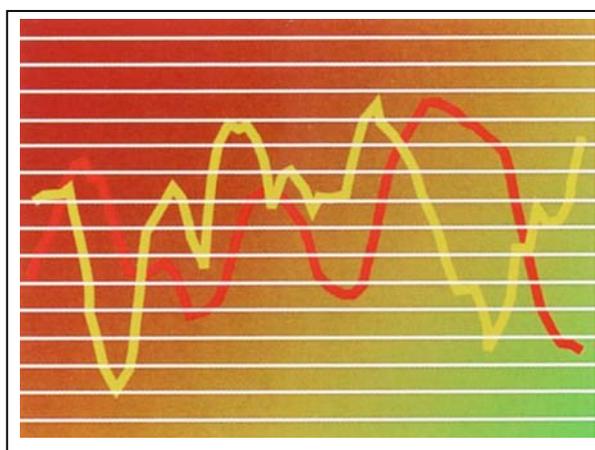


NOTE DE CONJONCTURE

DÉCEMBRE 2008



RÉCESSIONS



INSEE

INSTITUT NATIONAL
DE LA STATISTIQUE
ET DES ÉTUDES
ÉCONOMIQUES

NOTE DE CONJONCTURE

Décembre 2008

© Insee 2008

■ Directeur de la publication

Jean-Philippe Cotis

■ Rédacteurs en chef

Éric Dubois
Benoît Heitz
Antonin Aviat
Mathilde Clément

■ Contributeurs

Brou Adjé
Dorothee Ast
Meriam Barhoumi
Anne Billaut
Jean-Charles Bricongne
Mélanie Chassard
Marie-Émilie Clerc
Véronique Cordey
Vincent Cottet
Étienne Dalibard
Étienne Debauche
Nicolas De Riccardis
Aurélien D'Isanto
Jean-Marc Fournier
Philippe Gallot
Guillaume Guerrero
Sylvain Heck
Audrey Isel
Guy Lalanne
Fabrice Langumier
Vincent Lapègue
Pierre Leblanc
Pierre Lissot
Ronan Mahieu
Vincent Marcus
Léa Mauro
Christelle Minodier
Olivier Monso
Frédéric Ouradou
Mathilde Pak
Adrien Perret
Erwan Pouliquen
Olivier Redoulès
Sophie Renaud
Éric Rubiloni
Philippe Scherrer
Hélène Thélot
Laure Turner
Ismenos Tzortzis
Marie Zergat-Bonnin

Les notes de conjoncture sont disponibles dès leur parution sur le serveur internet de l'Insee dans la rubrique *Conjoncture - Analyse de la conjoncture* à l'adresse : www.insee.fr.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 11 décembre 2008

■ Secrétariat de rédaction

et mise en page
Jean-William Angel
Dominique Michot
Maria Diaz
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat

Samuel Berté
Nathalie Champion
Nelly Cousté

RÉCESSIONS

VUE D'ENSEMBLE	7
-----------------------------	---

RETOUR SUR PRÉVISION	19
-----------------------------------	----

DOSSIERS

- Deux nouveaux indicateurs pour aider au diagnostic conjoncturel en France 23
- Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed 45

CONJONCTURE INTERNATIONALE

- Synthèse internationale 63
- Pétrole et matières premières 67
- Marchés financiers 72
- États-Unis et Royaume-Uni 79
- Japon, Chine et Asie émergente 82
- Zone euro 86
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 91

CONJONCTURE FRANCE

- Échanges extérieurs 97
- Recettes fiscales des administrations publiques 100
- Prix à la consommation 103
- Emploi 107
- Chômage 112
- Salaires 114
- Revenus des ménages 117
- Consommation et investissement des ménages 122
- Résultats des entreprises 125
- Investissement des entreprises et stocks 128
- Production 132

Éclairages

- Éléments de comparaison entre la situation de l'économie française aujourd'hui et durant la récession de 1993 16
- Spéculation et prix du pétrole : un lien peu évident 70
- Des marchés monétaires tendus mais pas forcément en manque de liquidités 76
- Le retournement de l'intérim depuis le printemps 2008 laisse présager une poursuite de la baisse de l'emploi 110

COMPTE ASSOCIÉ	138
-----------------------------	-----

Récessions

Au quatrième trimestre 2008 et début 2009, l'activité devrait reculer nettement dans les pays industrialisés. Début 2009, la quasi-totalité de ces pays seraient ainsi en récession. L'économie française n'y ferait pas exception.

Le ralentissement généralisé à l'œuvre depuis l'été 2007 s'était déjà transformé en un repli modéré de l'activité au troisième trimestre 2008. Le regain de tensions financières qu'a entraîné la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers a encore assombri les perspectives d'activité.

Le durcissement des conditions de financement et l'accroissement généralisé de l'aversion au risque poussent les entreprises à couper dans les dépenses d'investissement et à réduire fortement leurs stocks.

L'augmentation du chômage et l'incertitude accrue concernant les perspectives de revenu conduisent les ménages à accroître leur épargne de précaution. Cette tendance s'annonce particulièrement marquée dans les pays, tels que le Royaume-Uni ou les États-Unis, où le recours massif des ménages à l'endettement pour financer leur consommation avait fait chuter l'épargne à des niveaux historiquement bas.

En France, les enquêtes de conjoncture conduisent à chiffrer le repli attendu de l'activité à 0,8 % au quatrième trimestre 2008 puis 0,4 % au premier trimestre 2009. Au deuxième trimestre 2009, la baisse de l'activité pourrait être en partie atténuée (-0,1 %), grâce aux premiers effets du plan de relance et sous l'hypothèse que l'action vigoureuse des banques centrales et des États de par le monde se révèle efficace pour apaiser les tensions financières.

Le taux de chômage continuerait de monter. Il s'élèverait à 8,0 % au deuxième trimestre 2009, un niveau toutefois encore sensiblement inférieur à celui atteint début 2006.

L'évolution des tensions financières dans les prochains mois constitue la principale source d'aléa autour de ce scénario. L'incertitude persistante concernant la valeur des actifs des banques ne permet pas d'exclure une nouvelle intensification de la crise financière. Le repli de l'activité serait alors plus fort et plus durable que prévu. À l'inverse, l'accroissement et la diversification des moyens mis en œuvre par les banques centrales et les États pour résoudre la crise pourraient permettre un apaisement de ces tensions plus rapide qu'anticipé : le repli de l'activité s'en trouverait limité.

L'incertitude est grande également quant à l'impact au niveau mondial des plans de relance à destination des ménages et des entreprises. En effet, pour des plans importants, notamment celui des États-Unis, ni le calendrier, ni l'ampleur, ni les modalités exactes ne sont connus.

En outre, leur efficacité est plus délicate encore à apprécier qu'à l'accoutumée : elle peut être affaiblie si les ménages et les entreprises conservent un comportement de dépense frileux ; elle peut être au contraire renforcée si ces plans de relance permettent une restauration de la confiance et ramènent ainsi ménages et entreprises à un comportement de dépense plus habituel.

L'économie mondiale a encore nettement ralenti au troisième trimestre

Les économies avancées se sont globalement contractées...

Au troisième trimestre 2008, l'activité des économies avancées s'est repliée (-0,2 % après +0,2 % au deuxième trimestre), sous le coup notamment de la contraction de l'investissement des entreprises et de la consommation des ménages. Cette baisse a touché les principales économies, et notamment les États-Unis (-0,1 %), le Japon (-0,5 %), le Royaume-Uni (-0,5 %) et la zone euro (-0,2 %). En Allemagne et en Italie, l'activité s'est nettement repliée pour le deuxième trimestre consécutif (-0,5 % dans chaque pays).

... et les économies émergentes ont nettement ralenti

Le ralentissement mondial affecte désormais également les pays émergents. Ainsi, la croissance a fléchi en Inde, en Russie et au Brésil. La production industrielle de la Chine est retombée à son rythme de croissance d'après la crise asiatique et tout le Sud-Est asiatique ralentit du fait du tassement du commerce mondial.

Les crises financière et immobilière n'ont toujours pas faibli

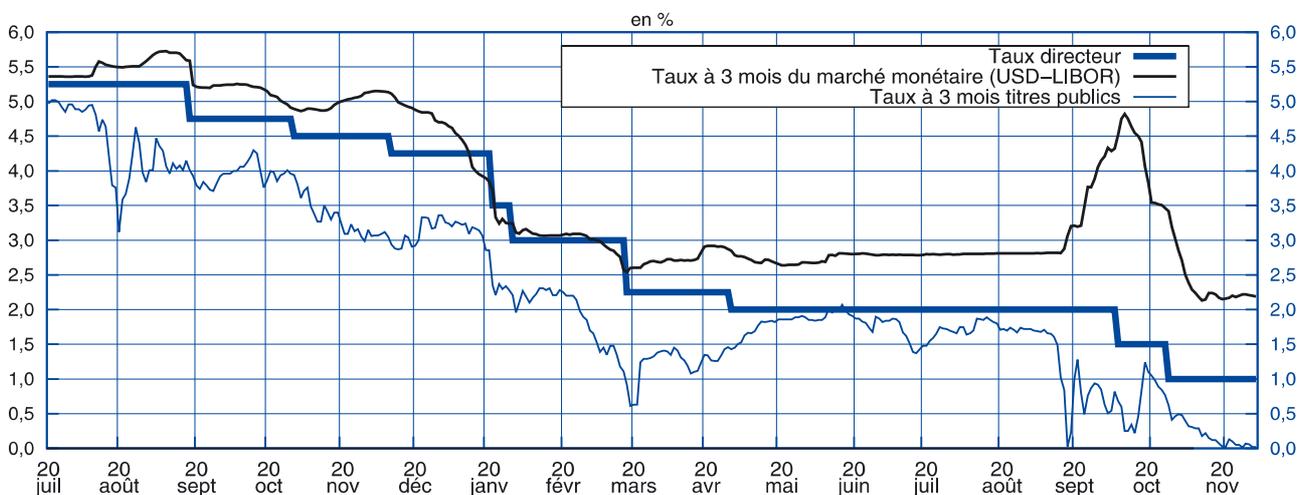
La crise financière se poursuit...

Les tensions sont toujours fortes sur les marchés interbancaires, même si elles ont diminué par rapport au pic atteint au moment de la faillite de la banque d'affaire Lehman Brothers : les taux pratiqués restent nettement supérieurs aux taux directeurs des banques centrales (cf. graphique 1). Ces tensions se répercutent sur le crédit aux entreprises et aux ménages : les conditions de financement bancaire se sont durcies dans les pays industrialisés et, selon les enquêtes de conjoncture menées auprès des banques, ce durcissement devrait se poursuivre. De plus, les marchés boursiers se sont encore nettement repliés et restent peu favorables au financement par émission d'actions. Le durcissement des conditions de financement pèserait sur la consommation des ménages et, surtout, sur leur investissement et celui des entreprises.

...malgré les actions énergiques des banques centrales et des pouvoirs publics

Des actions nombreuses et importantes ont été entreprises pour tenter de normaliser la situation financière. Ainsi, les banques centrales ont procédé à des injections massives de liquidités et ont fortement baissé leurs taux directeurs. En outre, plusieurs États ont apporté leurs garanties à des établissements bancaires et recapitalisé ou nationalisé certaines banques en difficulté. Si ces actions ont permis d'éviter des réactions en chaîne, elles n'ont pas encore permis un retour à la nor-

1 - États-Unis : taux d'intérêt à court terme



Source : DataInsight

male sur les marchés financiers. Elles pourraient cependant commencer à porter leurs fruits à l'horizon de quelques trimestres, ce qui viendrait desserrer la contrainte sur l'investissement et faire progressivement redémarrer la croissance.

Les marchés immobiliers poursuivent leur correction

Le marché immobilier américain, qui semblait montrer quelques signes d'amélioration à la fin de l'été, s'est à nouveau nettement dégradé depuis. Au Royaume-Uni, la chute est désormais très vive et les prix immobiliers continuent à diminuer, sur un rythme proche de 15 % en glissement annuel. Le marché immobilier subit également une correction brutale en Irlande : les mises en chantier de logement y sont moitié moindres au premier semestre 2008 qu'au premier semestre 2007. En Espagne, le secteur de la construction s'enfonce dans la crise, avec de nouvelles faillites d'acteurs importants et des stocks record de logements invendus. En France, les prix commencent à baisser, le nombre des transactions chute et les stocks de logements neufs ne cessent de grossir. Dans ce contexte, l'investissement des ménages continuerait de se replier et l'activité du secteur de la construction continuerait de peser sur la croissance dans ces économies.

La France n'échapperait pas à la récession

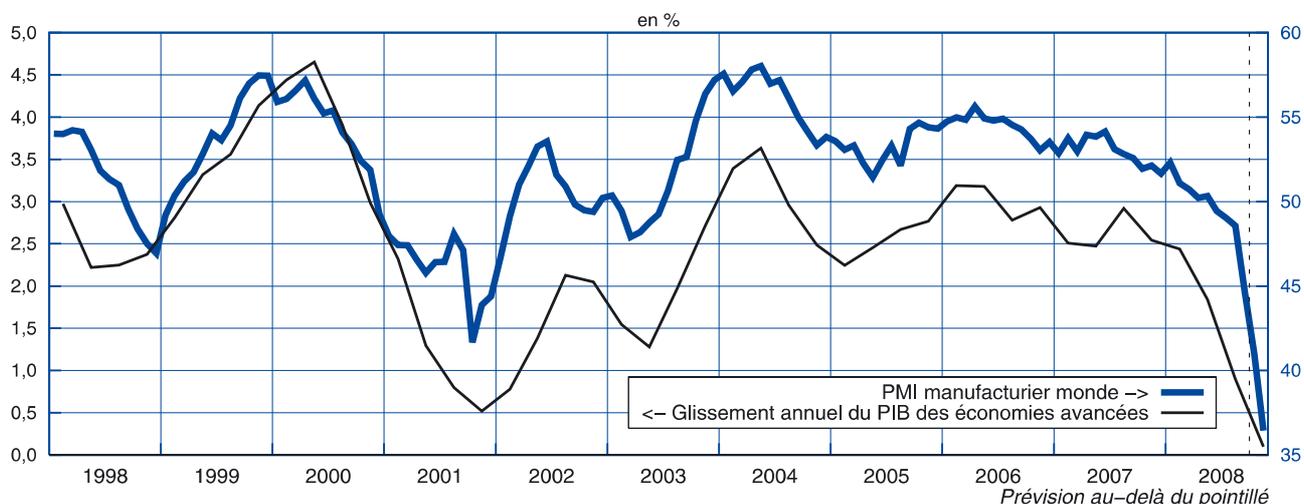
Partout, la nette dégradation des enquêtes de conjoncture laisse augurer d'une contraction de l'activité

Dans toutes les économies avancées, les enquêtes de conjoncture se sont dégradées depuis le mois de septembre et cette dégradation touche tous les secteurs. Ces résultats laissent attendre un recul de l'activité particulièrement marqué au quatrième trimestre (cf. graphique 2). Ce recul se prolongerait sur le début de l'année 2009, mais de façon atténuée sous l'hypothèse que les actions publiques permettent de commencer à restaurer la confiance et d'amorcer la normalisation sur les marchés financiers et bancaires. Ce profil se retrouverait dans les principales économies avancées alors que les économies émergentes subiraient globalement une nette décélération de leur activité.

Les exportations françaises se replieraient dans le sillage de la demande mondiale

Conséquence du repli de l'activité chez nos principaux partenaires commerciaux, la demande mondiale adressée à la France se replierait de plus de 3 % entre le troisième trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, alors qu'elle avait progressé de 6 % en 2007. Les effets de ce ralentissement mondial sur les exportations françaises se trouveraient cependant atténués par la dépréciation récente de l'euro. Au total, après un rebond au troisième trimestre, les exportations françaises diminueraient au quatrième trimestre 2008. Ce recul se prolongerait en s'atténuant sur le premier semestre 2009.

2 - Indice des directeurs d'achats (PMI) et croissance de l'activité des économies avancées



Source : DataInsight, calculs Insee

La production baisserait nettement en France, particulièrement dans l'industrie

Le climat des affaires s'est nettement dégradé en France depuis un an et demi, se rapprochant ainsi rapidement des niveaux atteints lors de la récession de 1993 (cf. graphique 3). De surcroît, l'indicateur de retournement construit par l'Insee à partir de ses enquêtes s'est installé depuis 11 mois dans la zone signalant une conjoncture défavorable (voir dossier "Deux nouveaux indicateurs pour aider au diagnostic conjoncturel en France"). Ces indicateurs laissent attendre une baisse de la production dans les principales branches marchandes. Toutefois, la production serait soutenue à partir de début 2009 par les effets des plans de relance de l'économie adoptés dans les pays industrialisés et notamment en France. A contrario, la baisse serait particulièrement marquée au quatrième trimestre 2008 dans l'industrie manufacturière, comme l'indiquent les derniers chiffres de production industrielle d'octobre, du fait notamment de l'industrie automobile. Confrontés à des stocks trop abondants en raison de la chute de leurs ventes, les constructeurs ont dû, pour les écouler, fermer pendant de nombreux jours leurs usines au quatrième trimestre. Ce fort mouvement de déstockage, qui ne se limite pas au secteur automobile, pèserait lourdement sur la production industrielle (contribution de -1,2 point) et sur le PIB (-0,4 point). En outre, le secteur de la construction souffrirait encore des effets des crises financière et immobilière.

L'activité continuerait à reculer en France au premier semestre 2009

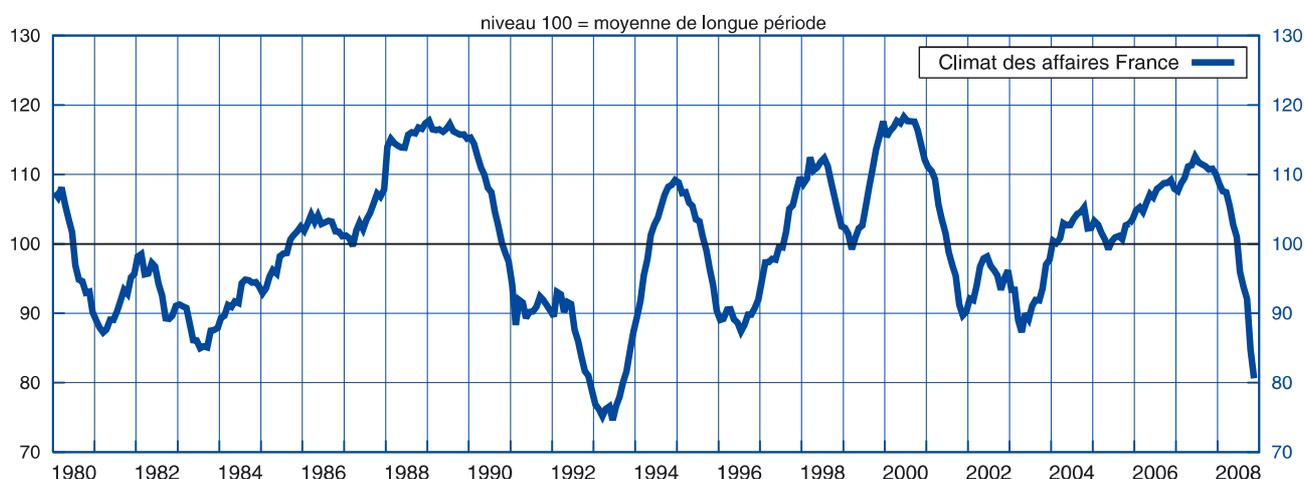
D'ici la mi-2009, l'activité économique française serait en repli. Le recul du PIB serait prononcé au quatrième trimestre 2008 (-0,8 %). Il se prolongerait au premier semestre 2009 quoique de manière atténuée. L'acquis de croissance pour l'année 2009 à l'issue du deuxième trimestre serait nettement négatif (-1,1 %).

L'investissement des entreprises et des ménages baisserait fortement

L'investissement productif se replierait

L'investissement des entreprises baisserait au quatrième trimestre 2008 et au premier semestre 2009. De même que dans les autres économies avancées, les conditions de financement se sont en effet nettement durcies en France et ce durcissement devrait se poursuivre dans les mois à venir, d'après l'enquête réalisée par la Banque de France. Il a pour l'instant des effets limités sur les volumes de crédits octroyés. Les entreprises ne sont, par ailleurs, guère incitées à investir : leurs perspectives de demande sont médiocres et les taux d'utilisation des capacités productives se sont nettement détendus. Toutefois, l'augmentation de l'investissement des entreprises publiques et l'accélération des programmes de logements sociaux prévus dans le cadre du plan de relance de l'économie de-

3 - Nouvel indicateur de climat des affaires en France



Source : Insee

vraient commencer à limiter la baisse des investissements des entreprises au deuxième trimestre 2009. De même, l'accélération annoncée de la demande des administrations soutiendrait la croissance au premier semestre 2009.

L'investissement des ménages serait toujours en fort repli

L'investissement en logement des ménages continuerait également à pâtir du durcissement des conditions de financement. Son recul est confirmé par les indicateurs conjoncturels de la construction : les mises en chantier ainsi que les permis de construire continuent de baisser ce trimestre. L'investissement des ménages devrait encore nettement se replier au cours des prochains trimestres.

La chute des prix du pétrole entraînerait un net repli de l'inflation mondiale

L'inflation mondiale a fortement augmenté au cours de la première moitié de 2008

Partout dans le monde, l'inflation a été poussée à la hausse au premier semestre 2008 par la flambée des cours des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires. Le prix du pétrole a en particulier atteint le niveau record de 147\$ le baril de Brent en juillet 2008. L'inflation s'est ainsi élevée à 5,4 % en juillet aux États-Unis, 4,0 % en juillet en zone euro et 5,2 % en septembre au Royaume-Uni. Cette flambée des prix a également touché l'Asie du Sud-Est, la Chine et l'Inde, ce qui a conduit ces pays à prendre courant 2008 des mesures de lutte contre l'inflation.

Cependant les prix du pétrole ont chuté depuis l'été...

Les prix du pétrole se sont nettement repliés depuis l'été 2008 (cf. graphique 4) avant de se stabiliser autour de 50 \$ le baril de Brent. La perspective d'une poursuite de la baisse de la demande de pétrole de la part des pays développés et émergents nourrit les anticipations d'un marché du pétrole durablement excédentaire. Le marché devrait en effet se détendre au premier trimestre 2009. Les prix du pétrole ne devraient donc pas dépasser 50 \$ à l'horizon de la prévision.

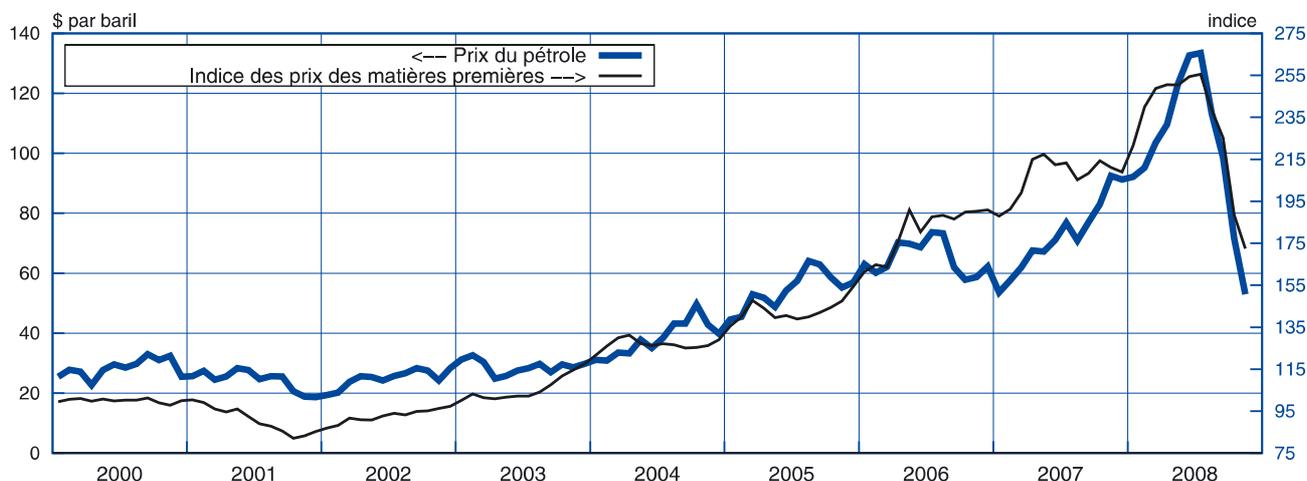
... de même que les prix des autres matières premières

La baisse d'activité des pays développés a également pesé sur les cours des matières premières industrielles qui ont diminué au troisième trimestre. Parallèlement, les prix des matières premières alimentaires se sont repliés : ils avaient eux-aussi contribué à la poussée d'inflation de 2008.

L'inflation devrait nettement se replier...

Avec la nette décreue des prix de matières premières, on assiste déjà à un reflux généralisé de l'inflation. Ainsi, le glissement annuel des prix à la consommation n'est plus en octobre que de 4,5 % au Royaume-Uni, de 3,7 % aux États-Unis et de 2,7 % en France et, en novembre, de 2,1 % en zone euro. L'inflation a égale-

4 - Prix du Brent et prix des matières premières



Source : Financial Times

ment commencé à refluer dans les pays émergents, et notamment en Chine et en Inde. Cette décline de l'inflation se poursuivrait sur les trimestres à venir : elle profiterait du repli des prix des matières premières qui continue de se diffuser à l'ensemble de l'économie. Ainsi, à l'horizon de la mi-2009, la hausse des prix à la consommation ne dépasserait guère 1 % en glissement annuel aux États-Unis et en zone euro.

... et n'atteindrait plus en France que 0,3 % en juin 2009

En France, la forte baisse des prix des produits énergétiques, et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires, entraînerait une décline marquée de l'inflation (cf. graphique 5). La hausse des prix sur un an n'atteindrait plus que 1,5 % en décembre 2008 et 0,3 % seulement en juin 2009. En moyenne sur l'année 2008, cependant, la hausse des prix s'établirait à 2,9 %, principalement du fait de la flambée des cours des matières premières sur la première partie de l'année.

Hors énergie et produits alimentaires frais, l'inflation resterait assez stable

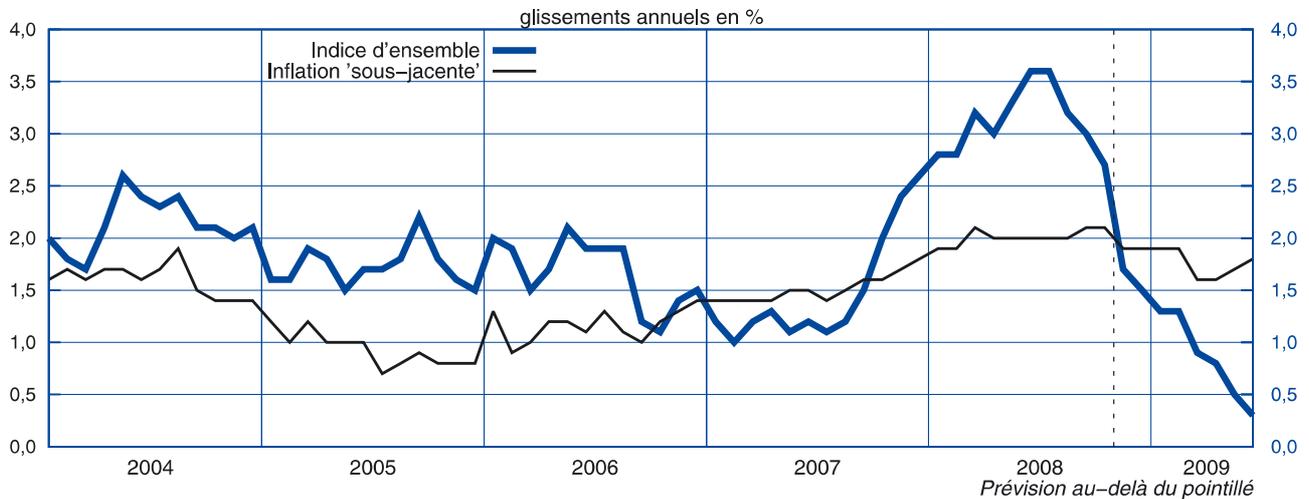
Depuis mi-2008, l'inflation « sous-jacente », c'est-à-dire hors énergie et produits alimentaires frais, a légèrement progressé, passant de 2,0 % en juin à 2,1 % en octobre sous l'effet de l'accélération passée des coûts de production. En revanche, elle se replierait légèrement d'ici juin 2009, à 1,8 %, du fait du reflux de l'inflation des produits alimentaires transformés et du fléchissement de la demande, ce fléchissement étant peu propice à des hausses de prix de la part des producteurs ou des distributeurs.

La dégradation du marché du travail se poursuivrait

Le recul de l'emploi s'amplifierait début 2009

Dans le sillage de la contraction de l'activité, l'économie française continuerait de perdre des emplois fin 2008 et ces pertes s'amplifieraient début 2009. L'emploi se replierait au total de près de 100 000 postes au second semestre 2008 puis de près de 170 000 postes au premier semestre 2009. Les secteurs marchands non agricoles perdraient près de 150 000 postes au second semestre 2008 et plus de 210 000 postes au premier semestre 2009. L'industrie continuerait à perdre des emplois alors que la construction commencerait à faire au début de 2009. En revanche, l'emploi salarié non marchand et l'emploi non salarié continueraient de progresser. Le grand nombre d'entrées prévues en contrat aidé permettrait en particulier de stopper la baisse du nombre de bénéficiaires observée en 2008, et même d'en accroître légèrement les effectifs.

5 - Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente en France



Source : Eurostat, prévisions Insee

Le chômage repartirait à la hausse

La baisse du chômage, amorcée depuis 2006, s'est enrayée avec le retournement de la conjoncture au deuxième trimestre 2008. Du fait des nombreuses pertes d'emploi attendues, le chômage augmenterait fin 2008 et début 2009. Le taux de chômage au sens du BIT pour la France métropolitaine s'établirait ainsi à 8,0 % en moyenne au deuxième trimestre de 2009, retrouvant de ce fait les niveaux prévalant à la mi-2007 (cf. graphique 6).

Le pouvoir d'achat se stabiliserait fin 2008 puis repartirait à la hausse début 2009

Au second semestre 2008 et au premier semestre 2009, le pouvoir d'achat serait nettement pénalisé par la dégradation des revenus d'activité : ces derniers pâtiraient du ralentissement de l'économie et des pertes d'emploi. En 2008, en outre, la progression des revenus n'est plus stimulée comme elle l'avait été en 2007 par des fortes baisses d'impôt sur le revenu. Le revenu des ménages serait cependant soutenu au cours du premier semestre 2009 par la forte décrue de l'inflation et les mesures de soutien gouvernementales.

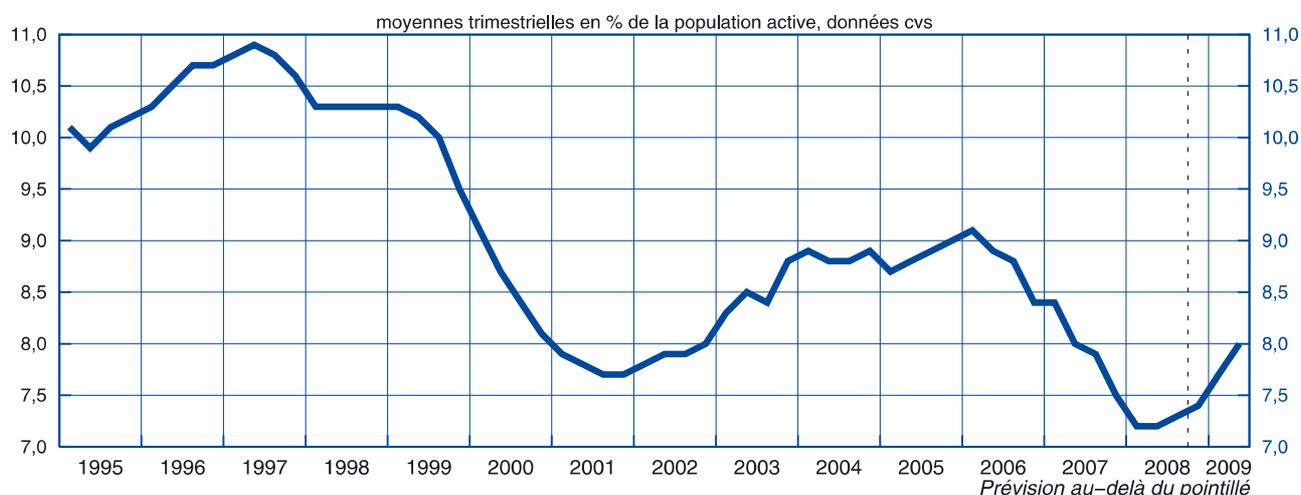
Toutefois, les consommateurs se montreraient prudents

Dans un contexte caractérisé par la montée de l'incertitude et malgré un pouvoir d'achat toujours en augmentation, la consommation des ménages marquerait le pas fin 2008 et au premier trimestre 2009. Elle serait quelque peu soutenue début 2009 par l'instauration de la prime au remplacement des véhicules anciens. Néanmoins, face à la dégradation du marché du travail et aux aléas entourant la situation économique, les ménages adopteraient un comportement prudent. Ainsi, le taux d'épargne se redresserait, pour atteindre 16,2 % au deuxième trimestre.

Les importations se replieraient

Les importations françaises de biens et services diminueraient à partir du quatrième trimestre 2008 alors qu'elles étaient restées assez dynamiques depuis le début de l'année. Elles seraient tirées vers le bas jusqu'à la mi-2009 par les replis de l'investissement et de la consommation. La récente dépréciation de l'euro, qui favorise les produits domestiques, participerait également à ce mouvement.

6 - Taux de chômage au sens du BIT



Champ : France métropolitaine, population des ménages, personnes de 15 ans ou plus
 Source : Insee, enquête Emploi

Des aléas importants entourent cette prévision

L'évolution de la crise financière est toujours incertaine

L'évolution de la situation sur les marchés financiers et dans le secteur bancaire reste encore très incertaine : à la vigueur des mesures de soutien et des restructurations répond une tendance spontanée à la fragilisation des établissements et des marchés financiers.

Quelle ampleur et quel impact pour les plans de relance gouvernementaux ?

Un second aléa a trait aux plans de relance qui seront mis en œuvre par les gouvernements dans les mois à venir. L'incertitude porte sur la nature et sur l'ampleur des mesures qui vont être prises dans certains pays, et notamment aux États-Unis. L'incertitude porte également sur l'impact de l'ensemble de ces plans. En effet, cet impact dépendra de la réaction des agents, et notamment du retour ou non de la confiance. Selon les cas, un supplément de revenu des ménages pourrait ainsi être soit consommé, participant au mouvement de relance, soit largement épargné, ce qui viendrait amoindrir les effets attendus.

Jusqu'où le repli des prix du pétrole ?

Les prix du pétrole constituent une autre source d'aléa. En effet, un recul plus marqué des prix énergétiques viendrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages. À l'opposé, un rebond des cours du pétrole ne peut être exclu, par exemple si l'OPEP réussissait à mettre en œuvre une baisse prononcée de ses quotas de production. ■

France : équilibre ressources-emplois en volume

aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %

	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	0,5	0,6	0,7	0,3	0,4	-0,3	0,1	-0,8	-0,4	-0,1	2,1	0,8	-1,1
Importations	2,0	2,3	1,2	-1,1	1,6	-0,4	1,9	-1,3	-0,6	-0,2	5,9	2,2	-1,0
Dépenses de consommation des ménages	0,7	0,9	0,8	0,5	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,3	2,5	0,9	0,4
Dépenses de consommation des APU*	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	1,3	1,6	1,5
FBCF totale	1,3	0,8	0,9	0,8	0,6	-1,5	-0,3	-1,6	-1,6	-0,9	4,9	0,2	-3,9
dont : ENF	2,0	1,4	1,5	0,9	1,0	-1,0	0,3	-1,6	-1,7	-0,8	7,3	1,8	-3,6
Ménages	0,5	0,3	0,3	0,4	0,1	-2,7	-1,6	-2,2	-2,1	-1,4	3,0	-2,6	-6,1
Exportations	0,8	1,8	0,4	0,3	2,4	-1,9	1,9	-2,3	-1,2	-0,7	3,2	2,2	-2,9
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,7	0,7	0,5	0,2	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	2,7	1,0	-0,2
Variations de stocks**	0,2	0,0	0,3	-0,6	0,0	0,3	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3
Commerce extérieur	-0,4	-0,2	-0,2	0,4	0,2	-0,4	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,8	0,0	-0,5

■ Prévisions

* Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM

** Les variations de stocks sont y compris acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

Le graphique des risques associé à la Note de conjoncture

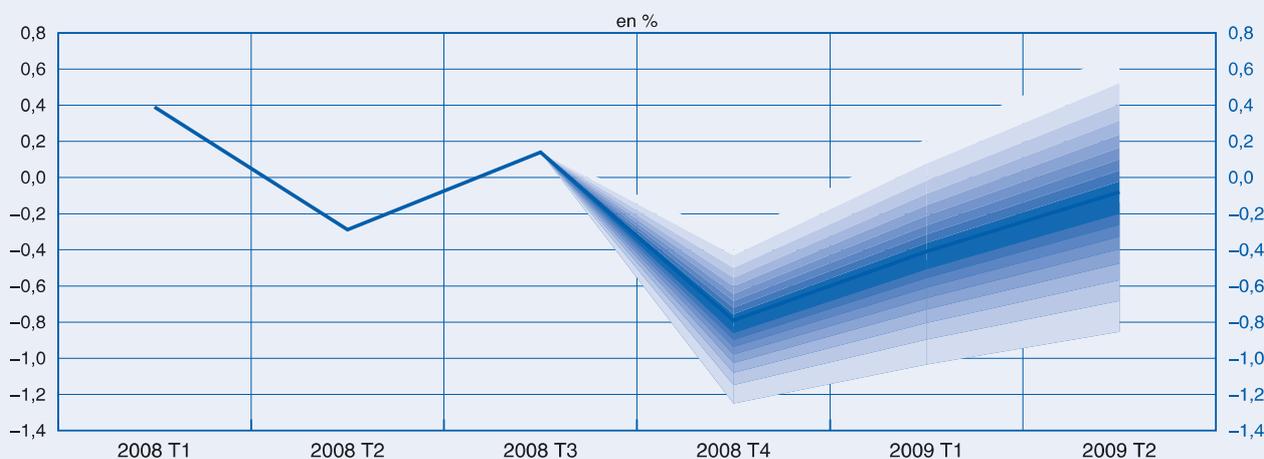
Le graphique des risques retrace autour de la prévision centrale (en trait noir), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et immédiatement en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 %. Ainsi, au fur et à mesure que les bandes s'élargissent, est couvert un champ des possibles de plus en plus vaste.

La largeur de ces bandes est fondée sur la dispersion historique des prévisions de l'Insee à chacun des horizons considérés, résumée par leur écart-type (pour plus de précision sur la méthode, le lecteur pourra se reporter à la Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). Pour tenir compte de l'incertitude particulièrement forte qui nous paraît entourer cette prévision, l'écart-type a été accru par rapport à l'historique pour les deux premiers trimestres de 2009 : pour le premier trimestre, il a été passé de 0,33 à 0,38 et pour le deuxième de 0,37 à 0,47. Pour le quatrième trimestre de 2008 en revanche, l'écart-type historique a été conservé. L'incertitude à cet horizon est limitée par la disponibilité des enquêtes de conjoncture, qui fournissent une information directe sur l'activité des entreprises. Dans son dernier

rapport sur l'inflation, la banque d'Angleterre a également, mais dès le premier trimestre de prévision, accru son estimation de l'incertitude autour de ses prévisions de croissance.

On peut alors estimer que le premier résultat qui sera publié par les comptes trimestriels pour le quatrième trimestre a 50 % de chances d'être compris entre -1,0 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et -0,6 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut). De même, il a 90 % de chances d'être compris entre -1,2 % et -0,3 % au quatrième trimestre de 2008. La probabilité que le chiffre publié soit positif est très faible. Pour le premier trimestre de 2009, on peut estimer de la même manière que le premier résultat qui sera publié par les comptes trimestriels a 50 % de chances d'être compris entre -0,7 % et -0,2 % ⁽¹⁾ et 90 % de chances d'être compris entre -1,0 % et +0,2 %. La probabilité que le chiffre soit positif peut être estimée à 15 % environ. Pour le deuxième trimestre de 2009, l'éventail des possibles est encore plus ouvert, avec notamment un intervalle de confiance à 90 % de -0,9 % à +0,7 %.

(1) Les valeurs qui peuvent être lues sur le graphique sont de -0,67 % et -0,15 % ; comme on ne peut prétendre atteindre un tel degré de précision, ces valeurs ont été arrondies à -0,7 % et -0,2 %.



Source : Insee

Éclairage - Éléments de comparaison entre la situation de l'économie française aujourd'hui et durant la récession de 1993

La récession de 1992-1993 et celle prévisible de 2008-2009 semblent partager certains facteurs explicatifs : le ralentissement français a pris place à chaque fois dans un environnement international dégradé. Par ailleurs, au cours des deux périodes, le secteur de la construction et le marché de l'immobilier se sont retournés, les agents privés se sont retrouvés fortement endettés et les conditions de financement se sont durcies. Cependant, des différences existent : la chronologie n'est pas la même – en particulier les États-Unis et le Royaume-Uni étaient repartis au moment où l'Europe entrait en récession –, le prix des matières premières est aujourd'hui plus élevé et l'origine du durcissement des conditions de financement diffère. Ce dernier provient cette fois de la hausse généralisée des primes de risque, alors qu'il s'agissait, au début des années quatre-vingt-dix, d'une conséquence de la hausse des taux d'intérêt directeurs pour défendre la parité du franc vis-à-vis du mark.

En termes de résultats, le scénario présenté dans cette note peut être rapproché de la récession de 1993 :

- Une contraction significative de l'activité est attendue au quatrième trimestre 2008 (-0,8 %) et au premier trimestre 2009 (-0,4 %) ; le produit intérieur brut (PIB) avait également reculé nettement au quatrième trimestre 1992 (-0,5 %) et au premier trimestre 1993 (-0,7 %) ;
- À l'issue du premier semestre 2009, l'acquis de croissance est prévu à -1,1 % ; à l'issue du premier semestre 1993, cet acquis était de -1,0 % ;
- Entre le dernier pic d'activité, qui se situerait au premier trimestre 2008, et le deuxième trimestre 2009, la baisse du PIB atteindrait 1,4 % ; le PIB avait reculé de 1,1 % entre le pic du troisième trimestre 1992 et le creux du premier trimestre 1993⁽¹⁾ ;

(1) Cette baisse est inférieure d'un dixième à ce que donnerait l'addition « naïve » des baisses du quatrième trimestre 1992 et 1993 (-0,5 % et -0,7 %), à cause du jeu des arrondis.

Bien sûr, les chiffres portant sur la fin de 2008 et le premier trimestre 2009 ne sont que des prévisions et les résultats peuvent se révéler meilleurs que prévu. Comme l'illustre le graphique des risques (p. 15), le risque que le PIB recule au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009 est toutefois très élevé. Et les résultats des enquêtes de conjoncture dans les secteurs de l'industrie, des services et de la construction confirment que la situation conjoncturelle actuelle se rapproche de celle de la fin de 1992 (cf. graphique 1). Ainsi, l'indicateur du climat des affaires dans l'industrie est à peine supérieur à son point bas de 1993 et l'indicateur des services y est quasiment revenu.

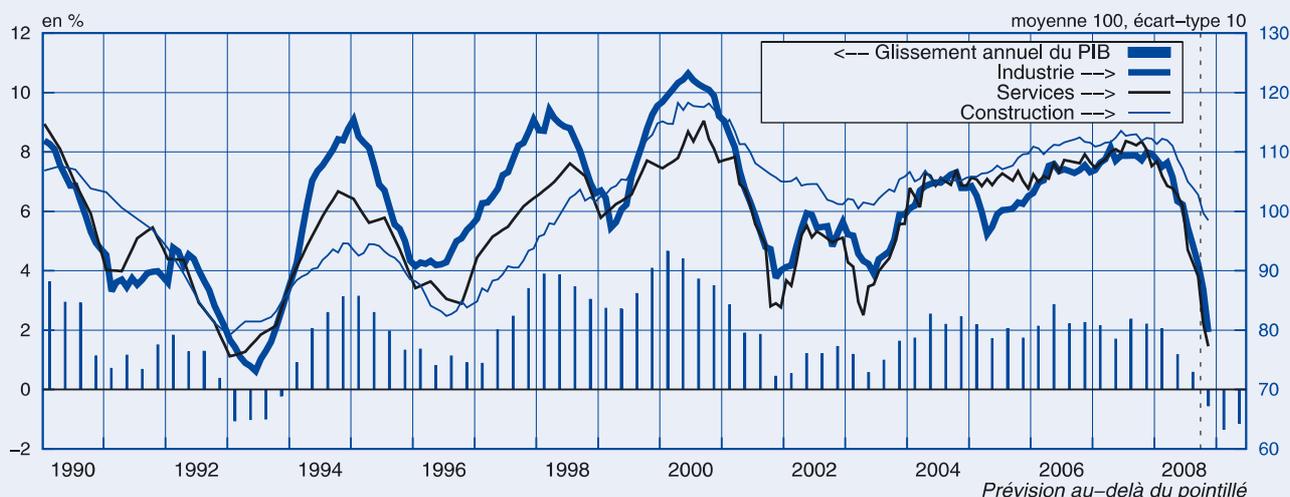
Il peut donc être éclairant de lister les similitudes parmi les mécanismes à l'œuvre au cours de ces deux épisodes, mais aussi les différences : cet éclairage y est consacré.

Actuellement, la crise financière et le ralentissement mondial pèsent sur l'activité

Trois facteurs principaux expliqueraient la contraction actuelle de l'économie française :

- La crise financière aurait un impact négatif sur l'économie à travers le durcissement des conditions de crédit aux ménages et aux entreprises. Ce durcissement est visible dans les taux d'intérêt comme dans les critères d'octroi de crédits, d'après une enquête de la Banque de France (même si le ralentissement de la distribution du crédit reste pour le moment modéré). Par ailleurs, la crise financière s'accompagne d'une augmentation générale de l'aversion au risque qui se traduit par une nette hausse des écarts de taux entre le secteur privé et le secteur public.
- Le ralentissement mondial continuerait à freiner la demande adressée à la France et donc les exportations françaises (dont l'acquis serait de -2,9 % fin juin 2009).

1 - Croissance et indicateurs du climat des affaires dans les secteurs de l'industrie, de la construction et des services



Source : Insee, enquêtes de conjoncture

- Le retournement du secteur de la construction, amorcé dès le second trimestre 2008, ampute la croissance, alors que ce secteur y contribuait positivement depuis 2004.

A contrario, la chute du prix du pétrole et le recul de l'euro depuis juillet 2008 n'en font plus, actuellement, des facteurs de ralentissement. Ils viendraient plutôt soutenir l'activité après l'avoir pénalisée sur la première partie de l'année 2008.

En 1993 aussi, un ralentissement mondial et un retournement du marché de l'immobilier se conjuguent

Plusieurs de ces caractéristiques se retrouvent juste avant la récession de 1992-1993 :

- L'activité de nombreux partenaires commerciaux de la France avait commencé à ralentir à partir de la fin de l'année 1992. Ce ralentissement avait contribué à renforcer la crise en France en pénalisant les exportations, qui ont peu progressé en 1993 (+0,5 %, après +5,5 % en 1992).
- La crise mondiale du début des années quatre-vingt-dix avait aussi été favorisée par le retournement mondial du marché immobilier qui s'était fait sentir en France à partir de 1990. D'une part, il avait provoqué des pertes importantes pour certaines banques et compagnies d'assurance, à l'image de ce qui s'est passé dès la fin de l'année 2007 avec la crise des subprimes. D'autre part, ce retournement avait eu un fort impact négatif sur le secteur de la construction, dont la production avait reculé de plus de 8 % en 1993. Même si le retournement immobilier en France est de moindre ampleur pour l'instant, la baisse de la demande aurait tout de même un impact fort sur l'activité du secteur de la construction : après un léger repli en 2008 la production devrait baisser plus fortement en 2009, l'acquis pour 2009 à la fin du deuxième trimestre s'établissant à -2,9 %.

Un endettement des agents privés très élevé au début des années 90 comme en 2008

Au début des années quatre-vingt-dix, les conditions monétaires étaient peu favorables en France. Aujourd'hui, les conditions de financement se sont également durcies, même si ce durcissement

passé par d'autres canaux (cf. infra). Par ailleurs, au cours de chacune des périodes, l'endettement des agents privés a atteint des niveaux élevés. Toutefois, si le taux d'endettement des sociétés non financières en 2008 est comparable au taux observé en 1992, l'endettement des ménages a atteint en 2008 des niveaux record (plus de 70 % contre 57 % au plus haut en 1991, cf. graphique 2).

À partir de 1991, le durcissement des conditions monétaires conjugué au fort endettement des agents avait dégradé la solvabilité des entreprises et pénalisé la demande intérieure. Celle-ci avait fléchi une première fois en 1991, ce qui avait conduit à un premier ralentissement de l'activité. En 1993, l'investissement des entreprises avait reculé de 8,2 %, après une baisse de 3,5 % en 1992 (en 2009, l'acquis serait de -3,6 % à la fin du deuxième trimestre, après +1,8 % en 2008). De plus, dans un contexte incertain, les ménages avaient alors préféré maintenir leur épargne plutôt que leur consommation : cette dernière avait chuté de 1,2 % au premier trimestre 1993 et avait baissé de 0,3 % sur l'ensemble de l'année. Comme le pouvoir d'achat avait pratiquement stagné, le taux d'épargne était remonté à 15,8 % au début de l'année 1993. Fin 2008 et début 2009, une remontée du taux d'épargne est également attendue.

Cependant, à côté de ces similitudes, des différences importantes existent, notamment dans la chronologie et dans les causes qui ont conduit au durcissement des conditions financières.

Au début des années 90, les pays anglo-saxons étaient déjà sortis de la récession...

Les États-Unis et le Royaume-Uni sont entrés en récession dès la fin de l'année 1990. La forte croissance de la fin des années quatre-vingt s'était accompagnée d'une nette montée de l'endettement des agents privés, qui avait conduit à un recul de la demande intérieure quand les conditions de financement s'étaient dégradées. D'autres facteurs ont pu contribuer au ralentissement des économies anglo-saxonnes : la remontée des taux directeurs aux États-Unis qui menaient alors une politique de lutte contre l'inflation, mais aussi la guerre du Koweït. En re-

2 - Taux d'endettement des ménages et des sociétés non financières (SNF)



* Dette des ménages rapportée au RDB cumulé sur 4 trimestres glissants
 ** Dette des SNF rapportée à la VA cumulée sur 4 trimestres glissants
 Source : Insee, comptes financiers trimestriels et annuels rétropolés avant 1994

vanche, les économies américaines et britanniques étaient déjà sorties de récession en 1992, alors qu'aujourd'hui elles aussi sont en récession.

... et la hausse du prix du pétrole avait été limitée et de courte durée

La guerre du Koweït avait favorisé une forte hausse du prix du pétrole en 1990. Cependant, la hausse n'avait pas été aussi importante que lors de ces dernières années. Par ailleurs, dès le début de l'année 1991, le prix du pétrole était retombé aux niveaux antérieurs, soit bien avant la récession en France. Aujourd'hui, même si le prix du baril de *Brent* est revenu aux niveaux de 2005, après son envolée entre janvier 2007 et juillet 2008, il reste largement supérieur en euros constants aux niveaux du début des années quatre-vingt-dix.

Durcissement de la politique monétaire en 1992-93, assouplissement aujourd'hui

Une des raisons souvent invoquées pour justifier l'ampleur de la crise de 1993 en France reste le durcissement de la politique monétaire française au début des années quatre-vingt-dix. Celle-ci visait à conserver l'ancrage nominal du franc vis-à-vis du mark au sein du Système monétaire européen (SME). Or, au début des années 90, la réunification allemande et la politique budgétaire expansionniste menée par le gouvernement allemand avaient

conduit à une poussée de l'inflation que la *Bundesbank* avait cherché à juguler par une politique monétaire restrictive. Pour conserver la parité nominale du franc par rapport au mark, la France avait alors relevé ses taux directeurs, notamment lors des attaques sur le SME en septembre 1992. La Banque de France n'avait commencé à baisser ses taux qu'à la fin de l'année 1992, le taux directeur sur appels d'offres étant passé de 9,6 % à 9,1 %. En revanche, la politique monétaire de la Banque centrale européenne est actuellement plus accommodante : son principal taux directeur est à 2,5 %. Les charges d'intérêt des entreprises sont ainsi plus faibles que lors de la récession de 1992-1993.

Une aversion pour le risque nettement plus marquée aujourd'hui qu'au début des années 90

Actuellement, les taux sur le marché privé sont orientés à la hausse du fait de l'aversion pour le risque des agents financiers. Ainsi, sur le marché monétaire, les écarts de taux à trois mois entre le marché interbancaire et le secteur public sont supérieurs à 1,5 % depuis la fin septembre 2008 ; ils ont atteint plus de 3 % début octobre. En 1992-1993, ces écarts étaient bien inférieurs à 1 %. Sur le marché obligataire, les écarts entre les taux longs des obligations privés et des obligations d'État ont également fortement augmenté depuis septembre. Cependant, les taux d'intérêt restent bien inférieurs à ceux observés en 1992-1993. ■

Retour sur prévision

La croissance du troisième trimestre s'est révélée supérieure à la prévision du Point de conjoncture (+0,1 % contre -0,1 %), du fait notamment d'une croissance de la consommation un peu meilleure qu'attendu. L'écart avec la prévision demeure toutefois faible et le diagnostic d'une croissance qui cale n'est pas remis en cause.

La prévision pour le quatrième trimestre est nettement revue à la baisse (-0,8 % contre -0,1 % précédemment). Le climat conjoncturel s'est en effet assombri depuis notre dernière prévision, comme l'indique le fort recul de l'indicateur synthétique du climat des affaires depuis septembre. Les tensions sur les marchés financiers se sont accrues et les industriels cherchent à réduire leurs stocks, particulièrement dans l'automobile.

Le troisième trimestre a été légèrement meilleur qu'attendu

Le PIB a légèrement crû au troisième trimestre de 2008 (+0,1 %), une performance un peu meilleure que celle prévue dans le *Point de conjoncture* d'octobre (-0,1 %). Cette erreur de prévision est toutefois de faible ampleur et s'inscrit dans l'intervalle de confiance à 50 % de la prévision⁽¹⁾ (cf. gra-

phique 1) : les chiffres publiés pour le troisième trimestre ne conduisent pas à remettre en cause le diagnostic général d'une croissance qui cale.

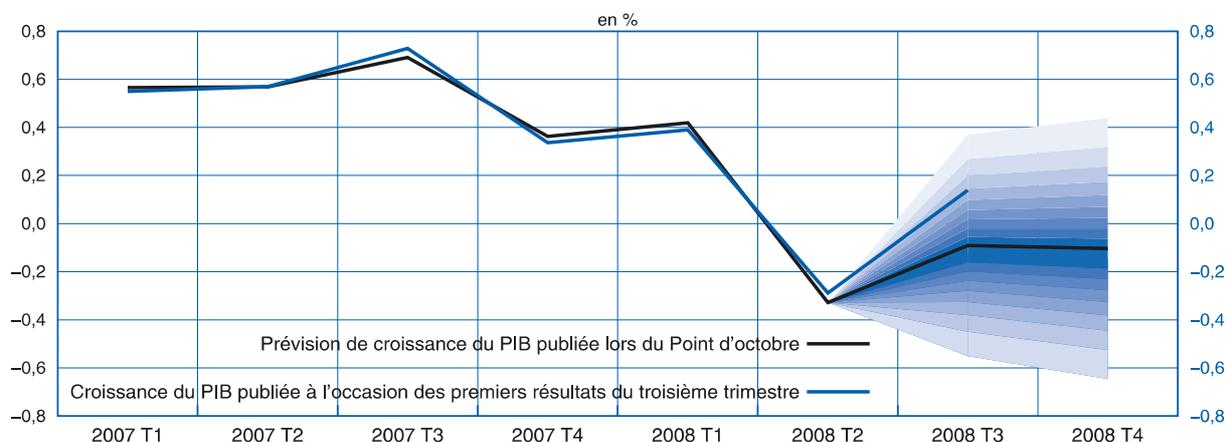
L'erreur de prévision portant sur le PIB provient pour moitié de l'erreur de prévision de la consommation des ménages : celle-ci a légèrement crû (+0,2 %) alors qu'une stagnation était prévue dans le *Point de conjoncture* d'octobre. Les ménages n'auraient donc pas eu un profil de consommation aussi prudent qu'attendu au troisième trimestre.

Plusieurs autres postes, un peu meilleurs que prévus, expliquent également l'erreur de prévision du PIB du troisième trimestre. Notamment, l'investissement des entreprises croît légèrement (+0,3 %) alors qu'il était attendu en repli (-0,2 %). En revanche, les productions énergétiques et agricoles sont un peu en deçà des attentes.

Les écarts à la prévision sont donc dans l'ensemble faibles, et ne traduisent pas une sous-estimation de la croissance sous-jacente de l'économie française.

(1) Cette erreur de prévision est toutefois à relativiser dans la mesure où elle est voisine de la précision avec laquelle est mesuré le taux de croissance du PIB.

1- Graphique des risques* associé au Point de conjoncture et croissance réalisée



Source : Insee

* La construction du graphique des risques est expliquée dans l'encadré de la vue d'ensemble.

La prévision pour le quatrième trimestre est significativement révisée à la baisse

L'information accumulée depuis notre dernière prévision conduit à baisser notre prévision pour le quatrième trimestre : la contraction du PIB est maintenant prévue à 0,8 %, contre une baisse modérée de 0,1 % anticipée précédemment.

Ainsi, l'indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie a baissé de plus de 10 points entre septembre et novembre. Il s'établit désormais à 80, soit nettement en deçà de 100, sa moyenne de long terme. Cette dégradation porte sur la production passée, sur la production prévue ainsi que sur les carnets de commandes. Le climat des affaires s'est également nettement dégradé dans les services (77 en novembre contre 89 fin septembre) et le bâtiment (98 en novembre contre 103 fin septembre). Dans les secteurs des services et de l'industrie, le climat des affaires a ainsi chuté à des niveaux très proches de ceux enregistrés en 1993 (cf. éclairage : éléments de comparaison sur les crises économiques de 1993 et 2008 en France). Cette nette dégradation des enquêtes laisse par conséquent attendre une franche contraction de l'activité au quatrième trimestre.

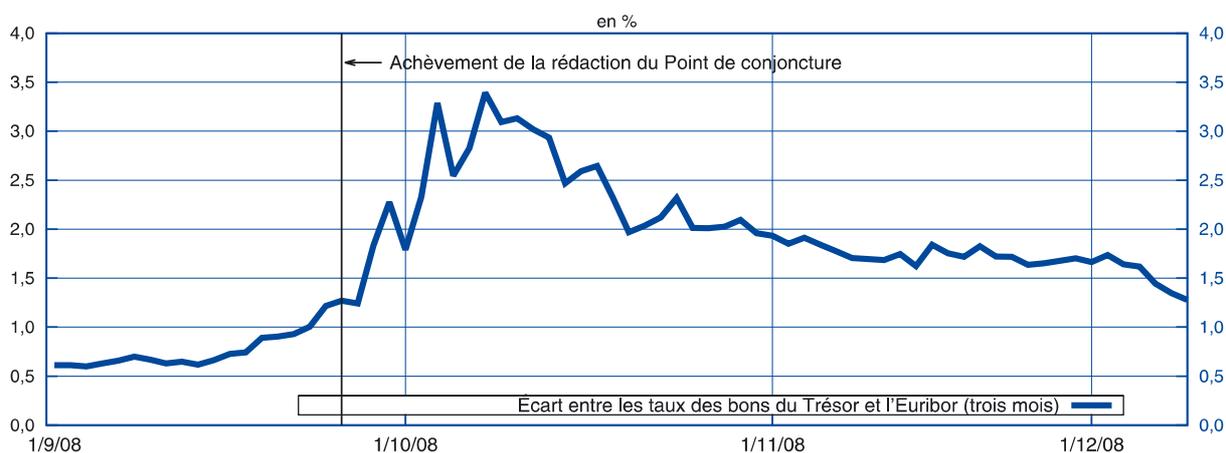
Les industriels confrontés à une demande déprimée, particulièrement dans l'automobile, chercheraient notamment à baisser leurs stocks. Ainsi,

depuis septembre, de plus en plus d'industriels déclarent dans l'enquête mensuelle des stocks supérieurs à la normale. Par conséquent, les stocks auraient une contribution nettement négative à l'activité au quatrième trimestre (-0,4 point attendu contre une prévision antérieure de 0,0).

Cette dégradation est notamment due à l'intensification de la crise financière depuis la rédaction du *Point de conjoncture* d'octobre. Ainsi, les écarts entre les taux des bons du Trésor et les taux des prêts accordés aux agents privés ont flambé (cf. graphique 2), reflétant une aversion élevée pour le risque et un haut niveau d'incertitude. Les ménages et les entreprises font donc face à des conditions de financement difficiles. Cela pèserait sur l'investissement des ménages, dont la prévision a été revue à la baisse (-2,2 % à comparer à la précédente prévision de -1,2 %), de même que sur l'investissement des entreprises (-1,6 % contre -0,1 %).

Les prévisions d'importations ont été revues à la baisse, en lien avec la moindre demande intérieure. De même, la prévision d'exportations a été nettement abaissée, en cohérence avec le ralentissement plus marqué de l'activité mondiale ; la baisse serait d'autant plus forte que le chiffre du troisième trimestre a été plus élevé que ce que les déterminants des exportations (demande mondiale et compétitivité) permettent d'expliquer. ■

2 - Amplification des tensions sur les marchés financiers



Source : Banque de France