

FRANCE : RELANCE ISOLÉE

Perspectives 2007-2008 pour l'économie française

Au cours de l'été, les mauvaises nouvelles sur le front économique se sont succédées : crise financière initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, chiffres de croissance du deuxième trimestre décevants pour les grands pays de la zone euro, hausse du prix du brut avoisinant 80 dollars le baril, nouveau recul du dollar par rapport à l'euro. Nous pensons, cependant, que ces événements ne sont pas suffisants pour casser l'élan de croissance amorcé en 2006 en zone euro et par conséquent hypothéquer les perspectives de reprise en France à l'horizon 2008.

Cette phase est, semble-t-il, derrière nous. En 2006, quelques économies de la zone euro ont joué le rôle d'avant-garde (Allemagne, Espagne, Pays-Bas notamment). Le renforcement de l'investissement a constitué la rampe de lancement de la croissance européenne, renforcée par une consommation et des marchés immobiliers soutenus par des taux d'intérêt à long terme qui sont restés bas. Les autres économies de la zone euro, et en particulier la France, vont maintenant prendre la relève, tant l'Europe est aujourd'hui intégrée. Et c'est avec un décalage de quelques trimestres, largement expliqué par un ajustement budgétaire réalisé davantage en 2005 et en 2006 qu'en 2004, que la France suivra le mouvement.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2005	2006	2007	2008
Taux de croissance du PIB	1,7	2,2	1,9	2,6
Dépenses des ménages	1,6	1,6	1,3	2,0
Investissements et stocks des entreprises	0,3	0,5	0,4	0,5
Dépenses des administrations	0,5	0,4	0,5	0,4
Total de la demande intérieure	2,3	2,5	2,2	2,9
Solde extérieur	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4
Taux de croissance du PIB (zone euro)	1,6	2,9	2,6	2,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision e-mod.fr 2007 et 2008.

Tout d'abord, l'onde de choc de la crise financière ne semble pas en mesure de menacer la prospérité mondiale et restera principalement cantonnée à son point de départ, l'économie américaine : le ralentissement économique outre-Atlantique, consécutif à la crise du secteur des prêts immobiliers à risques (subprimes), devrait être plus brutal qu'escompté au printemps dernier, mais ne devrait pas être de même ampleur que celui observé en 2001 après l'éclatement de la bulle internet. Cette moindre performance de l'économie américaine rognera la croissance mondiale mais n'interrompra pas son dynamisme. Mieux, s'il l'on prévoit que la croissance mondiale sera moins forte qu'au cours des deux dernières années, elle restera dynamique dans les zones où les pays de la zone euro sont plus impliqués. La demande adressée aux économies de la zone euro s'accroîtra alors, leur permettant de s'engager, enfin, dans une période de croissance plus durable.

Car depuis le ralentissement majeur de l'économie mondiale en 2001, et alors que celle-ci affichait une santé exceptionnelle ces cinq dernières années, la zone euro, et plus particulièrement ses grands pays, sont restés englués dans une phase de croissance médiocre. L'ajustement nécessaire des bilans et des appareils de production après l'euphorie de la fin des années 1990 a été d'autant plus laborieux qu'aucun instrument de politique économique n'a été mobilisé pour maintenir la croissance à flot. L'appréciation de l'euro, inévitable sans politique de change, des politiques non coordonnées voire non coopératives et une politique budgétaire corsetée n'ont évidemment rien arrangé au marasme de l'après bulle internet.

2007 en demi-teinte

L'activité économique décrite par les comptes trimestriels de l'INSEE pour le premier semestre 2007 — particulièrement le deuxième trimestre 2007 (0,3 %) — est décevante et loin des attentes nourries par les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages. Pour autant, cette médiocre performance n'est, ni si étonnante, ni très inquiétante. On s'attendait en effet à ce que l'activité au cours du premier semestre soit bridée par deux événements ponctuels. D'une part, par les effets restrictifs des cinq hausses successives du taux directeur de la Banque centrale européenne au cours de l'année 2006, qui, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire à l'activité, se sont fait sentir en ce début d'année ; d'autre part, par la mise en place depuis le 1^{er} janvier de la TVA sociale en Allemagne qui renforce la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000. Si le ralentissement est apparemment plus fort que prévu, il ne nous apparaît toutefois pas si inquiétant : rappelons d'abord que celui-ci se base sur une estimation provisoire de l'activité qui peut être significativement révisée dans les versions ultérieures des comptes trimestriels. L'analyse des révisions passées nous indique qu'en période de reprise, les comptes préliminaires ont tendance à sous-estimer l'activité. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance de l'investissement productif observé au cours du deuxième trimestre résulte essentiellement d'une dégradation temporaire de la rentabilité des entreprises au cours du second semestre 2006. Ces dernières ont dû effectuer des versements importants d'acompte au titre de l'Impôt sur les Sociétés après les bénéfices records enregistrés l'an dernier. Mais ce phénomène n'est que transitoire. La situation financière des entreprises est en réalité en nette amélioration, avec une profitabilité du capital très élevée, et de bonnes conditions de financement. Dans ces conditions, le cycle d'investissement nécessaire à une reprise durable n'est pas remis en cause : l'investissement productif des sociétés non financières devrait croître à un rythme de 4,7 % en 2007, rythme toutefois largement inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (8,6 % en moyenne au cours de la période 1998-2000). Enfin, l'emploi au cours du premier semestre a été très dynamique et le redressement des enquêtes de conjoncture initié en 2006 s'est confirmé au cours du premier semestre 2007, laissant envisager un rebond prochain de l'activité.

TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX CHAÎNÉS)

	Niveau (Prix chaînés) 2006	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2007				2008				2006	2007	2008
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 595	0,6	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	2,2	1,9	2,6
Importations	504	0,6	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	7,1	4,3	5,8
Consommation des ménages	900	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,3	2,1	3,6
Consommation des administrations	364	0,3	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	1,5	1,1
FBCF totale, dont :	323	1,2	0,4	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	4,1	3,7	2,8
- Entreprises	175	1,4	0,4	0,5	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	4,6	4,7	3,5
- Ménages	82	0,3	0,3	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,6	4,5	1,3	1,6
- Administrations	52	2,4	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,3	4,6	2,7
Exportations	480	1,4	0,9	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	6,3	3,5	4,8
Variations de stocks (contribution)		-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	1 604	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,4	2,2	2,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2007.

TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS

	Évolutions trimestrielles								2006	2007	2008
	2007				2008						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	82	81	59	62	43	48	15	3	190	265	183
Nombre de chômeurs ¹ (en milliers)	-61	-93	-17	-17	-20	-23	-5	-2	-236	-246	-85
Taux de chômage ¹ (en %)	8,4	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,8	9,0	8,1	7,8
Déflateur de la consommation (en %)	0,4	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,4	1,5
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,6	0,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4	3,4	3,5
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,6	0,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4	3,4	3,5
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	1,8	0,4	0,3	0,6	1,0	0,8	0,7	0,7	2,4	3,1	2,8
Taux d'épargne (en %)	16,6	16,4	15,9	15,7	15,8	15,6	15,5	15,3	15,4	16,2	15,5
Taux d'épargne financière (en %)	6,5	6,2	5,7	5,5	5,6	5,6	5,6	5,5	5,3	6,0	5,6
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,4	30,8	30,9	31,2	31,4	31,4	31,2	31,3	30,8	30,8	31,3
Taux d'investissement (en %)	18,8	18,8	18,7	18,8	18,8	18,8	18,9	18,9	18,3	18,8	18,9
Taux d'autofinancement ² (en %)	50,3	54,8	60,6	67,3	68,3	67,4	64,6	65,3	60,9	58,3	66,4
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-2,5	-2,7	-3,1
Taux de prélèvements obligatoires (en %)									44,4	44,2	43,6
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	3,8	4,3	4,3
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	3,8	4,1	4,5	4,5	4,3	4,2	4,0	3,8	3,1	4,2	4,0

1. Au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,1	0,9	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	9,1	5,3	6,2
Prix des concurrents en devises (en %)	1,5	1,5	1,1	1,5	2,1	2,0	-2,6	0,8	5,1	6,6	4,6
Prix du pétrole en dollars	57,8	68,7	74,9	68,0	64,0	67,0	70,0	67,0	65,2	67,4	67,0
Prix des importations en euros (en %)	-0,3	1,0	1,0	-0,5	-0,4	0,5	1,4	0,0	2,6	0,5	1,1
Prix des exportations en euros (en %)	-0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	0,4	1,2
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-5,9	-8,0	-9,0	-8,2	-7,7	-8,5	-10,6	-11,1	-25,2	-31,0	-37,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2007.

L'indicateur avancé de l'OFCE confirme ce schéma : l'économie française devrait connaître un rebond au cours du second semestre, avec des hausses du PIB de 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres, assurant une croissance de 1,9 % en moyenne en 2007.

En 2008, changement de cap budgétaire...

En mettant en œuvre le « paquet fiscal », le gouvernement actuel change le cap de la politique budgétaire et l'oriente vers la croissance et non vers la réduction drastique du déficit et de la dette. Le programme pluriannuel des finances publiques présenté à Bruxelles par le gouvernement Villepin, et qui prévoyait un retour à l'équilibre des comptes publics et une baisse de la dette publique en dessous des 60 % du PIB en 2010, ne sera pas respecté. Nous supposons par ailleurs que le gouvernement n'arrivera pas non plus à atteindre l'objectif affiché dans le projet de loi de finance 2008 d'une réduction de 0,1 point de PIB du déficit public. Pour arriver à cet objectif, le gouvernement prévoit un très fort ralentissement de la croissance des dépenses publiques en 2008 qui serait de 1,4 % en volume, ralentissement jamais atteint depuis 1978 et correspondant à une impulsion budgétaire légèrement négative. Compte tenu de l'impact du vieillissement sur les dépenses de protection sociale et du dépassement systématique des objectifs affichés en matière de dépenses publiques, nous avons retenu une hypothèse moins restrictive de progression de la dépense publique (1,8 %). En allant à contre courant des politiques menées ailleurs en zone euro, qui seront neutres ou restrictives dans les pays ayant des déficits, la France s'isole. Cette « relance isolée » soutiendra sans aucun doute l'activité dans l'Hexagone mais sans permettre une amélioration des finances publiques. Le déficit public devrait se creuser et dépasser pour la première fois depuis 2004 la barre des 3 % du PIB alors que la dette publique s'établirait à 65,2 % du PIB.

... et relâchement des contraintes extérieures

Outre ce changement de cap de la politique budgétaire, l'année 2008 s'annonce plutôt bien : les contraintes qui bridaient la croissance ces dernières années se desserrent, notamment celles liées aux effets de la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne et à la forte augmentation du prix du pétrole. L'inflation est maîtrisée, les grandes économies de la zone euro se portent bien, le taux d'épargne des ménages, élevé, laisse des marges de progression pour la consommation, d'autant que le pouvoir d'achat des ménages devrait être soutenu par la baisse du chômage et l'entrée en vigueur du « paquet fiscal ».

Ainsi, après une hausse de 0,7 point en 2007, le taux d'épargne devrait baisser de 0,6 point en 2008 et s'établir à 15,5 %, niveau toujours supérieur à celui observé au cours des 15 dernières années (14,9 %). Sous nos hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 3,6 % en 2008, rythme soutenu mais qui reste toutefois inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,8 %). Par ailleurs, non contraint par une situation financière des entreprises en nette amélioration, illustrée par les bénéfiques records des sociétés du CAC 40, et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des

sociétés non financières devrait suivre la demande et croître à un rythme de 3,5 % en 2008.

Ce dynamisme de la demande intérieure est facilité par l'atténuation des contraintes qui avaient pesé fortement sur l'économie française depuis 2004. Certes, l'euro devrait continuer de s'apprécier et s'établir à 1,44 dollar en moyenne sur l'ensemble de l'année 2008, soit une augmentation de 6 % par rapport à 2007. Compte tenu des délais de transmission d'une appréciation de la monnaie sur l'activité, l'impact de cette nouvelle forte hausse en 2008 se fera sentir essentiellement en 2009 mais rognera tout de même la croissance française de près d'un demi-point l'année prochaine. Mais, dans le même temps, cette appréciation de l'euro permettra de limiter l'impact négatif sur l'activité de la hausse du prix du brut. Par ailleurs, la fin de la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin se traduira par une hausse des salaires réels en Allemagne de 1,5 % en 2008 (contre -0,5 % en moyenne entre 2002 et 2006). Cela soutiendra nos exportations et limitera nos pertes de parts de marché.

En moyenne annuelle, l'économie française croîtrait de 2,6 % en 2008, performances proches de celles de ses principaux partenaires (tableau 1).

Cette performance resterait somme toute modeste. Une croissance de 2,6 % en 2008 alors que l'activité au cours des six dernières années (1,7 % en moyenne annuelle) a été très inférieure à son potentiel (2,2 %), ne permettrait pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2001.

En s'installant au-dessus de 2 %, la croissance devrait permettre à elle seule la poursuite de la décreue du chômage engagée mi-2005. Compte tenu d'un rattrapage de la productivité du travail mis à mal au premier semestre 2007, le taux de chômage connaîtrait une baisse limitée en 2008. Le taux de chômage s'établirait à 7,8 % de la population active fin 2008, contre 8,0 % fin 2007 et 8,6 % fin 2006. Le recalage du taux de chômage, reporté à l'automne par l'INSEE, pourrait conduire à une révision à la hausse de 0,4 point.

Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2008. Le premier serait initié par un impact direct de la crise financière sur le secteur bancaire : les banques reporteraient leurs mauvaises situations sur la distribution de crédit, ce qui fragiliserait la demande intérieure. Les réactions positives des banques centrales et la déconnexion entre la distribution du crédit et le profit des banques éloignent la possibilité de réalisation d'un tel scénario. Le second risque est lié à la politique budgétaire. Si nous prenons les hypothèses du gouvernement sur les finances publiques, à savoir un contrôle strict des dépenses publiques qui progresseraient de 1,4 % en 2008 contre plus de 2,5 % au cours des cinq dernières années, cela amputerait la croissance de près de 0,5 point par rapport à notre scénario central. Sous cette hypothèse la croissance de l'économie française se maintiendrait à un rythme inférieur à son potentiel de croissance, l'empêchant de réduire son retard de production accumulé depuis 2001 et stopperait la baisse du chômage ■