

Sur le fil du rasoir

(Achevé de rédiger le 3 novembre 2011)

Au milieu de l'automne 2011, l'économie européenne est sur le fil du rasoir. Alors que des signaux ténus de raffermissement de l'activité se font voir aux Etats-Unis pour le troisième trimestre 2011, l'inverse se produit dans la zone euro, où un recul de l'activité au tournant 2011-2012 est presque acquis, ce qu'entérinent les dernières prévisions de l'OCDE pour la zone euro (+0,3% pour 2012, après +1.6% en 2011).

La mécanique d'amplification du ralentissement engagée avec la crise financière de l'été 2011 semble en effet désormais difficile à enrayer. La crise de défiance envers la capacité de la zone euro à apporter une réponse à la crise des dettes souveraines, au cœur du déclenchement de la crise financière en juillet, a atteint un paroxysme avec l'annonce, le 1^{er} novembre 2011, de la tenue d'un référendum en Grèce sur le plan d'aide adopté aux sommets européens des 23 et 26 septembre. L'accord européen du 26 octobre a adopté un ensemble coordonné de mesures pour restaurer la confiance dans le secteur bancaire¹, mais en imposant une recapitalisation rapide, il accentue les risques d'un rationnement de l'offre de crédit, alors même que les avancées concrètes sur le plan de la gouvernance vont globalement se traduire par un renforcement de la surveillance et de l'austérité budgétaire.

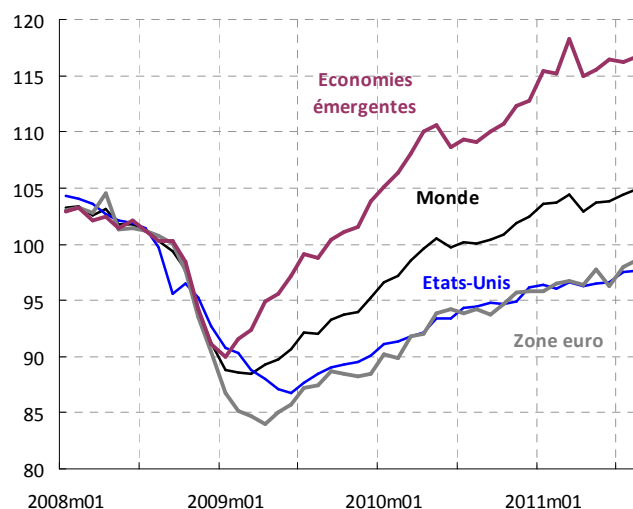
Un ralentissement qui vient de loin²

Les signaux d'un ralentissement de l'activité mondiale ont commencé à se faire jour au début du second trimestre 2011. Comme à la mi-2010, il a touché l'ensemble des zones. Mais à la différence de 2010, il s'est prolongé. Le volume d'activité est resté quasiment plat depuis le printemps dans l'industrie, le commerce mondial stagne depuis le mois de février, la croissance du PIB a fortement ralenti dans la zone euro au second trimestre, elle a été quasiment nulle aux Etats-Unis aux premier et second trimestres 2011.

Ce ralentissement de la croissance était pour une part imputable à des facteurs exceptionnels, au premier rang desquels les effets négatifs sur le pouvoir d'achat des ménages, de la flambée du prix des matières premières et les retards de production consécutifs au tremblement de terre au Japon, qui ont entraîné des perturbations dans l'approvisionnement des équipementiers et joué sur les achats en automobiles des ménages.

Ce risque était perçu dès le printemps, mais l'espoir était le dynamisme persistant des économies émergentes, la restauration de la situation de profit des entreprises, le maintien de conditions de financement encore favorables et le retour à des évolutions plus positives sur le front du marché du travail compenseraient (partiellement) l'effet de ces chocs temporaires et de la généralisation de l'austérité budgétaire dans la zone Euro en 2011. Cet espoir se reflétait dans un niveau encore élevé de la confiance des ménages et entreprises.

Graphique 1 : Indice de production industrielle (2008=100) *



Sources : Sources; Datastream, CPB Trade Monitor, CEP Groupe ALPHA. Dernier point disponible : aout 2011.

* Les lecteurs désirant disposer d'un jeu plus complet de graphiques conjoncturels peuvent se référer au « Cahier des graphiques du CEP ».

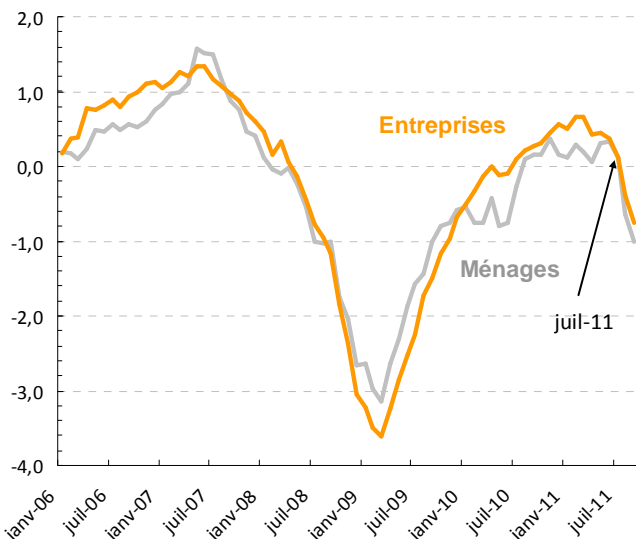
En signalant l'entrée de plusieurs grandes économies dans une phase de l'économie parfois qualifiée de « blocage » par les conjoncturistes, le ralentissement est donc venu alimenter les doutes sur la capacité des économies avancées, en particulier les Etats-Unis, à s'engager dans un sentier de croissance auto entretenu. Or ces incertitudes sur les perspectives de croissance à court et moyen terme ne peuvent que constituer une base objective de fébrilité pour les marchés financiers. Elles ont alimenté la défiance envers la capacité des gouvernements européens à résoudre la crise des dettes souveraines et contribué au déclenchement de la crise financière.

La crise financière a précipité le retournement des anticipations des agents économiques à l'été 2011. Le retournement a touché quasiment toutes les économies européennes. Pour les entreprises, il a accentué de manière brutale la phase de dégradation engagée depuis le début de l'année 2011. Pour les ménages, il a constitué un retournement brutal de leurs anticipations, globalement stabilisées à un niveau médiocre depuis le milieu de l'année 2010. Or de tels retournements des indices de confiance ont été historiquement associés à au moins un trimestre de croissance négative. De fait, la plupart des indicateurs avancés se basant sur l'exploitation des données d'enquêtes le traduisent en une baisse du PIB au quatrième trimestre 2011, et les indicateurs PMI (Indices des directeurs d'achats), en règle générale bien corrélés avec l'activité, incitent à penser que l'activité globale se serait inscrite à la baisse dans la zone euro à la fin du troisième trimestre 2011, autant dans les services que dans l'industrie.

¹ Sur la lecture de l'accord du 27 octobre 2011, voir la note de J. Fayolle « Les sanglots longs de l'Europe en automne » 7 novembre 2011.

² Sur le décryptage de la relance de la crise financière, voir la note de J. Fayolle « Ete Pourri, Ete meurtrier », Billet du CEP, Groupe Alpha, août 2011.

Graphique 2 : Indicateurs de confiance dans la zone euro



Sources: Datastream, Commission Européenne, CEP Groupe Alpha

Cure d'austérité budgétaire dans la zone euro

En ravivant la crainte d'une contagion de la crise des dettes souveraine, et donc d'une hausse du coût du refinancement des dettes, la crise financière de l'été 2011 a eu pour effet immédiat de renforcer l'orientation restrictive des politiques budgétaires, renforçant en cela l'orientation « pro-cyclique » des politiques budgétaires, au risque de précipiter le retournement de l'activité dans la zone euro en 2012.

Le tournant vers une politique de réduction des déficits budgétaires a été pris dès 2010, tout particulièrement dans les pays subissant une crise de leur dette souveraine, mais l'austérité budgétaire s'est nettement amplifiée en 2011 avec la généralisation à l'ensemble des pays de la zone euro de plans de consolidation budgétaires. Sur la base des plans affichés au printemps 2011, les mesures de consolidation représentaient 1,7 point de PIB pour le cumul des deux années 2011 et 2012 pour l'ensemble de la zone euro. Depuis le déclenchement de la crise financière de l'été 2011, les annonces de nouveaux plans d'austérité budgétaire se sont multipliées dans le cadre de la présentation ou de l'amendement des lois de finance pour 2012 (Grèce, Italie, Portugal, Espagne, France, Pays-Bas). A l'exception notable de quelques pays (Allemagne, mais aussi Irlande), il en résultera une nette aggravation de l'austérité budgétaire, de l'ordre de 0,5 point de PIB pour 2012 pour l'ensemble des pays de la zone.

Ces politiques de réduction brutale des déficits accentuent la fragilité des économies européennes. Si personne ne nie la nécessité de maîtriser les dettes publiques, la solution ne peut passer que par une coopération à l'échelle européenne qui seule peut permettre d'échapper à la cupidité et l'irrationalité des « marchés » que les pouvoirs publics n'ont pas su, pas pu ou pas voulu encadrer alors qu'ils sont à l'origine de la crise actuelle.

Au fond, la forme actuelle de la crise qui se porte sur les dettes publiques n'est que le résultat de plusieurs décennies de déséquilibres financiers et sociaux accumulés. Vouloir en assainir le bilan en

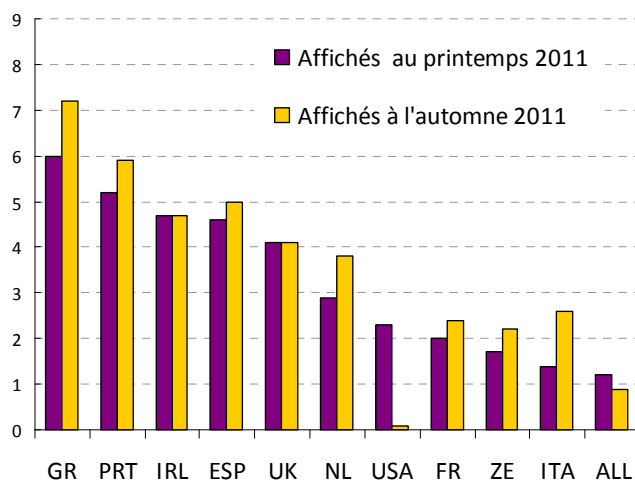
quelques années et de façon principalement financière et comptable relève probablement de la mission impossible.

Une politique budgétaire française sous haute surveillance

En 2011, le déficit public devrait s'élever à 5,7% du PIB selon le PLF³, en réduction de 1,4 point sur 2010. Le PLF prévoit une nouvelle réduction de 1,2 point du déficit public, qui s'établirait ainsi à 4,5% en 2012.

Dans leur contenu, les mesures fiscales du PLF tendent plutôt à faire contribuer les revenus les plus élevés que les plus modestes (prélèvements sur le patrimoine et les plus values immobilières, contribution sur les revenus des ménages les plus riches). On reste cependant loin d'une esquisse de justice fiscale. Par exemple la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus même alourdie par l'Assemblée Nationale (500 millions d'euros) est loin de compenser le cadeau fiscal fait aux plus riches avec la réforme de l'ISF (1,8 milliards d'euros). Et surtout on est loin des montants d'allègements d'impôts et taxes (successions) dont ont bénéficié depuis dix ans les revenus les plus élevés. De plus, les mesures fiscales du PLF ont souvent été commentées comme un « inventaire à la Prévert » bouclé dans la précipitation, que comme l'amorce d'une réforme fiscale cohérente que tous les observateurs, quelles que soient leurs orientations théoriques ou politiques, jugent de plus en plus nécessaire.

Graphique 3 : Plans de restriction budgétaire affichés pour 2011-2012 (cumul sur les deux années, en points de PIB)



Sources: Commission Européenne, INSEE, OFCE, Presse, CEP Groupe Alpha

Les prévisions du PLF (réduction du déficit, croissance économique) sont rapidement apparues comme irréalistes, ne serait ce qu'en raison d'hypothèses de croissance très optimistes (+1,75% en 2011 et 2012), compromettant largement les engagements de réduction du déficit.

Pour respecter ses affichages de déficit le gouvernement devrait trouver entre un et deux milliards en 2011, environ vingt milliards de mesures supplémentaires en 2012, au risque de dégrader d'un nouveau cran l'activité et donc le déficit public et l'emploi : un scénario que la mise sous surveillance par l'agence de notation Moody's de la note française, la révision des perspectives de croissance à +1% pour

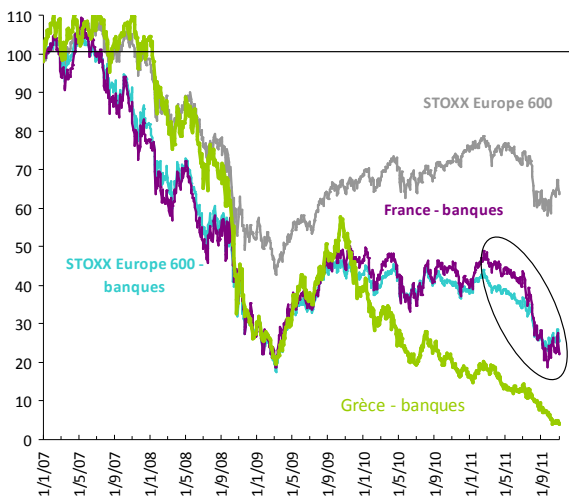
³ PLF : Projet de loi de Finance présenté en septembre 2011.

2012 annoncée fin octobre par le gouvernement et l'adoption d'un plan d'économies supplémentaires de 6 milliards rendent plausible.

Un système bancaire sous tension

La BCE a réagi à la crise de liquidités des banques en réactivant début octobre son programme d'accès à la liquidité pour les banques européennes, et a créé la surprise en abaissant son principal taux directeur de 1,5 à 1.25% le 3 novembre. Mais le catalogue des tensions auxquelles doit faire face le modèle économique des banques, tout spécialement le modèle de banque universelle à la française, sort malgré tout alourdi de la crise de l'été 2011. Aux effets du processus de désendettement des agents privés sur les marges d'intérêt se rajoutent ceux d'une dégradation probablement durable du coût de refinancement des banques, d'une mise à mal des activités de marché et de l'accélération de la pression réglementaire sur la rentabilité.

Graphique 4 : Indices boursiers en Europe (01/01/2007=100)



Sources : Sources: Datastream, CEP Groupe Alpha, données arrêtées au 02/11/2011

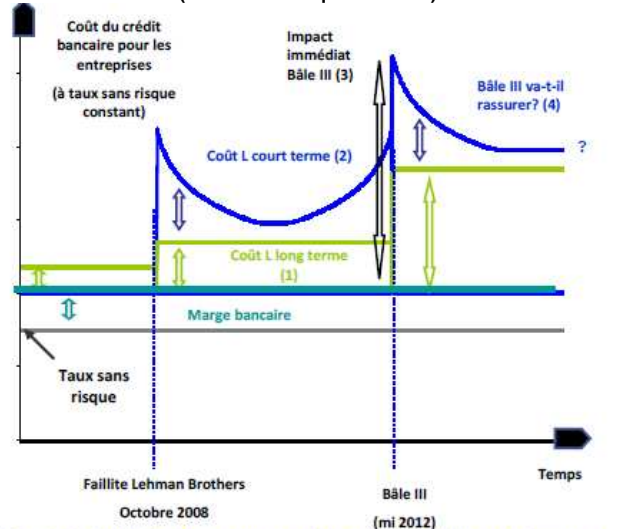
De même que la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008 avait sonné pour les banques le glas de la liquidité gratuite, la crise financière déclenchée à l'été 2011 et l'accord de résolution de la crise grecque conclu fin octobre devraient laisser des traces durables sur le coût des ressources des banques.

La crise financière de l'été 2011 et le processus de résolution adopté fin octobre ont accéléré le processus de mise en conformité des ratios de fonds propres avec les ratios de Bâle III (contre mi-2019 initialement, début 2013 selon les engagements pris par plusieurs banques durant l'été 2011). Ce nouveau relèvement du coût des ressources à long terme des banques vient s'ajouter à des coûts de liquidité à court terme élevés, et dont l'évolution future reste en outre très incertaine. Si l'hypothèse retenue est que le respect des ratios Bâle III conduira (théoriquement) à des banques plus solides et donc à une baisse des coûts de liquidité, l'état de perturbation des marchés depuis trois ans incite en effet à être prudent.

Il en résulte, tout particulièrement à l'horizon de la mi-2012, une forte incitation pour les banques à réduire la taille de leur bilan (couper dans leurs actifs) et à se désengager de certaines activités de crédit de long terme (moins transformation). Si l'on tient également compte du fait que l'augmentation des besoins de financement à court terme des banques et des Etats intervient dans un contexte de désaffection des investisseurs institutionnels pour les placements monétaires, les

risques de voir l'accès au crédit se restreindre pour les entreprises et les ménages (risques d'éviction) sont réels, en particulier pour les PME.

Graphique 5 : Coût du crédit bancaire pour les entreprises (à taux sans risque constant)



- (1) Le coût de liquidité long terme correspond au spread de crédit que les banques doivent payer sur leurs émissions à moyen et long terme.
- (2) Le coût de liquidité court terme matérialise le coût de la réserve de liquidité que les banques doivent entretenir en permanence pour leur sécurité financière. Il correspond à l'écart entre le coût de financement (par exemple à trois mois) et le rendement du coussin de liquidité (jour le jour).
- (3) Coût des fonds propres et des contraintes de liquidité Bâle III toutes choses égales par ailleurs.
- (4) Espérance d'une détente du côté du coût des fonds propres et des primes de liquidité.

Sources : Sources;SECAFI, CEP Groupe ALPHA

Risques de comportements prudents du côté des ménages et des entreprises

Si à l'automne 2011 les risques de comportement franchement restrictifs du côté des entreprises semblent encore limités (faible niveau des stocks, besoins de renouvellement de certains équipements), les évolutions du côté des ménages sont plus préoccupantes. Les inquiétudes sur la crise et le contexte de ralentissement des créations nettes d'emploi peuvent inciter les ménages à maintenir à un niveau élevé leur épargne, au détriment de leurs dépenses de consommation, comme cela a déjà été le cas au second trimestre 2011 dans plusieurs grands pays de la zone euro, en France et en Allemagne notamment. Dès le printemps 2011, il était à peu près acquis que, pour contrer les effets de l'accélération de l'inflation et des politiques d'austérité sur la consommation des ménages, il était nécessaire que les ménages, plus ou moins rassurés sur leur avenir, piochent dans leur épargne. Cette baisse du taux d'épargne n'est clairement plus assurée.

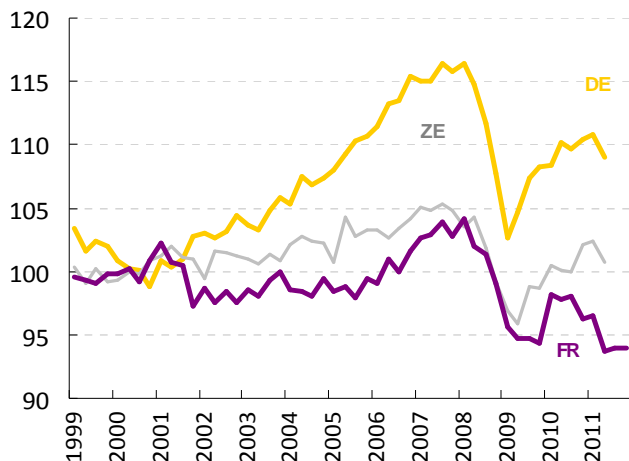
Le marché du travail résistera-t-il ?

Le taux de marge ne s'est toujours pas redressé

Au premier semestre 2011, le taux de marge des sociétés non financières en France ne s'est pas redressé. Il stagne à son niveau le plus bas depuis 30 ans, en retrait de 5% par rapport à son niveau d'avant crise. Depuis la fin de la récession, l'écart s'est creusé avec le taux de marge moyen de la zone euro. La faiblesse du taux de marge s'explique par celle de la productivité. Depuis début 2010, celle-ci est moins dynamique que prévu compte tenu de la croissance : elle a moins augmenté qu'attendu au premier trimestre 2011 et, contre toute

attente, reculé au second trimestre. Les entreprises françaises sont donc dans une situation moins favorable qu'en Allemagne par exemple pour faire face au retournement actuel de l'activité, ce qui devrait peser sur les ajustements de l'emploi et des salaires.

Graphique 6 : Taux de marge des sociétés non financières (2000=100)



Sources : Sources : Offices statistiques nationaux, Eurostat, CEP Groupe Alpha

Premier semestre 2011 : retour des créations d'emplois dans tous les secteurs

La reprise de l'emploi amorcée début 2010 s'est poursuivie au premier semestre 2011. Pour la première fois, tous les secteurs sont redevenus créateurs nets d'emplois : les créations d'emplois ont accéléré dans le secteur tertiaire hors intérim (+97 700), elles sont redevenues positives dans la construction (+7 500), pour la première fois depuis fin 2008, et dans l'industrie (+7 900), pour la première fois depuis dix ans.

Contrairement à 2010, ces créations d'emplois n'ont pas été tirées par l'intérim. Après un phénomène de rattrapage en 2010 suite à la chute drastique en 2009, les créations d'emplois dans l'intérim ont ralenti. La part des embauches en CDD reste très supérieure aux niveaux d'avant crise (près de 78 % contre moins de 73 % avant 2009), bien qu'elle se soit légèrement contractée au second trimestre 2011. Les taux d'entrée en CDD et de sortie pour fin de CDD ont atteint un sommet, ce qui a poussé le taux de rotation de la main d'œuvre à un niveau inédit (12,1 % au second trimestre 2011, soit un point que son plus haut d'avant crise).

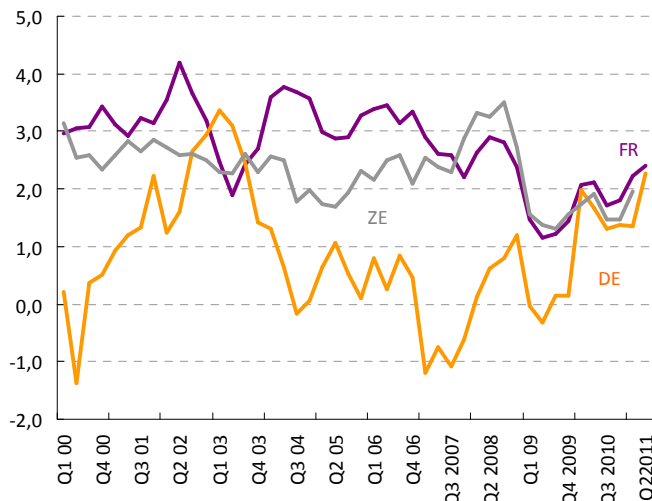
Le retournement de l'activité qui s'est amorcé au second trimestre devrait entraîner une forte réduction des créations d'emplois. Le maintien du dynamisme de la population active observé au premier semestre 2011 devrait se poursuivre en raison de la réforme des retraites et de la suppression progressive des DRE qui augmentent l'activité des seniors. Il en résulterait une hausse du chômage au cours des prochains mois.

Des hausses de salaires en France plus élevées mais qui devraient ralentir

Malgré son ralentissement, le salaire moyen par tête en France continue à progresser plus vite que chez les principaux partenaires

européens mais des signes d'atonie apparaissent si bien que la situation vis-à-vis de l'Allemagne pourrait s'inverser au cours des prochains mois.

Graphique 7 : Evolution du salaire nominal moyen par tête (en glissement annuel en %)



Sources : Offices statistiques nationaux, Eurostat, CEP Groupe Alpha

La reprise de l'inflation depuis 2010 a rendu les salaires légèrement plus dynamiques début 2011 en raison d'une relative indexation. Au cours des prochains mois, le ralentissement de l'inflation soutiendrait les salaires réels.

Néanmoins, la persistance du chômage à un niveau élevé et sa hausse attendue au cours des prochains mois pèsera sur les salaires. La revalorisation du Smic attendue depuis juin 2011 en raison de l'accélération de l'inflation n'a finalement pas eu lieu : l'IPC des ménages urbains dont le chef est ouvrier ou employé (hors tabac) n'a pas franchi le seuil de 2%. Compte tenu du recul des prix à la consommation en septembre 2011, il ne sera pas revalorisé au 1er novembre 2011, ce qui reporte sa hausse au plus tôt au 1er décembre. Mais celle-ci ne semble plus à l'ordre du jour en raison du ralentissement de l'inflation. Quoiqu'il en soit, des effets de diffusion de plus en plus restreints auraient limité son soutien aux salaires. La prime pour dividendes aura des effets négligeables sur les rémunérations. L'Insee ne prévoit plus que 600 millions d'euros, contre 1 milliard en juin. Le gouvernement prévoyait pour sa part un total de 2,7 milliards d'euros correspondant à une prime moyenne d'un peu moins d'environ 700 euros pour 4 millions de salariés. Au final, d'après des évaluations faites par différents cabinets (Secafi, Deloitte), la prime moyenne devrait tourner autour de 300 euros. La hausse de 12,8% des montants versés au titre de l'épargne salariale au premier semestre 2011 par rapport au premier semestre 2010 (+1,1 milliard) pourrait cependant renforcer l'effet de la prime pour dividendes. Le contexte de réduction des avantages fiscaux et sociaux (hausse du forfait social de 6 à 8%, élargissement de l'assiette de la CSG), bien qu'il n'ait pas encore touché ceux spécifiques à la fin de la période de blocage, pourrait inciter les salariés à percevoir immédiatement leur intéressement et leur participation. Si la moitié de ces sommes étaient débloquées, cela représenterait 600 millions d'euros.

A voir aussi

« L'évaluation des politiques publiques .Retour sur l'expérience française et les conceptions syndicales. »
Note de N.Fleury (octobre 2011)