Nov. 2001

Documents d'étude

- Performances du marché du travail : la France à la traîne Avril 2006
- Partage de la valeur ajoutée, pouvoir d'achat et croissance économique Mai 2005

Revue de Rexecode

- Véritable constitution européenne ou simple codification des textes actuels N° 83
- Les perspectives économiques 2004-2005 2^e trim. 2004
- La France perd du terrain en Asie émergente depuis cinq ans

Une croissance retrouvée mais encore fragile

- Les États-Unis en voie de désindustrialisation ?
- 04* Et si on avait baissé les charges sociales sans faire les 35 heures ?
- Indicateurs des cycles conjoncturels

N° 81-82

4^e trim. 03/1^{er} trim.

Des situations financières très différentes selon les entreprises

- Former et attirer les talents : un enjeu majeur pour la place financière et la compétitivité française
- Les coûts de main d'oeuvre dans l'Union européenne et les pays candidats

N° 80

3^e trim. 2003

La politique économique doit privilégier le cap du moyen terme

- Les mouvements du chômage doivent plus aux embauches qu'aux licenciements 2^e trim. 2003
- Présentation générale des perspectives économiques 2003-2004
- Principales hypothèses du scénario macroéconomique
- L'environnement mondial de l'Europe
- Perspectives économiques des pays européens

N° 79

2^e trim. 2003

Les activités de services dans la tourmente conjoncturelle

- Point de conjoncture dans les services en France

N° 77-78

4^e trim. 02/1^{er} trim. 03

La reprise économique à quitte ou double

- Présentation générale des perspectives économiques 2002-2003
- L'environnement mondial de l'Europe
- Perspectives économiques des pays européens
- Niveau et tendance de la compétitivité française

N° 76

3^e trim. 2002

Les conditions d'une croissance plus forte

- SMIC multiple, coût du travail et emploi
- Cycle technologique : une reprise modérée

N° 75

2^e trim. 2002

Le nouveau pouvoir politique sera confronté à une situation économique incertaine

- Présentation générale des perspectives économiques 2002-2003
- L'environnement mondial de l'Europe
- Perspectives économiques des pays européens

N° 74

1^{er} trim. 2002



Coe-Rexecode

Centre d'Observation Économique et de Recherches pour l'Expansion de l'Économie et le Développement des Entreprises

Siège social : 29 avenue Hoche • 75008 Paris • www.coe-rexecode.fr
Téléphone : +33 (0)1 53 89 20 89 • Fax : +33 (0)1 45 63 86 79

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 • APE 911C SIRET 784 361 164 00030 • TVA FR 80 784 361 164

Partenaire de la



Chambre de commerce
et d'industrie de Paris

ISSN : 1956-0486