



ALPHA
ETUDES

CONJONCTURE SOCIALE ET ECONOMIQUE

2007/2008

(Mars 2008)

DEPARTEMENT ETUDES DU GROUPE ALPHA

La conjoncture en 2007 et 2008 : ralentissement ou récession ?

Introduction

Net ralentissement de la croissance mondiale fin 2007

Un double choc sur l'économie mondiale

Ralentissement aux Etats-Unis, fragilité persistante au Japon

Pas ou peu de tassement en 2007 dans les pays émergents

Essoufflement en fin d'année en Europe

La croissance française en 2007

La consommation : un soutien toujours solide, mais modéré

Une légère accélération de l'investissement des entreprises

Un commerce extérieur qui continue à se dégrader

Un déficit public qui se creuse légèrement

Fortes créations d'emploi et baisse du chômage

Le pouvoir d'achat en question

Quelle ampleur du ralentissement de l'économie mondiale en 2008 ?

Scénario d'impact amorti du retournement américain

Scénario de retournement plus structurel de l'économie internationale

Et quelles conséquences pour la France en 2008 ?

L'état des prévisions

L'enjeu des entreprises, en France

L'enjeu d'une nouvelle sécurisation de la condition salariale

Introduction

Les acteurs de l'économie mondiale restent suspendus aux nouvelles en provenance des Etats-Unis. Ceux-ci n'ont jamais cessé d'être une économie aux cycles prononcés (d'où l'utilité de clarifier la notion de retournement conjoncturel, voir l'encadré 1), quand bien même les phases d'expansion se sont allongées au cours des décennies 1980 et 1990, en liaison avec des comportements de dépense au dynamisme entretenu par la libéralisation financière, le recours à l'endettement et les effets de richesse¹. La contrepartie est la possibilité de retournements prononcés lorsque le jeu cumulatif de l'endettement et des effets de richesse s'inverse négativement. C'est ce qui s'est passé au début des années 2000 avec la fin du boom Internet et de la vague associée de surinvestissement des entreprises, c'est ce qui se passe de nouveau aujourd'hui, mais du côté des ménages cette fois : au début des années 2000, la résistance de la consommation avait été à l'époque un facteur de modération du ralentissement américain. On retrouve une combinaison de facteurs classique dans le retournement américain : la conjonction d'un ralentissement de la productivité (qui suscite force controverses aux Etats-Unis pour savoir s'il n'est pas seulement cyclique), du retournement de la construction et du marché immobilier, des hausses de prix attisées par le renchérissement des matières premières est une scène déjà jouée. Mais, l'histoire ne se répétant jamais à l'identique, le mouvement récessif en cours obéit à des caractéristiques originales, qui en font tout le danger et qu'il convient d'apprécier car elles conditionnent son impact international.

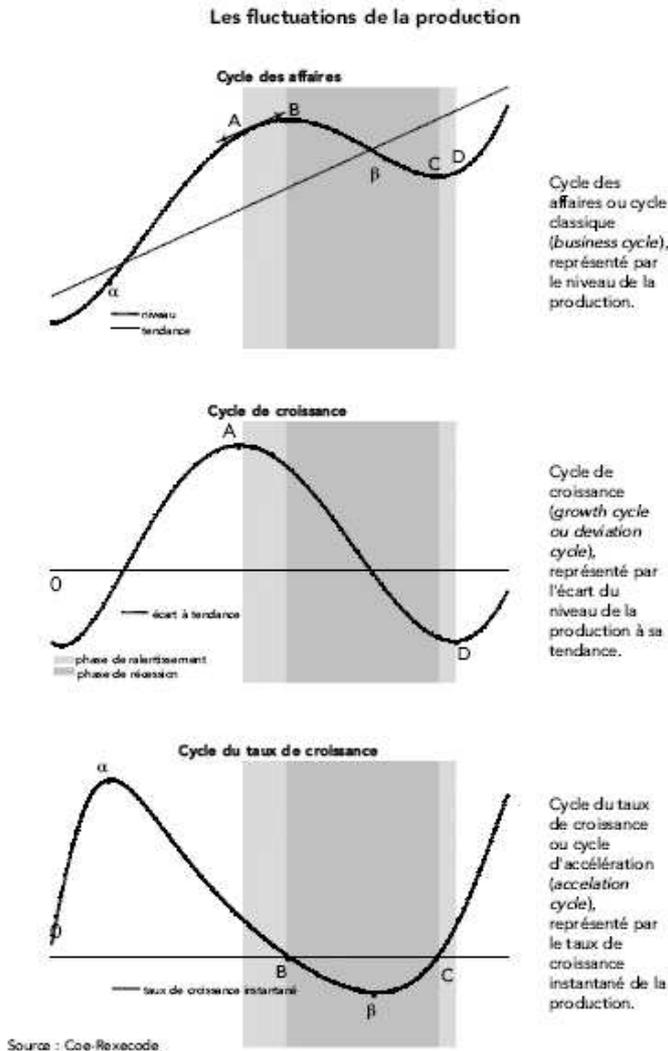
Les Etats-Unis sont entrés en ralentissement dès le début 2006 (franchissement du point A, voir encadré 1) avant même l'éclatement de la crise des *subprimes*. Ils sont sans doute entrés en récession depuis le début 2008 (franchissement du point B). Le repli, engagé dans la construction, se diffuse à l'industrie et l'emploi est touché : 85 000 emplois ont été supprimés en janvier et février 2008. Une série d'indicateurs avancés fiables conforte ce point de vue. Si c'est le cas, la question principale pour 2008 n'est plus de savoir si l'économie américaine va entrer en récession, mais combien de temps elle va y rester : sera-ce une récession courte, quoique franche, dont les Etats-Unis peuvent escompter sortir dès le second semestre 2008 ? ou un ajustement plus profond, déprimant durablement la croissance et lourd de conséquences externes à évaluer ?

L'Union européenne, et spécialement la zone euro, peut être considérée comme étant entrée en ralentissement à l'automne 2007 (elle a franchi à son tour le point A). Pour autant, une entrée en récession n'est pas envisagée aujourd'hui au vu des indicateurs disponibles : le risque immédiat en paraît exclu. De fait, hors les indicateurs de confiance des ménages, qui sont très dégradés mais dont il est toujours difficile de tirer des implications prévisionnelles directes, les indicateurs d'opinion en provenance des entreprises européennes montrent certes leur sensibilité au ralentissement mais aussi leur résistance : leur dernier point connu n'annonce pas une telle récession (cf. encadré 2). Si les Etats-Unis entraînent dans une phase durablement dépressive, le paysage pourrait bien sûr se modifier.

¹ L'effet de richesse désigne l'enrichissement dont bénéficie un agent économique grâce à la revalorisation de son patrimoine (immobilier et financier) en fonction des prix du marché et la propension à convertir pour partie cet enrichissement (même latent) en dépense supplémentaire. On estime ainsi qu'aux Etats-Unis une revalorisation du patrimoine de 1 dollar se traduit par une augmentation de la consommation de 5 cents. A titre d'exemple, le rapport correspondant est en moyenne en Europe (hors Royaume Uni) de 0,5 centimes pour 1 euro.

Encadré 1

Ralentissement, récession :
quelques précisions



Cycle des affaires ou cycle classique (*business cycle*), représenté par le niveau de la production.

Cycle de croissance (*growth cycle* ou *deviation cycle*), représenté par l'écart du niveau de la production à sa tendance.

Cycle du taux de croissance ou cycle d'accélération (*acceleration cycle*), représenté par le taux de croissance instantané de la production.

Dans un moment de retournement conjoncturel, il peut être utile de préciser ce qu'on entend par retournement et la manière dont les différents pays se positionnent à cet égard.

La figure ci-contre est empruntée à COE-REXECODE et présente trois points de vue compatibles et complémentaires sur la manière d'envisager le mouvement cyclique de l'économie : en niveau absolu de la production (*business cycle*) ; en écart à la tendance de long terme (cycle de croissance) ; en taux de croissance. Il y a souvent beaucoup de confusion, notamment de la part des médias, dans le commentaire des cycles conjoncturels, parce que les termes sont employés sans relation rigoureuse aux notions qu'ils sont censés recouvrir.

L'économie entre en *ralentissement* (le passage à un taux de croissance inférieur au taux tendanciel de long terme et le repli de l'écart à la tendance de long terme, appelé aussi *output gap*) lorsqu'elle franchit le point A et entre dans la zone gris clair. Elle entre en *récession* (une baisse du niveau absolu de l'activité, considérée habituellement comme significative lorsqu'elle porte au moins sur deux trimestres) lorsqu'elle franchit le point B et entre dans la zone gris foncé. Evidemment, une récession ne succède pas obligatoirement à un ralentissement.

Il n'est pas facile d'avoir un langage exact : si on s'intéresse au taux de croissance (troisième graphique), le ralentissement intervient plus tôt (au point α). Et une récession grave et durable est souvent dénommée *dépression* : “ *But when does a recession become a depression ? A cynical answer is : when your neighbour loses his job it's a slowdown (or, if you dislike him, a correction); when you lose yours, it's a recession; when an economic journalist loses his, that's a depression* ” (The Economist, “*Depressing jargon*”, 23-29 January of 1999).

Au sein de la zone euro, **la France** occupe une position spécifique : elle a moins participé que d'autres pays (l'Allemagne notamment) à l'accélération de la croissance européenne en 2006-2007, si bien qu'en moyenne annuelle ses performances de croissance sont spécialement médiocres pour ces deux années (en 2007, 1,9 % pour la croissance française contre 2,8 % pour celle de la zone euro). Mais elle paraît moins subir, en contrepartie, le ralentissement de la fin 2007 : en glissement, la croissance française se réaligne sur celle de la zone euro (du 4^e trimestre 2006 au 4^e trimestre 2007 : 2,1 % pour la France contre 2,2 % pour la zone euro). Moins extravertie que celle de l'Allemagne, la croissance française a moins bénéficié des effets d'entraînement mondiaux en 2006-07 mais subit moins le contrecoup de leur ralentissement en cours. Enfin, il existe des présomptions pour penser que la croissance du PIB français en 2007 a pu être significativement sous-estimée par les comptes provisoires de l'INSEE (qui l'estiment aujourd'hui à 1,9 %) : une telle sous-estimation est déjà intervenue dans le passé (notamment en 2003), avant d'être corrigée – tardivement – par les comptes définitifs et elle permettrait au demeurant de mieux comprendre l'ampleur des créations nettes d'emploi enregistrées en 2007. En 2008 le devenir de la croissance française dépendra de la manière dont les entreprises adaptent leurs comportements d'emploi et d'investissement, jusqu'à présent positivement orientés, au ralentissement international et aux contraintes concurrentielles associées à la montée de l'euro.

Les pays émergents, notamment asiatiques, restent sur une pente de croissance forte, qui paraît globalement être à même de résister, sans pour autant y échapper, à l'impact de l'épisode récessif aux Etats-Unis : ils n'ont pas franchi le point A, même si une certaine décélération de leur taux de croissance paraît probable en 2008 (ils sont donc entre les points α et A – voir encadré 1). Les excédents courants de ces pays, l'amélioration de leur infrastructure financière et la réorientation en cours vers une demande intérieure plus dynamique (en Chine particulièrement) contribuent à cette résistance. Cette appréciation globale ne devrait pas conduire à négliger l'existence de régions vulnérables : ce n'est pas indifférent pour l'Europe, puisqu'il s'agit notamment de certains pays est-européens, dont les comptes courants très dégradés pourraient menacer l'arrimage de leurs monnaies à l'euro dans un contexte monétaire international qui pousse ce dernier à la hausse. Le déficit de la balance courante atteint en 2007, en proportion du PIB, 25 % en Lettonie, 20 % en Bulgarie, est aux environs de 15 % en Estonie, en Lituanie, en Roumanie, dépasse 5 % en Hongrie et en Slovaquie. Certes, l'économie de chacun de ces pays ne pèse pas encore lourd. Mais pris ensemble, leur rattrapage, qui s'illustre par des taux de croissance impressionnants (de l'ordre de 10 % par an depuis 2000 pour les pays baltes), a cependant constitué un levier de la croissance européenne au cours de ces dernières années. Ces pays ont misé sur un accès aisé et bon marché au crédit en provenance des banques étrangères, dont la continuité pourrait être menacée par des tensions monétaires et financières. Ils ne sont pas à l'abri du syndrome de la crise asiatique de 1997.

Encadré 2

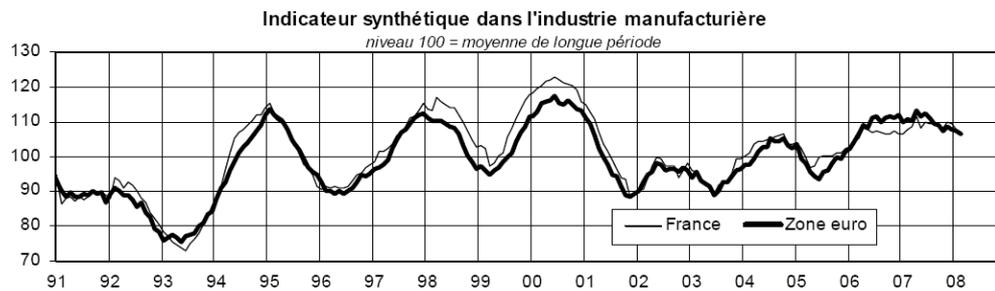
Enquêtes européennes mensuelles de conjoncture, février 2008

Dans l'industrie manufacturière (hors énergie et industries agro-alimentaires)

En février, le climat des affaires est stable dans la zone euro : l'indicateur synthétique demeure à un niveau relativement élevé. L'indicateur de retournement diminue pour le troisième mois consécutif mais reste dans la zone de conjoncture favorable.

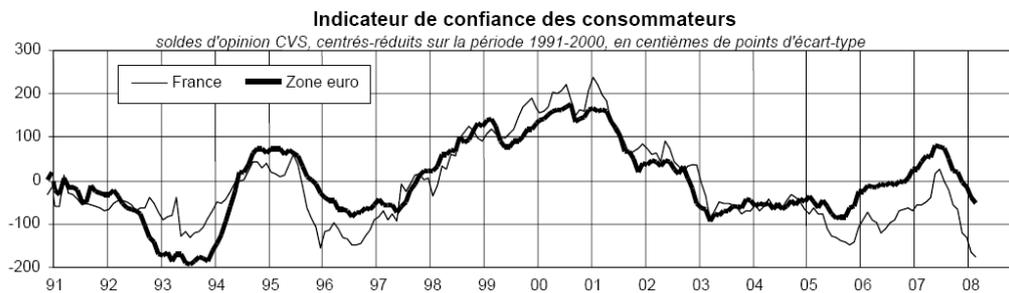
L'indicateur synthétique augmente en Allemagne et en Belgique, il est stable aux Pays-Bas, mais il se replie en France et, plus nettement, en Italie et en Espagne.

Les entrepreneurs européens déclarent que leur production passée a de nouveau ralenti et signalent en même temps une baisse des stocks de produits finis. Ils indiquent que les carnets de commandes, globaux comme étrangers, sont moins remplis et s'attendent à un ralentissement de la production dans les prochains mois.



Auprès des ménages

La confiance des ménages européens se replie fortement en février : elle poursuit sa chute amorcée mi-2007. Elle diminue dans tous les pays de la zone euro, hormis en Belgique.



Source: INSEE, Informations rapides n°71, 7 mars 2008

L'examen des indicateurs de court terme conforte ainsi l'idée d'un **découplage partiel** entre la conjoncture américaine, d'une part, celle de l'Europe et des pays émergents d'autre part : l'économie mondiale n'échappera pas à l'impact du ralentissement américain, mais il n'est pas acquis qu'elle suive l'économie américaine dans la récession. Les dernières décennies montrent une absence de « loi » concernant la synchronisation des cycles américain et européen. L'idée fréquente selon laquelle un ralentissement européen suit avec un retard de l'ordre de deux à trois trimestres un ralentissement américain est une moyenne qui recouvre des cas de figure fort différents : en l'absence de chocs communs aux Etats-Unis et à l'Europe, la désynchronisation peut prévaloir. Il s'agit donc de savoir si un certain nombre d'évènements typiques de la conjoncture mondiale récente – les hausses de prix des matières premières et du pétrole, la crise financière partie du marché américain des *subprimes* et affectant nombre de banques dans le monde, le retournement des marchés immobiliers – sont des facteurs suffisamment puissants pour jouer le rôle de tels chocs communs. Quant aux pays émergents, notamment asiatiques, la question est celle de leur capacité à assurer une croissance plus autonome, reposant sur leur demande intérieure et sur les échanges qui se développent entre eux-mêmes. Au cours des années récentes, cette autonomie paraît s'affirmer, même si la dépendance de l'activité par rapport aux exportations, notamment en direction des Etats-Unis, reste très élevée. Les économies émergentes asiatiques disposent de capacités publiques d'action contra-cyclique qui sont devenues consistantes, même si la lutte contre l'inflation (en particulier alimentaire) est aussi une préoccupation insistante. La récession américaine se fera inévitablement sentir sur la croissance des autres régions du monde, mais l'intensité de cet impact reste encore incertaine.

Net ralentissement de la croissance mondiale fin 2007

Un double choc sur l'économie mondiale

L'économie mondiale est confrontée à la rare conjonction d'un choc à fort potentiel déflationniste (un ébranlement quasi-systémique du système bancaire, d'origine américaine) et du choc inflationniste sur les matières premières et l'énergie, dont la demande reste soutenue par la forte croissance des pays émergents. La capacité à dépenser des agents (entreprises et ménages), dont les ressources (leurs revenus réels et leur accès au crédit) peuvent être « squeezés » par ce double choc, conditionne l'intensité de la propagation de ce dernier au sein de l'économie mondiale, déjà sensible au cours de l'année écoulée. On revient d'abord sur chacun des deux aspects avant d'en préciser l'impact quantitatif déjà enregistré en 2007.

Le choc financier et bancaire, parti des Etats-Unis. Il est né de la défaillance d'un segment particulier du marché immobilier : les *subprimes*, c'est-à-dire les prêts octroyés dans des conditions parfois douteuses à des ménages fragiles, souvent peu à même d'anticiper correctement l'évolution de leurs conditions de remboursement en fonction de la variabilité des taux d'intérêt et des prix immobiliers. La transformation d'un choc au départ local et limité (environ 13 % du marché des prêts hypothécaires américains) en crise mondiale tient à la conjonction de plusieurs facteurs, en plus de l'aveuglement des organismes prêteurs :

- des formules de prêt à mensualités de remboursement progressives assises sur l'anticipation d'une hausse continue des prix de l'immobilier, formules destinées à les rendre facilement accessibles au début,
- le recours quasi systématique aux techniques de titrisation consistant, pour les organismes prêteurs, à transformer les créances générées par ces prêts en titres vendus à des opérateurs spécialisés, techniques qui présentent l'avantage de permettre de répartir largement les risques et aussi de faire disparaître ces créances du bilan des banques prêteuses,
- la globalisation financière qui se traduit par une diffusion planétaire des instruments financiers, leur imbrication en cascade et qui fait qu'au final la localisation du risque devient très difficile à apprécier et ne se révèle véritablement qu'en cas de défaillance. Beaucoup de banques n'ont découvert leur exposition, pour certaines très importante, au risque des *subprimes* qu'après l'éclatement de la bulle aux Etats-Unis.

C'est ainsi que le ralentissement américain de fin 2006 a provoqué l'insolvabilité de la partie la plus fragile des consommateurs, devenue visible à la mi-2007, et que les risques correspondants se sont diffusés dans le système financier, via la surenchère sur les techniques de titrisation. Un canal puissant de propagation de la défaillance initiale s'est mis à jouer. La déstabilisation des bilans bancaires fait peser la menace d'un *credit crunch* (étranglement du crédit) qui rationne la capacité des banques et des institutions financières à distribuer du crédit, même aux emprunteurs potentiellement solvables. Une aversion au risque plus affirmée de la part des banques sera une conséquence de leur expérience récente.

Dès lors, ce ne sont plus simplement les ménages pauvres et insolvables qui sont menacés : c'est, plus largement, un régime de consommation des ménages américains, assis depuis des années sur le jeu conjoint du recours à l'endettement et des effets de richesse et reflété par un taux d'épargne financière très faible, qui est mis en cause. Les achats de biens de consommation durable (l'automobile) sont d'ores et déjà affectés. La contraction du marché immobilier peut être longue (d'ordre décennal), tant que le repli des prix (quelques dizaines de % ?) n'aura pas été suffisant pour apurer le marché. Les enchaînements dépressifs conséquents peuvent être durables.

La politique économique pare difficilement à ces enchaînements. Les interventions de la FED et les baisses consistantes de ses taux d'intervention depuis l'automne 2007 améliorent les conditions de liquidité sur un marché interbancaire miné par la méfiance réciproque entre banques. Mais elles ne sont pas en mesure de résoudre immédiatement les problèmes de qualité des bilans des institutions financières au fur et à mesure que ces problèmes se révèlent. De son côté, le plan de relance fédéral annoncé de l'ordre de 150 milliards de dollars (soit 1 % du PIB américain), ciblé sur des allègements fiscaux en direction des ménages, peut, dans les conditions actuelles, être utilisé par ces ménages à reconstituer leur trésorerie plutôt qu'à consommer davantage. Ce qui en réduirait fortement l'efficacité à court terme sur la croissance.

Au total, pour savoir si la récession en cours aux Etats-Unis est susceptible de déboucher sur des enchaînements dépressifs handicapant une reprise dès le second semestre 2008, l'état de santé du système financier sera un élément décisif. Début mars, l'annonce des amples dépréciations d'actifs par des grands groupes bancaires et de la dégradation des notes des rehausseurs de crédit² crée une nouvelle vague de défiance sur le marché monétaire, conduisant à une tension soudaine des taux d'intérêt de court terme auxquels les banques se prêtent entre elles. Afin de soulager ces tensions, la FED, la BCE ainsi que les Banques centrales d'Angleterre, du Canada et de Suisse ont augmenté de manière coordonnée les liquidités mises à disposition des banques, par la mise en œuvre de procédures de prêt et de refinancement pouvant mobiliser au total quelques centaines de milliards de dollars.

L'implication des acteurs de la finance internationale sur le marché américain est telle que peu sont insensibles à la défaillance américaine. A cela s'ajoute le fait que la bulle immobilière n'a pas été circonscrite aux Etats-Unis. L'exposition au retournement immobilier et aux désordres financiers est cependant inégale selon les pays. Le tassement des marchés immobiliers est généralisé mais l'intensité de la contraction promet d'être différenciée : le repli de la construction sera un facteur prononcé de ralentissement dans des pays qui ont été en tête de la croissance européenne au cours des dernières années (comme l'Espagne et l'Irlande). La vulnérabilité des banques européennes à la crise partie des *subprimes* apparaît également différenciée. Mais contrairement à de trop rapides affirmations, le système bancaire français n'en apparaît désormais guère indemne : début mars 2008, les pertes liées à cette crise et globalement estimées des banques françaises ont franchement dépassé le seuil des 10 milliards d'euros. Et la fin de l'histoire n'est pas encore connue.

Le choc inflationniste des prix de matières premières et des prix alimentaires. Parler de choc inflationniste est réducteur si l'expression fait penser à une ample vague de hausses conjoncturelles et

² Rehausseur de crédit : société financière qui apporte sa garantie aux organismes publics ou privés qui émettent des emprunts sur les marchés financiers, leur permettant de bénéficier de taux d'intérêt plus faibles. Si la notation d'un rehausseur de crédit est diminuée, tous les titres garantis risquent de voir leur note également abaissée et de perdre de la valeur.

transitoires. L'économie mondiale est confrontée à un mouvement profond de restructuration des prix relatifs, qui va durablement renchérir des ressources naturelles raréfiées face à l'explosion de la demande des pays émergents et qui exercera des effets persistants sur les conditions d'exploitation des producteurs et utilisateurs de ces ressources. Il n'est évidemment pas facile de faire la part, au sein des hausses récentes, entre la dérive inflationniste de court terme, éventuellement amplifiée par la spéculation, et le renchérissement relatif et structurel des produits correspondants, a fortiori si les marchés concernés, plus ou moins cartellisés, ne sont guère concurrentiels.

Il reste qu'un trait marquant de la conjoncture récente est la persistance des hausses prononcées de certaines matières premières, alors même que le ralentissement de l'économie mondiale est en cours. Les prix en dollar des métaux communs connaissent une accalmie depuis leur pic du printemps 2007 avec la conjonction d'une reconstitution des stocks et du ralentissement de la production industrielle mondiale. Mais, en mars 2008, le Brent est passé au dessus de la barre symbolique des 100 dollars le baril, et les prix des matières premières agricoles à usage industriel ou alimentaire flambent encore. C'est évidemment une indication de la demande toujours forte en provenance des pays émergents : l'inflexion de leur croissance n'a pas été suffisante jusqu'à présent pour ralentir significativement sur cette demande. L'inflation des produits alimentaires dans ces pays (et dans ceux qui n'émergent pas encore) atteint de telles proportions qu'elle est facteur de tensions sociales et de réaction des politiques économiques : le principal danger inflationniste est là, plus qu'en Europe...

La hausse de l'euro est, au premier degré, une protection contre l'inflation importée. De fait, la BCE utilise implicitement l'instrument du change comme principal rempart contre l'inflation. Outre que c'est quelque peu dépasser son mandat³, c'est une stratégie risquée : en subordonnant le taux de change à la seule lutte contre l'inflation, elle prend le risque de faire porter à l'excès le poids des ajustements internationaux en cours sur la zone euro et les pays arrimés à cette zone. Dans la distribution des conséquences des chocs affectant l'économie mondiale, les producteurs européens exposés à la concurrence internationale souffriront... C'est là un point clef des scénarios envisageables pour l'année 2008.

Soumise à ce double choc, l'activité des pays industrialisés n'a pas renouvelé sa performance de 2006 où elle avait progressé de 3 % en accélération sur 2005 (+2,5 %). En moyenne annuelle, la croissance dans ces pays devrait s'élever à 2,6 % en 2007 avec un fort ralentissement sur la fin de l'année, dont le FMI prévoit l'accentuation en 2008 (1,8 % en moyenne annuelle et 1,5 % en glissement). Le ralentissement touche fortement les Etats-Unis et à un degré moindre les économies européennes et le Japon.

³ La politique de change relève d'une responsabilité partagée entre la BCE et le Conseil européen (restreint à l'Eurogroupe). Le Conseil a la responsabilité de formuler les orientations fondamentales de change, sous réserve de la consultation de la BCE et du respect de l'objectif de stabilité des prix. La BCE a la responsabilité opérationnelle de la politique de change. C'est là un partage des tâches dont la délimitation précise est cependant affaire de jurisprudence. Ainsi, dès janvier 1999, la BCE s'exprime ainsi, dans son bulletin n°1 : « Etant donné que la politique de change doit être compatible avec la politique monétaire, le traité dispose que l'objectif principal de la politique de change de la Communauté est le maintien de la stabilité des prix... Il [l'article 109] indique en outre que le Conseil des ministres, statuant à la majorité qualifiée, peut également formuler des "orientations générales" de politique de change à l'intention de l'Eurosystème...le Conseil des ministres a annoncé, sans toutefois que cette annonce ait valeur juridique, qu'il n'émettrait des "orientations générales" que dans des circonstances exceptionnelles, par exemple en cas de distorsion patente du taux de change ». Avec un euro au-delà de 1,5 dollar, n'est-on pas entré dans la zone de circonstances exceptionnelles et de distorsion patente ?

Ralentissement aux Etats-Unis, fragilité persistante au Japon

Aux **Etats-Unis**, la croissance moyenne de 2007 a ralenti à 2,2 % par rapport aux 2,9 % de 2006 et 3,2 % de 2005, tout en montrant une résistance relative dans un contexte de crise immobilière. Cela est venu des performances un peu surprenantes des 2^e et 3^e trimestres (+ 0,9 et + 1,2 %) malgré la chute de l'investissement résidentiel, avec notamment un rebond du commerce extérieur et une forte impulsion des dépenses gouvernementales. Mais tous les moteurs ont ralenti au dernier trimestre sans que la consommation des ménages puisse désormais constituer un relais et même un soutien :

- la détérioration du marché de l'emploi est réelle sur la fin de l'année avec seulement 70 000 créations nettes au 2^e semestre. Elle devrait se prolonger en 2008 avec une baisse du nombre d'emplois (- 85 000 selon les chiffres cumulés, encore provisoires, de janvier et février 2008). Le taux de chômage remonte depuis début 2007 tout en restant inférieur à 5 % (4,8 % en moyenne sur le 4^e trimestre contre 4,5 % fin 2006),
- les revenus réels ont été rognés par l'inflation qui s'est maintenue sur un rythme annuel proche de 4 %, poussée par l'envolée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires,
- la crise immobilière (chute des prix, défaillances, durcissement des conditions de crédit) a amputé la capacité d'endettement et freiné la consommation des ménages par inversion du mécanisme antérieur d'endettement croissant gagé sur la valeur des biens immobiliers possédés.

L'économie américaine se fait rattraper par ses déséquilibres structurels et la principale interrogation réside maintenant non pas sur la pérennité de la dynamique antérieure, mais sur l'ampleur, la durée et les répercussions de la crise actuelle.

La situation du **Japon** reste fragile. La croissance moyenne de 2007 sera finalement proche de celle de 2006 (2,0 % contre 2,2 %) grâce à un rebond au dernier trimestre qui ne devrait pas durer. La croissance est toujours tirée par le commerce extérieur avec un excédent qui se maintient autour de 2 points de PIB du fait de la bonne tenue des marchés asiatiques et en dépit du ralentissement mondial. La Chine est ainsi devenue le premier partenaire commercial du Japon, avec 21 % de ses exportations et 20 % de ses importations, devant les Etats-Unis.

En revanche les moteurs internes sont toujours en panne (consommation des ménages), le sont depuis peu (investissement résidentiel) ou s'essoufflent progressivement (investissement des entreprises) :

- L'emploi a peu progressé et les recrutements ont principalement touché de jeunes retraités à temps partiels qu'une loi de 2006 autorise à travailler au-delà de 65 ans, ce qui a pesé sur les salaires moyens.
- Malgré un taux de chômage en légère diminution et devenu très faible (3,9 % en moyenne), les salaires mensuels ont diminué de 0,5 % en moyenne annuelle (- 0,7 % en glissement), ce qui aggrave la situation déjà peu brillante de 2006 (+ 0,2 % en moyenne).

- La chute de l'investissement résidentiel vient d'une nouvelle réglementation plus sévère pour l'obtention des permis de construire introduite au printemps 2007 et non d'une crise financière comme aux Etats-Unis.
- Les perspectives mondiales ont pesé sur l'investissement des entreprises qui a fortement ralenti en 2007 et devrait à peine suivre la croissance en 2008.

Le déficit public s'est légèrement amélioré (- 3,7 % contre - 4,2 % en 2006, en proportion du PIB) mais son niveau ne laisse que peu de marges de manœuvres pour une impulsion budgétaire. La consommation publique est restée atone en 2007 et l'investissement public a continué à baisser.

Pas ou peu de tassement en 2007 dans les pays émergents.

Selon le FMI, la croissance de l'ensemble des pays émergents s'est maintenue à un rythme élevé (7,8 % en 2007 pour 7,7 % en 2006) malgré le ralentissement des pays industrialisés.

Elle a battu des records en **Chine** avec plus de 11 %, dans la lignée des années précédentes, en dépit de l'intention affichée des autorités chinoises de ralentir l'économie (resserrement des normes de crédit, hausse des taux d'intérêt, appréciation modérée du yuan). Avec un taux rapporté au PIB de 44 % et une croissance supérieure à 20 %, c'est l'investissement qui reste le moteur principal de la croissance. L'autre moteur important est le commerce extérieur, dont l'excédent devrait être de l'ordre de 250 milliards de dollars en 2007, en progression de 60 % sur 2006. Cependant la demande intérieure pourrait suppléer en partie aux effets du ralentissement du commerce mondial attendu en 2008. En effet, la consommation a progressé de près de 13 % et les salaires urbains de l'ordre de 20 %, en glissement annuel fin 2007. Le risque est que cette progression de la demande intérieure de consommation soit handicapée par l'inflation des prix alimentaires et le mode de réaction des autorités politiques.

L'Inde a également connu une forte croissance (8,5 %), un peu en repli sur 2006, mais qui reste dans la tendance d'accélération par rapport aux trois années précédentes. Les services (55 % du PIB) et l'industrie (27 % du PIB) ont crû de 11% chacun. Tandis que l'agriculture (19 % du PIB et plus de 50% de la population) a retrouvé un certain dynamisme malgré des conditions climatiques défavorables. L'augmentation des prix agricoles a incité à planter davantage et la production de cultures céréalières est en forte progression. La demande reste entraînée par l'investissement des entreprises dont la part dans le PIB a dépassé les 30 %. Cette poussée s'explique par les entrées d'investissements directs étrangers qui devraient avoir doublé en 2007. En revanche la consommation privée a faibli, handicapée par la hausse des prix à la consommation et un resserrement du crédit. Le déficit commercial s'est creusé à 48 milliards de dollars : la bonne performance des exportations de services n'a pas compensé le ralentissement des exportations industrielles au moment où les importations s'accéléraient.

La croissance dans les **autres pays d'Asie** s'est maintenue à 5,5 %.

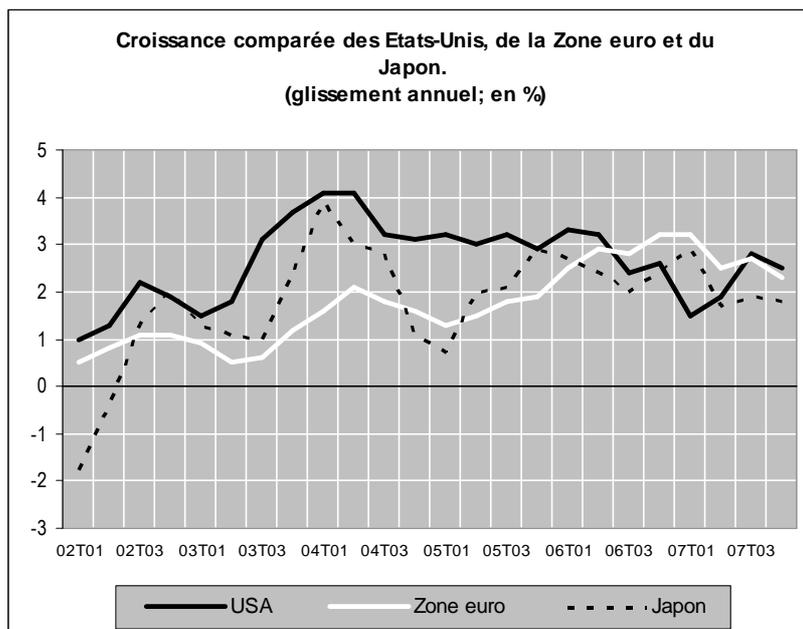
La croissance se maintient également en 2007 dans les autres zones :

- en **Europe de l'Est** : + 6 % dans les nouveaux pays membres de l'UE et + 7 % en Russie, avec des signes de ralentissement sur la fin de l'année. Les pays est-européens qui présentent les performances de croissance les plus impressionnantes (pays baltes, Roumanie, Bulgarie) ne sont pas sans présenter des vulnérabilités financières (déficits courants massifs) qui pourraient menacer la continuité de ces performances.
- en **Amérique latine**, avec un jeu de ciseaux entre les deux principales économies, le Mexique, plus affecté par l'évolution des Etats-Unis, ralentissant de 4,6 % en 2006 à 3,0 % en 2007, tandis que la croissance brésilienne affiche une bonne performance à 4,7 % en nette accélération sur 2006 (3,7 %). Baisse du chômage, hausse des salaires et expansion du crédit ont poussé la consommation privée qui continue à largement soutenir la croissance brésilienne. La reprise des investissements depuis la fin 2006 a également contribué à l'embellie. Le commerce extérieur brésilien est resté excédentaire à 30 milliards de dollars du fait de la solidité des exportations et en dépit de la forte poussée des importations (+ 18 %) liée à la vigueur de la demande intérieure.
- en **Afrique** autour de 6 %. Cette performance est menacée par les tensions sociales qu'avivent les inégalités et les hausses de prix alimentaires, ainsi que par les contraintes liées à la montée de l'euro pour les pays de la zone franc.

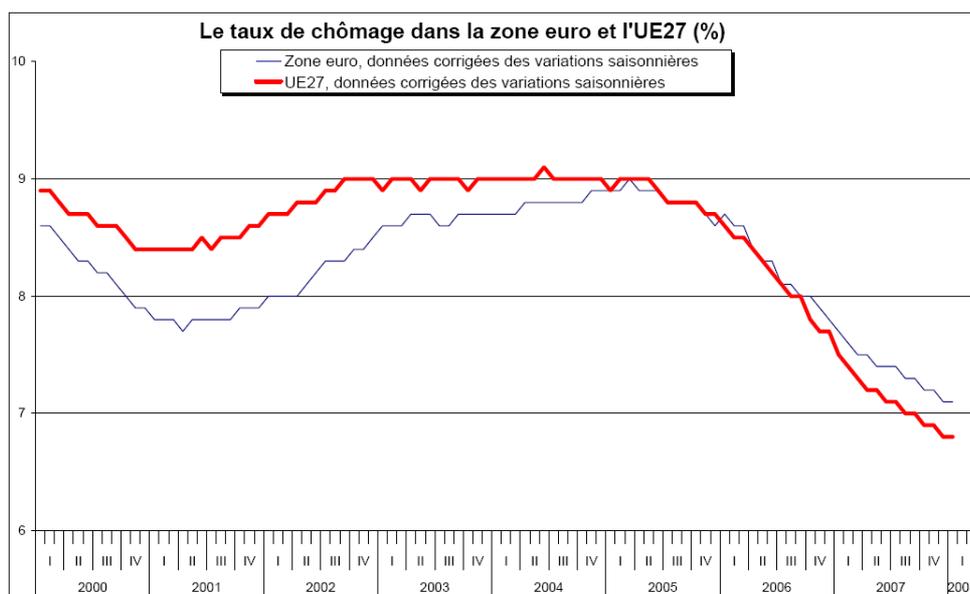
Essoufflement en fin d'année en Europe

Après le redressement de 2006 (+ 3,0 % pour l'UE à 25 et + 2,8 % pour la zone Euro), ce rythme de croissance s'est maintenu sur la première moitié de 2007 (permettant une croissance annuelle de 2,8 % pour l'UE à 25 et 2,6 % pour la zone Euro), avant de ralentir en fin d'année (1,6 % en rythme annuel au 4^e trimestre). La croissance européenne dépasse, pour la première fois depuis 2001, la croissance américaine et son profil est plus favorable en fin d'année.

Après le pic d'activité au 4^e trimestre 2006, la croissance dans la **zone Euro** a progressivement ralenti en 2007 malgré un rebond au 3^e trimestre. Ralentissement sensible et quasi général, à l'exception notable de la France qui était restée à l'écart de l'accélération de la fin 2006 mais qui a été moins touchée par le mouvement inverse de 2007. L'affaiblissement de la consommation des ménages est la principale cause du tassement de l'activité alors que le commerce extérieur de la zone a eu une contribution positive à la croissance pour la deuxième année consécutive. On assiste cependant en fin d'année à un net tassement de l'excédent commercial, ramené à 4 milliards d'euros contre 10 en moyenne les trimestres précédents. Ce profil est largement conditionné par les évolutions heurtées de l'économie allemande, laquelle a connu une baisse de la consommation en moyenne annuelle et un excédent commercial de 185 milliards d'euros sur les 11 premiers mois de l'année, alors que les autres pays de la zone euros cumulaient un déficit de 135 milliards sur la même période (données douanières).



Les créations nettes d'emplois ont été particulièrement fortes dans la **zone Euro** en 2007 (+ 1,9 % après +1,6 % en 2006 et + 0,9 % en 2005), surtout si on les rapporte à une croissance qui s'est un peu tassée. Le taux d'emploi a augmenté en moyenne de 1 point (Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas) ; il s'est légèrement effrité au Danemark, où il reste cependant parmi les plus élevés. La zone Euro comptait 11 millions de chômeurs fin 2007 contre 11,9 fin 2006, soit une baisse de 7,6% (la baisse est encore plus forte dans l'UE à 25, où elle a été de 10,5 %). Le taux de chômage (en données harmonisées corrigées des variations saisonnières) a baissé de 0,7 point sur l'année à 7,2 % en décembre 2007. La baisse est générale, à l'exception notable de l'Espagne où il remonte de 0,5 point en fin 2007, ce qui lui donne le taux le plus élevé de la zone à 8,6 %.



Source : Eurostat, *Euro-indicators*, 26/2008, 28 février 2008

La croissance en Europe (en %)

	2004	2005	2006	2007
Zone euro	2,0	1,5	2,8	2,8
Allemagne	1,1	0,8	2,9	2,5
Espagne	3,3	3,6	3,9	3,8
France	2,5	1,7	2,2	1,9
Italie	1,2	0,1	1,9	1,9
Pays-Bas	2,2	1,5	3,0	3,5
UK	3,3	1,8	2,9	3,1

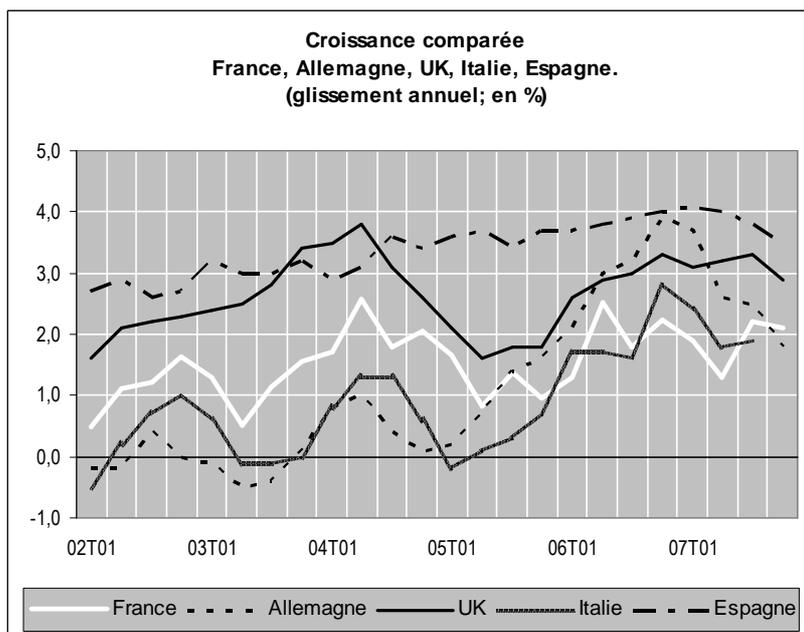
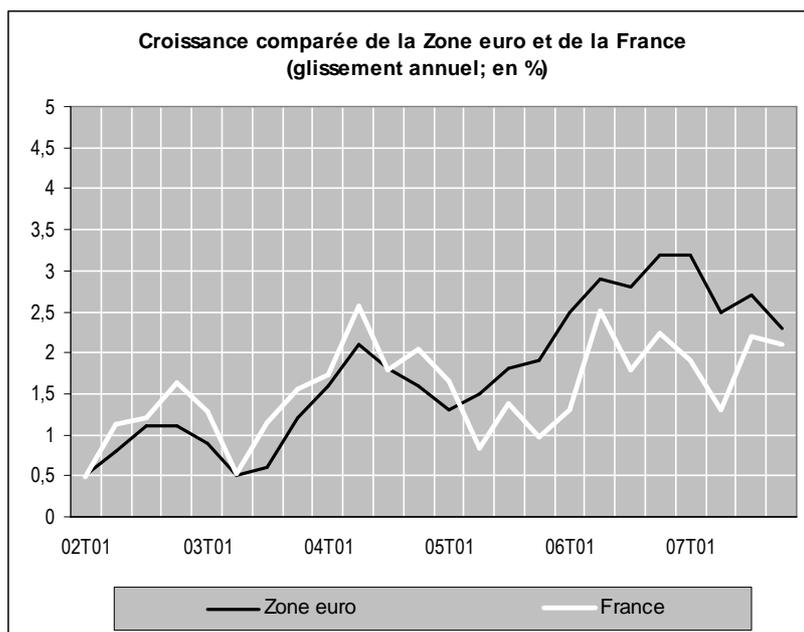
Pour la première fois depuis 2001, **la croissance allemande** avait été soutenue en 2006 par une reprise de la demande intérieure, principalement des investissements (+ 7 %) et plus timidement de la consommation (+ 1,1 %). La plupart des observateurs avaient attribué la forte poussée de consommation de la fin 2006 à des achats anticipés avant la hausse de 3 points de la TVA à compter du 1^{er} janvier 2007. Effectivement, la consommation des ménages a connu une forte correction au 1^{er} semestre 2007 (- 2 %) avant de reprendre un rythme plus conforme à la tendance moyenne de 2006, en accélération sur les années précédentes. Ce mouvement à la charnière des années 2006 et 2007 a gonflé en partie artificiellement la croissance de 2006 et a pénalisé 2007 avec une baisse de 2% de la consommation des ménages en moyenne annuelle. L'investissement est cependant resté dynamique en début d'année en s'affaiblissant un peu ensuite. Une forte impulsion, par rapport à la situation antérieure, est venue des dépenses publiques (+ 2 %) et a permis de maintenir la demande intérieure bien au-dessus du rythme du début de la décennie, à parité avec le commerce extérieur. Celui-ci a contribué pour 1,2 points à la croissance de 2007 avec un fort ralentissement au dernier trimestre (0,1 point). Mais cette contribution positive vient plus du freinage des importations par l'atonie de la consommation que de la vigueur des exportations.

L'année 2007 aura été marquée en **Italie** par la réduction des déficits publics qui devraient passer significativement sous la barre des 3 % du PIB. L'amélioration des finances publiques vient à la fois d'une progression des rentrées fiscales avec une hausse de près de 8 % du rendement des impôts directs et d'une baisse des dépenses totales avec une diminution de la masse salariale de la fonction publique (- 1,9% en glissement annuel). De ce fait les dépenses publiques n'ont pratiquement pas contribué à la croissance qui est restée en dessous de 2 %. Contrairement à 2006, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,3 point). Le fléchissement de l'activité de ses principaux partenaires et le renchérissement de l'euro ont pénalisé les exportations tandis que la consommation des ménages, qui est restée le moteur le plus dynamique, a continué à porter davantage sur les importations. L'évolution de la consommation reste vitale pour l'économie italienne. Elle devrait pâtir de la faible progression des salaires nominaux, de la reprise de l'inflation en fin d'année et du coup d'arrêt des créations d'emploi intervenu au cours de 2007.

L'**Espagne** a connu une évolution remarquable sur la dernière décennie : croissance moyenne de 3,7 % par an (pour 2,2 % en moyenne dans la zone euro), taux de chômage divisé par 2 (8,3 % en moyenne en 2007), excédent budgétaire de 1,5 points de PIB en 2007, avec cependant à l'inverse un déficit

commercial qui avoisine les 10 % du PIB. Cette croissance a reposé pour une bonne part sur l'endettement des ménages et des entreprises et sur la vigueur du secteur de la construction. L'année 2007 marque à cet égard une fin de cycle avec deux contraintes majeures qui pèsent désormais sur la demande : la crise sur le marché du crédit et le retournement de l'investissement résidentiel. Le gouvernement espagnol dispose cependant de marges de manœuvres budgétaires qui devraient lui permettre d'engager une politique contra-cyclique (réductions d'impôts, soutien à la R&D, programmes d'infrastructures). En 2007, la croissance est restée vive (+ 3,8 %), principalement soutenue par la demande intérieure : + 3,2 % pour la consommation des ménages, + 5 % pour la consommation publique, + 6,0% pour l'investissement. Les signes de fin de cycle sont cependant clairs : en rythme annualisé, la consommation est passée de 3,5 % au 1^{er} semestre à 2,4% au dernier trimestre et l'investissement a ralenti sur les mêmes périodes, de 6,5 % à moins de 3 %.

La croissance au **Royaume-Uni** a encore accéléré en moyenne en 2007, fortement soutenue par la consommation des ménages et l'investissement. Cette performance de 2007 vient essentiellement de l'accélération de la fin 2006 dont le Royaume-Uni a largement bénéficié. La demande intérieure a ainsi crû de 3,6 %. En revanche, le déficit commercial a continué à se creuser à 87 milliards de livres sterling (120 milliards d'euros), limitant la croissance de 2007 à 3,1 %. La croissance confortable de 2007 ne doit pas masquer les marques du ralentissement de fin d'année. Le signe le plus préoccupant vient du tassement au dernier trimestre du secteur des services, en particulier des services aux entreprises et financiers, qui contribuent pour 25 % au PIB. La crise des marchés financiers est passée par là. L'investissement a ralenti tout au long de l'année, particulièrement dans l'immobilier résidentiel où l'offre de crédit a été sévèrement réduite en fin d'année. Les ventes de détail ont également chuté brutalement en fin d'année. Les ménages britanniques se sont fortement endettés (170 % du revenu disponible contre, par exemple, 65 % en France) et commencent à avoir des difficultés à faire face à leurs engagements, en raison de la hausse des charges financières due à la renégociation des prêts après les deux premières années de taux fixes et bas. La baisse des prix de l'immobilier, sensible dans certaines régions, a réduit l'extraction hypothécaire de disponibilités, ce qui devrait contribuer à déprimer un peu plus la consommation.



La croissance française en 2007

L'année 2007 ressemble fortement à 2006 en moyenne annuelle. La croissance se serait légèrement tassée à 1,9% selon les derniers comptes trimestriels, mais d'autres indicateurs laissent supputer une certaine sous-estimation. La parution des comptes annuels en mars pourrait permettre de préciser en partie ce point, mais la correction définitive peut être plus tardive.

Croissance et composantes du PIB en 2007

	Croissance annuelle en %			Contribution à la croissance (*)		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Consommation des ménages	2,2	2,3	2,1	1,3	1,3	1,2
Consommation des APU	0,9	1,6	1,4	0,2	0,4	0,3
FBCF	4,0	4,1	4,0	0,8	0,8	0,8
<i>Dont Entreprises</i>	2,6	4,8	4,9	0,34	0,6	0,6
<i>Dont Ménages</i>	6,2	4,5	1,6	0,3	0,2	0,1
Solde extérieur*				-0,9	-0,3	-0,3
<i>Dont exportations</i>	3,2	6,3	2,7			
<i>Dont importations</i>	5,4	7,1	3,6			
Variations des stocks*				0,1	-0,0	-0,1
PIB	1,7	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9

Source : INSEE, comptes trimestriels annualisés

(*) La contribution d'une composante à la croissance du PIB est la part que sa propre croissance apporte à la croissance globale. Elle est égale au produit de sa propre croissance par son poids dans le PIB. Par exemple, la consommation des ménages représente 54 % du PIB. Sa contribution en 2007 est de 2,1 % x 0,54 = 1,2 %.

L'examen du profil trimestriel de 2007 fait apparaître un net ralentissement en fin d'année. Le rebond de la croissance au 3^e trimestre (+ 0,8 % sur le trimestre précédent) avait surpris, en France comme partout dans les pays industrialisés. La faible croissance du 4^e trimestre était plus attendue ; elle est peut-être due partiellement à un effet de correction mécanique mais marque, plus probablement, un début de ralentissement. Celui-ci serait néanmoins moins sévère que chez la plupart de nos voisins sans que la France y échappe.

La consommation : un soutien toujours solide, mais modéré

La consommation a continué à être le soutien principal de l'activité, toujours en décalage avec le pessimisme persistant des enquêtes de confiance des ménages. Là aussi, le profil trimestriel, avec un tassement au dernier trimestre (seulement 1,6% en croissance annualisée), interroge sur les évolutions futures.

La relative solidité de la consommation privée en 2007 tient à trois facteurs comme en 2006 :

- Tout d'abord aux créations d'emplois. Les créations nettes d'emploi se sont accélérées en 2007 en dépit d'une croissance apparemment moindre. L'emploi salarié dans le secteur marchand a augmenté de 1,8 % avec 285 000 emplois supplémentaires en décembre 2007 par rapport à décembre 2006. L'emploi total a augmenté de 348 000 unités fin 2007 (+ 1,4 %). Toutefois, cette forte création d'emplois dans un contexte de croissance molle interroge sur le découplage apparent entre emploi et croissance. Cela semblerait impliquer une quasi-disparition des gains de productivité dans l'ensemble du secteur marchand dont on a quelque peine à bien cerner les causes (hors sous-estimation comptable de la croissance) : les gains tendanciels de productivité du travail, tous secteurs confondus, sont certes médiocres (de l'ordre de 1 % l'an), mais sûrement pas nuls. Entre le développement des services à la personne et les effets retardés de la reprise de 2006 sur l'emploi, aucune explication n'est aujourd'hui pleinement convaincante.
- Aux revenus : tel que mesuré par l'Insee, le revenu disponible brut par ménage a augmenté de 3 % en termes nominaux, ce qui, joint à la progression annuelle moyenne du nombre de ménages, conduit à une hausse du revenu disponible brut de l'ensemble des ménages de 4,8 %, toujours en euros courants.
- A une inflation modérée : les prix à la consommation mesurés par l'Insee n'ont augmenté en moyenne annuelle que de 1,5 % en 2007, du fait de la décélération mesurée en fin 2006. Le profil mensuel de 2007 est beaucoup moins favorable, avec une forte accélération en fin d'année qui devrait se prolonger, au moins pour les produits alimentaires, en 2008. Ces chiffres conduisent à une progression de pouvoir d'achat du revenu disponible brut de l'ensemble des ménages de 3,3 % en 2007, après déjà 2,4 % en 2006.

La progression de la consommation est restée, en 2007, moindre que celle du pouvoir d'achat du RDB en raison d'une progression sensible du taux d'épargne (de l'ordre d'un point de RDB). Les ménages ont lissé leur comportement de consommation, ce qui, en contrepartie, laisserait attendre un repli de ce taux d'épargne, face à l'évolution attendue moins favorable du pouvoir d'achat au cours de 2008.

Une légère accélération de l'investissement des entreprises

La croissance des investissements s'est maintenue à 4 % en 2007. Ce chiffre moyen recouvre une légère accélération de l'investissement des entreprises (+ 4,9 %) et un fort ralentissement de celui des ménages (+ 1,6 %).

Le profil de l'investissement des ménages montre une forte chute en fin 2006 qui se prolonge sur le début de l'année 2007, puis une reprise à partir de l'été, au moment où l'immobilier ralentit dans de nombreux pays (Etats-Unis, Royaume-Uni, Espagne). L'explication généralement donnée de cette évolution atypique réside dans l'attente des projets présidentiels et des modalités exactes du régime fiscal après l'élection du mois de mai⁴. Elle ne semble cependant pas correspondre au rebond des permis de construire du début 2007 et à celui des mises en chantier dès le mois de mai.

Les enquêtes de confiance auprès des entreprises restent à un niveau assez élevé, qui se traduit dans leurs investissements, avec une nouvelle croissance du taux d'investissement (rapporté à la valeur ajoutée) à 18,7 % en moyenne en 2007. Ce niveau d'investissement est en nette amélioration sur le point bas de 2003 (17 %) mais toujours en deçà du taux des années lointaines de forte croissance (22 à 24 %). Malgré ce redressement de l'effort d'investissement, le taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie manufacturière continue à progresser à plus de 86 % et dépasse de 2,5 points sa tendance de long terme, entraînant la remontée des goulots d'étranglement à un niveau très proche du point haut de la dernière décennie (en 2000). En dépit des commentaires satisfaits de la plupart des analystes, il y a là un déficit qui handicape de façon structurelle la croissance de l'économie française, dont ni les capacités de production, ni le positionnement qualitatif ne lui permettent depuis plusieurs années de profiter à la fois du dynamisme de la croissance mondiale et d'un potentiel de consommation interne qui pourrait être plus élevé. L'évolution du commerce extérieur est révélatrice à cet égard.

Un commerce extérieur qui continue à se dégrader

Le déficit du commerce extérieur s'est encore creusé en 2007 où il atteint 39 milliards d'euros (2% du PIB) après déjà 28 milliards d'euros en 2006. Il contribue ainsi de nouveau négativement à la croissance à hauteur de -0,3 point, comme en 2006. En volume comme en valeur, les exportations continuent à croître moins vite que les importations.

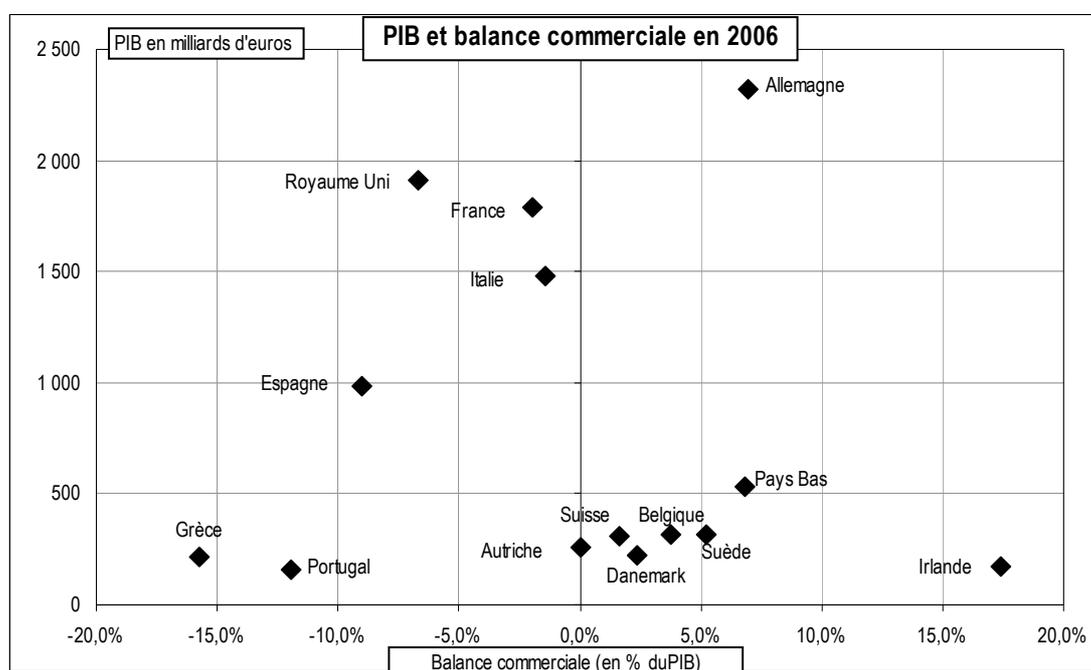
En volume, le solde énergétique est resté stable sur la dernière décennie. En valeur, il s'est fortement dégradé avec l'envolée des prix des produits pétroliers. Mais ceci n'explique pas la nouvelle détérioration de 2007 puisque la facture énergétique ne s'est alourdie que de 1 milliard d'euros entre 2006 et 2007. L'excédent agricole et agro-alimentaire est resté stable en valeur autour de 2 milliards d'euros par trimestre depuis le début des années 2000. La dégradation vient des échanges de produits industriels dont le solde est devenu négatif depuis la fin de 2003 et a nettement plongé en 2007 après un léger rebond en 2006. Un facteur important en est le commerce automobile dont l'excédent de 12 milliards de 2003 se réduit pratiquement à zéro au dernier trimestre 2007. La détérioration du commerce en produits

⁴ Voir la note de conjoncture de l'Insee de décembre 2007.

automobiles semble venir principalement de la délocalisation des productions dans les nouveaux pays membres de l'UE et de la vigueur de la demande de véhicules haut de gamme, en particulier en provenance de nos voisins allemands.

Plus globalement, les causes de la faiblesse du commerce extérieur français comparé à celui de l'Allemagne font l'objet d'études et d'avis contradictoires. Une étude récente de l'OFCE suggère que les différences de spécialisation sectorielle ont sans doute été minimisées jusqu'à présent et que l'Allemagne présenterait des avantages comparatifs plus importants dans le domaine industriel en terme de valeur ajoutée des échanges commerciaux, là où la France serait mieux placée dans les échanges de services.

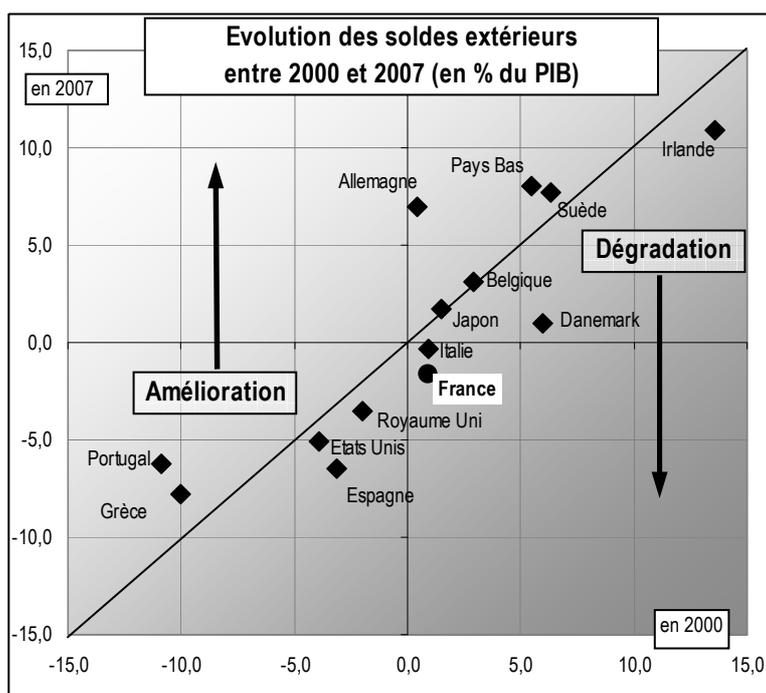
Toutefois, l'Allemagne est le champion de l'UE en matière de commerce extérieur. Une vue plus générale montre que la France n'est pas si mal placée par rapport aux grands pays européens.



Le côté préoccupant de la situation française vient plutôt de la dégradation brutale depuis 2003, même si ce n'est pas un cas isolé comme le montre le graphique suivant. Entre 2000 et 2007, l'Allemagne a connu une spectaculaire amélioration du fait de la politique d'austérité menée (modération des importations par dépression de la demande intérieure et stimulation des exportations par une compétitivité-prix accrue). Le Danemark a connu la plus forte dégradation à partir d'une situation largement excédentaire. La France se situe en position médiane avec une dégradation similaire à celle de l'Espagne et du Royaume-Uni mais avec une croissance beaucoup moins dynamique et donc moins demandeuse d'importations.

La mauvaise performance française depuis 2003 combine les carences de la spécialisation productive sur le territoire national et la vulnérabilité à l'appréciation de l'euro. Les entreprises se sont efforcées de s'adapter à cette appréciation par une compression de leurs marges à l'exportation afin de garantir la compétitivité de leurs prix de vente. Mais ce mode d'adaptation atteint ses limites lorsque l'appréciation est un mouvement durable et sans limite prédéfinie, comme c'est le cas depuis 2002 (l'euro est passé de 0,85 dollar à plus de 1,5 dollar, une telle variabilité n'ayant pas grand-chose à voir avec la comparaison

beaucoup plus inerte des coûts et des prix des deux côtés de l'Atlantique⁵) : il handicape le développement des entreprises exportatrices et les décourage de partir à la conquête des marchés d'exportation. De fait, le taux de participation des entreprises françaises aux marchés d'exportation (le pourcentage d'entreprises qui exportent) stagne, voire recule, depuis le début des années 2000⁶. C'est paradoxal à l'époque de la mondialisation. Ces difficultés de l'offre à l'exportation se retrouvent dans une dégradation assez généralisée des parts de marché françaises dans les différents secteurs, y compris par rapport aux autres concurrents de la zone euro.



⁵ Les calculs de parité de pouvoir d'achat, certes conventionnels, donnent à attendre une plage « raisonnable » du taux de change entre 0,9 et 1,30 dollar pour un euro.

⁶ Voir Sarah Guillou, « Pourquoi les entreprises françaises souffrent-elles de la baisse de l'euro ? », *Lettre de l'OFCE* n°295, 1^{er} février 2008.

Un déficit public qui se creuse légèrement

Après les déclarations fracassantes, juste après l'élection présidentielle, sur la faillite des finances publiques et le caractère insoutenable de la dette, le débat est devenu plus serein sur ce sujet dans les sphères gouvernementales, allant même jusqu'à repousser de 2 ans l'engagement d'annuler le déficit public français pris pour 2010.

Le déficit public avait été réduit à - 2,5 % du PIB en 2006 du fait de l'amélioration de la croissance de l'économie, de la progression des résultats des entreprises et d'une opération ponctuelle d'anticipation du recouvrement des acomptes sur l'impôt des sociétés⁷. La dette publique était descendue fin 2006 à 64,2 % du PIB, en bonne partie à la suite d'opérations exceptionnelles comme des ventes d'actifs importantes (17 milliards d'euros), et une réduction du montant des excédents de trésorerie (23 milliards d'euros).

Le projet de loi de finances (PLF) 2008 prévoyait à l'automne dernier une nouvelle réduction du déficit public à 2,4% du PIB en 2007 (puis une poursuite à 2,3% en 2008), et une stabilisation de la dette publique autour de son niveau de fin 2006 (un peu au-dessus du plafond fixé par le traité de Maastricht qui est de 60%). Le déficit public devrait, en fait, être supérieur et atteindre 2,6 à 2,8 % selon diverses prévisions (OCDE, OFCE, BNP, Crédit Agricole).

Les dépenses publiques 2007 devraient être dans la ligne de la prévision révisée de l'automne et croître de 2 % en volume, soit comme le PIB. Rappelons que le PLF 2007 (présenté à l'automne 2006) tablait sur un objectif de ralentissement de la croissance des dépenses publiques à seulement 1,4 % en volume et que cet objectif ne sera pas réalisé (+0,6 point en plus de l'objectif), pas plus que celui des 5 PLF précédents (entre 50 % et 100 % de croissance en volume en plus). Il est aussi douteux que l'objectif du PLF 2008 pour l'année 2008 (de nouveau 1,4 %) soit respecté.

La prévision de recettes fiscales tablait sur une croissance proche de celle de 2006 (5,7%). Elle ne devrait être que de 3,2%. La cause principale vient du fort ralentissement des impôts courants sur le revenu et le patrimoine des ménages:

- Les très fortes baisses d'impôts sur le revenu des personnes physiques dues principalement à la réforme du barème et, pour une moindre part, à l'augmentation de la prime pour l'emploi, ont limité la progression de l'impôt sur le revenu des ménages (29 % des impôts) à 0,7 % contre 6,5 % en 2006 (hors retraitement comptable de la suppression de l'avoir fiscal en 2005).
- Les autres impôts sur le revenu et le patrimoine ralentiraient à 4,7 % au lieu de + 9 % les années précédentes (début de la réforme de l'ISF, bouclier fiscal).
- Le retour à une situation normale en matière de recette de l'impôt sur les sociétés (8% des impôts) après l'opération exceptionnelle d'anticipation du versement des acomptes en décembre 2006, devrait ramener la croissance de cette recette à 7,2 % en 2007 (au lieu de 14,3 % en 2006). Ce

⁷ Le solde public est un concept de financement et non d'exploitation ce qui revient en terme d'analyse financière à mettre dans le « résultat » de l'entreprise « France » les variations de son « BFR », en l'occurrence une rentrée plus rapide de ses créances d'impôt.

rythme de croissance reste important et prend en compte l'élargissement du périmètre des entreprises bénéficiaires dans une période de reprise.

L'autre cause significative du ralentissement des recettes fiscales vient de la réforme de la taxe professionnelle qui augmente très fortement les dégrèvements et les remboursements.

L'objectif en matière de dette publique ne devrait pas, lui non plus, être atteint en 2007 (et probablement pas plus en 2008). L'OCDE prévoit une remontée de cette dette à 67 % du PIB en 2009. Selon l'OFCE, la dette devrait remonter à 65 % du PIB en 2008. Et les données trimestrielles d'Eurostat donnent déjà 66 % au 3ème trimestre 2007.

Cependant le problème n'est pas tant le niveau final du déficit, qui se situe en dessous des 3 %, que sa pertinence, son origine (baisse des impôts, baisse des dépenses, évolution des services publics) et son utilisation (redistribution ou non, préparation de l'avenir ou non). Enfin s'agissant de la dette publique, il faut rappeler que le concept retenu est celui de la dette brute alors que l'Etat français dispose d'une trésorerie de fonctionnement importante⁸. Si on raisonnait en dette nette, dette brute moins avoirs financiers de l'Etat, la situation serait nettement plus favorable. Celle-ci est de 44 % du PIB en France, nettement en dessous de la moyenne de la zone Euro (58 %) et légèrement plus faible que celle de la moyenne de l'OCDE et que celle des Etats-Unis (47 %).

Fortes créations d'emploi et baisse du chômage

Les créations d'emplois ont été spécialement fortes en 2007, si elles sont rapportées à la mollesse de la croissance : 287 000 emplois de plus fin 2007 dans les secteurs marchands, 348 000 emplois de plus dans l'ensemble de l'économie. Les créations d'emplois marchands ont privilégié le tertiaire (+ 276 000) et la construction (+ 59 000), alors que l'industrie perd toujours des emplois (- 40 000), à un rythme ralenti par rapport aux années précédentes.

⁸ La comparaison avec les entreprises, tant prisée dans le discours dominant, plaiderait pour l'utilisation d'un concept d'endettement net de la trésorerie, sauf en cas de risque de cessation de paiement, la fameuse « faillite » dont les finances publiques françaises sont pourtant loin.

Evolution de l'emploi 2003-2007

	Effectifs en milliers					Variation 2007/2006	
	2003	2004	2005	2006	2007	en milliers	en %
Salariés secteurs marchands (1)	15 412	15 442	15 531	15 726	16 020	294	1,9
Industrie	3 960	3 868	3 782	3 719	3 679	-40	-1,1
Construction	1 279	1 304	1 351	1 411	1 470	59	4,2
Tertiaire marchand	10 173	10 270	10 398	10 595	10 871	276	2,6
Salariés secteurs non marchands (2)	1 928	1 967	1 995	2 036	2 070	34	1,7
Total salariés sect. concurr. (1)+(2)	17 340	17 409	17 527	17 765	18 089	324	1,8
Emploi total (*)	24 605	24 712	24 871	25 172	25 520	348	1,4

Source : Insee, IR du 13 mars 2008 sauf (*) estimation de décembre 2007

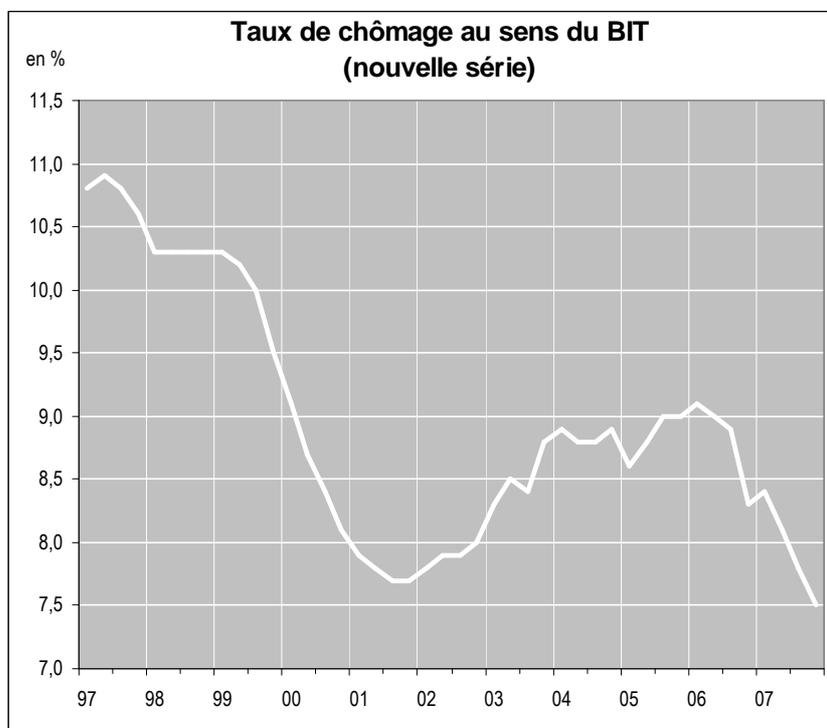
Les créations nettes se font principalement dans :

- la construction + 59 000
- les services à la personne + 56 000
- le conseil aux entreprises + 54 000
- l'intérim + 28 000
- la santé et l'action sociale + 36 000
- l'hôtellerie, restauration + 29 000
- le commerce de détail et réparation + 34 000

Ces sept secteurs représentent 85 % des créations nettes totales hors industrie. Ce sont des secteurs où les niveaux (hors conseil) et les gains de productivité sont structurellement faibles, ce qui peut expliquer une part du « mystère » des fortes créations d'emplois dans un contexte de croissance molle. Une analyse plus détaillée reste cependant à faire, en particulier en tenant compte des temps partiels dont on sait, par exemple, qu'ils sont particulièrement importants dans les services à la personne (emplois à quart de temps).

Conséquence des fortes créations d'emplois, le chômage a continué à diminuer en 2007. La mesure du chômage avait fait l'objet de controverses en 2007. Les résultats de l'enquête "Emploi" de l'Insee modéraient largement les fortes réductions données par les chiffres de l'ANPE qui venaient en partie d'un durcissement des pratiques administratives (notamment en matière de radiations). Dans un contexte politique préélectoral sensible et en présence d'une augmentation des incertitudes méthodologiques (taux de non-réponse à l'enquête), l'Insee avait retardé la diffusion des résultats de son enquête tout en reprenant les chiffres de l'ANPE, certes habillés du label "provisoires". L'Insee a finalement modifié sa définition du taux de chômage au sens du BIT en se rapprochant de la définition retenue par Eurostat,

changement qui durcit la définition du chômeur⁹. Le résultat logique en a été une translation vers le bas de la courbe du chômage qui, en contrepartie, a l'avantage maintenant d'être mieux comparable avec celle des autres pays européens. L'Insee a, de plus, décidé de ne publier désormais que les chiffres de son enquête "Emploi trimestrielle". On n'a donc plus de série mensuelle de chômage au sens du BIT même si l'ANPE continue à publier les chiffres de ses demandeurs d'emplois.



Le taux de chômage au sens du BIT baisse depuis début 2006. Il est de 7,5 % (7,8 % DOM inclus) au 4^{ème} trimestre 2007, soit 2 100 000 chômeurs métropolitains. La question est la durabilité de cette amélioration puisque l'ANPE enregistre de son côté une remontée du chômage en janvier 2008.

Le pouvoir d'achat en question¹⁰

Le revenu disponible brut des ménages mesuré par les comptes nationaux a augmenté, en termes nominaux, de 4,8 % en 2007 après 4,3 % en 2006.

- Le salaire moyen de base (SMB) aurait augmenté de 2,7 % (2,8 % en 2006) et le salaire moyen par tête (SMPT), qui intègre les heures supplémentaires et les primes, de 3,2 % dans le secteur marchand et de 1,7 % dans les administrations publiques ; ceci joint à la progression de l'emploi a entraîné une augmentation de 4,2 % de l'ensemble des salaires bruts versés, en euros courants.
- Comme en 2006, même si c'est à un degré moindre, les revenus des entrepreneurs individuels et surtout ceux du patrimoine ont progressé plus vite que les salaires, à 4,7% pour les EI et 5,3% pour les revenus patrimoniaux.

⁹ En particulier le simple renouvellement de l'inscription à l'ANPE n'est plus considéré comme une démarche active de recherche d'emploi. Il doit s'accompagner d'un contact avec un conseiller de l'agence au cours du mois précédent l'enquête.

¹⁰ Cette question fera l'objet, ultérieurement, d'une note spécifique et détaillée.

- Les prélèvements sociaux et fiscaux ont poursuivi leur ralentissement. Celui-ci s'explique avant tout par la faible augmentation (+1,2 %) des impôts sur le revenu et le patrimoine (abaissement des tranches de l'impôt sur le revenu, bouclier fiscal) alors que les recettes provenant des cotisations des salariés se sont accrues de 3,8 %.

Avec une inflation mesurée à 1,5 %, la croissance du pouvoir d'achat du RDB est de 3,3 % en 2007.

Indice des prix à la consommation

Evolution en %	2005	2006	2007	déc-06	juin-07	déc-07
Alimentation (16,6%)	0,1	1,6	1,4	1,7	1,3	2,6
Tabac (1,8%)	0,5	0,3	2,6	0,2	0,1	6,2
Produits manufacturés (31,4%)	-0,5	-0,3	0	-0,1	-0,1	0,2
Energie (7,9%)	10,1	6,5	1,7	1,7	-0,3	10,4
<i>dont : produits pétroliers (4,8%)</i>	15,3	6,8	1,5	-0,4	-1	16,6
Services (42,3%)	2,6	2,5	2,5	2,7	2,5	2,4
<i>dont : loyers-eau (7,4%)</i>	3,7	3,6	3,5	3,8	3,4	3,5
<i>services de santé (5,2%)</i>	1	2,5	2,4	3,5	1,5	1,9
<i>transp . comm. (5,2%)</i>	1	-1,9	0,5	-0,3	0,5	-0,2
<i>autres services (24,7%)</i>	3	2,9	2,7	2,7	2,8	2,7
Ensemble (100%)	1,8	1,6	1,5	1,5	1,2	2,4

Source : Insee

(*) Les pourcentages entre parenthèses indiquent le poids de chaque rubrique dans la consommation totale moyenne

Ces chiffres d'évolution des prix et de pouvoir d'achat sont loin de faire l'unanimité. Ils sont fortement contestés par une part importante de la population. Un sondage de l'IFOP en février 2008 indiquait que 81 % des français estimaient que leur pouvoir d'achat avait diminué un peu ou fortement au cours des 12 derniers mois. Le divorce entre les évolutions ressenties et mesurées des prix et du pouvoir d'achat en France n'est pas récent. Il date du passage à l'euro en 2002, passage qui semble en avoir été le détonateur et qui en reste le terreau. Plusieurs explications de ce phénomène peuvent être avancées :

- Des biais de perception : notamment le fait que les prix qui augmentent le plus vite touchent des biens (en particulier l'alimentaire) dont la fréquence d'achat est la plus forte (quotidienne dans nombre de cas).
- La prise en compte d'un effet qualité dans la mesure de l'indice officiel (sans doute de l'ordre de 0,5 point de minoration), peu perceptible par les consommateurs car ne découlant pas d'un véritable choix de leur part, mais le plus souvent d'une obligation liée à l'évolution des conditions d'utilisation des biens (cas typique de l'informatique) ou à la disparition du bien plus basique de référence.
- Le resserrement du « revenu libre » après règlement des « dépenses contraintes », notamment celles liées au logement (loyers, charges, assurances, chauffage) qui ont nettement plus augmenté ces dernières années que la moyenne des prix (voir l'étude du BIPE pour les Centres Leclerc).
- L'évolution des standards de vie qui, d'une part, accentue les dépenses de certains ménages alors que leurs ressources se réduisent (en particulier le phénomène de décohabitation) et, d'autre part, qui rend « nécessaires » certaines dépenses (cas typique du téléphone mobile) sous peine de risque de désocialisation.

- Le développement des inégalités, surtout sous forme de précarité, qui fragilise les revenus de certains ménages dans différentes catégories de la population.
- Les inquiétudes sur l'avenir (panne de l'ascenseur social, chômage des jeunes, menaces sur le système de protection sociale) qui noircissent le présent.
- Le ralentissement des revenus d'activité depuis 2002.

Toutes ces explications renvoient à deux points principaux :

- Le premier est que l'indice des prix à la consommation mesuré par l'Insee n'est pas un indicateur de niveau de vie. C'est d'ailleurs clairement signalé par l'Insee dans ses documents méthodologiques mais largement oublié dans les multiples utilisations qui en sont faites, en particulier dans une centaine de textes législatifs ou réglementaires. Un indicateur de niveau de vie reste à construire et pose de redoutables problèmes, en partie techniques mais surtout sociétaux (définition d'un standard de vie).
- Le second est qu'il y a de réels problèmes de revenu et de pouvoir d'achat pour certaines catégories de la population française (notamment Rmistes, chômeurs, précaires, familles monoparentales).

Quelle ampleur du ralentissement de l'économie mondiale en 2008 ?

Dans les interrogations sur l'ampleur du ralentissement de l'économie mondiale se pose la question majeure d'une propagation amplifiée de la récession de l'économie américaine par les interdépendances commerciales et financières internationales. Deux scénarios sont envisageables.

Scénario d'impact amorti du retournement américain

Si la situation actuelle est perçue comme la simple répercussion sur l'économie mondiale de la fin du cycle américain, sans désordres majeurs ailleurs, la vision du jeu de ces interdépendances peut rester rassurante, en particulier pour la zone euro. La récession reste localisée aux Etats-Unis, les autres régions en subissent l'impact au travers des canaux de propagation habituels, notamment commerciaux, mais ne subissent pas directement des chocs aussi violents que ceux qui ont déclenché la récession américaine. Cette dissymétrie fait que l'impact international du retournement américain s'amortit plutôt qu'il ne s'amplifie. Ce retournement s'accompagne d'un repli cyclique du dollar, déjà largement acquis, en raison du relâchement de la politique monétaire américaine, mais sans effondrement de la devise américaine ni mise en cause de son hégémonie. L'exposition directe des agents de la zone euro à la dévalorisation des actifs américains n'est pas négligeable mais reste limitée : ces actifs (investissements directs, investissements de portefeuille, crédits entre institutions financières) approchent environ un quart des actifs détenus à l'étranger par la zone euro. Des effets stabilisants du retournement américain apparaîtraient sur l'économie mondiale, via de moindres pressions sur les prix des matières premières et l'allègement conséquent de la poussée inflationniste amputant le pouvoir d'achat salarial en Europe et ailleurs.

Dans un scénario de ce type, le repli cyclique américain ralentit transitoirement les perspectives de croissance respectives des pays émergents et européens sans les altérer radicalement. La dynamique des pays émergents, notamment asiatiques, est supposée suffisamment autonome pour supporter le choc. La reprise de l'économie européenne, qui ne s'est vraiment affirmée qu'en 2006 après plusieurs années d'hésitation, reste loin de sa maturité. Hors la répercussion des hausses de matières premières, elle ne suscite pas de tensions inflationnistes spécifiques. Les anticipations des investisseurs devraient prendre progressivement en compte ces réserves de croissance européenne.

Cette vision rassurante reste défendue par les autorités politiques communautaires et nationales en Europe, en dépit de la montée des inquiétudes. Elle dispose d'un argument factuel : la relative bonne tenue, jusqu'à présent, des indicateurs d'opinion en provenance des entreprises, bien qu'ils s'effritent. Elle s'appuie sur les chiffreages macroéconomiques indiquant un impact limité de chocs propres aux Etats-Unis (cf. tableaux tirés d'une note de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique). Elle suppose cependant capacité de sagesse et de coordination de la part des institutions européennes, notamment entre BCE et gouvernements, pour soutenir la croissance au moment où, après la poussée inflationniste des derniers mois, l'inflation devrait progressivement redevenir une préoccupation de second plan face aux risques pesant sur la continuité de la croissance. La BCE ne devrait pas s'effrayer à

l'excès de revendications salariales plus actives, qui expriment le jeu normal de la participation des salariés aux gains de productivité dans le cours de l'expansion, dès lors que le marché du travail se tend. Ces gains sont médiocres mais ils souffrent des incertitudes concernant l'expansion européenne, dont la consolidation aurait plutôt pour effet de les réactiver.

Tableau 1 : exposition à un ralentissement des importations américaines

	Exportations en % du PIB	Exportations vers les États-Unis en % du PIB
Canada	38	32
Mexique	30	26
Malaisie	123	24
Thaïlande	74	11
Chine	38	8
Corée du Sud	43	6
Royaume-Uni	26	4
Japon	15	3
Zone euro	15	3

Source : FMI (données 2005 en valeur), calculs DGTFE.

Tableau 2 : impact à court terme d'une baisse de un point du PIB américain

(en points de PIB)	Effet direct (sans effet d'écho)	Effet total (y compris effet d'écho)
États-Unis	-1,0	-1,2
Canada	-0,9	-1,2
Asie émergente ⁽⁴⁾	-0,3	-0,5
dont Chine	-0,4	-0,6
Japon	-0,2	-0,4
Royaume-Uni	-0,2	-0,3
Zone euro	-0,1	-0,3

Source : FMI et Chelem, calculs DGTFE.

Lecture : un ralentissement de la croissance américaine de un point de PIB pénalise directement la zone euro à hauteur de 0,1 point de PIB (moins les exportations vers les États-Unis et moindre activité industrielle). Le ralentissement parallèle du reste du monde (l'effet d'écho) s'y ajoute et l'effet total est de 0,3 point de PIB.

Source : « Ralentissement américain : y a-t-il un risque de contagion ? », *Note de Politique Economique*, MINEFE/DGTFE, Octobre 2007

Scénario de retournement plus structurel de l'économie internationale

Dans ce scénario, plus profondément qu'une fin de cycle franche (une récession américaine de quelques trimestres), c'est le mode de croissance et de financement de l'économie américaine qui est radicalement mis en cause après avoir nourri sa capacité d'expansion depuis de longues années (et pas seulement au cours du dernier cycle). Sans être obligatoirement plus violentes à court terme, les conséquences en seraient plus durables et pourraient peser lourdement sur les perspectives de croissance mondiale des prochaines années. Elles mettent davantage à l'épreuve les capacités de réaction et de coordination des politiques économiques des diverses régions du monde afin de relayer le rôle de locomotive qu'a joué l'économie américaine, comme « consommateur en dernier ressort », depuis plus de deux décennies : ce n'est théoriquement pas impossible mais l'expérience a montré que c'était difficile en pratique. En particulier, l'organisation monétaire du monde (l'hégémonie du dollar et son taux de change d'équilibre)

se trouve mise en cause, ce qui soulève la question de la répartition des ajustements correspondants entre les différentes zones de l'économie mondiale.

La doctrine de change implicite de la BCE, qui consiste, sans trop le dire, à miser sur l'appréciation de l'euro pour contrer les tensions inflationnistes, pourrait s'avérer coûteuse si elle devait déboucher sur une poursuite de cette appréciation, relativement à l'ensemble des autres monnaies. Le système productif européen pourrait payer cher l'accès de l'euro au statut de monnaie de réserve internationale concurrente du dollar. Obnubilée par les arbitrages internes à la zone euro (inflation / croissance), cette doctrine de change ne prend pas assez en compte la réalité des interdépendances mondiales et du besoin de coopération qu'elles induisent.

Ce scénario soulève une question controversée : celle de la soutenabilité du déficit courant américain. Les arguments en faveur de cette soutenabilité ont une recevabilité suffisante pour qu'ils contribuent à expliquer que les déficits américains perdurent depuis si longtemps et qu'au-delà d'amples fluctuations du taux de change du dollar, ils n'aient pas encore débouché sur une mise en cause radicale de son rôle d'étalon monétaire (cf. encadré 3). Ils n'excluent pas cependant la possibilité d'une conjonction de changements de comportement qui précipiteraient une telle mise en cause et rendraient très difficile la gestion coordonnée et coopérative de l'économie mondiale.

Ces changements de comportement pourraient intervenir :

- du côté des créanciers internationaux si la révélation, encore incomplète, des défaillances affectant les institutions financières américaines minait la confiance dans la devise américaine comme support monétaire privilégié des placements ;
- du côté des Etats-Unis si la persistance des déficits (même réduits) et les pertes d'emplois associées à une récession grave créaient une poussée protectionniste suffisamment intense pour influencer la gestion monétaire américaine. La réaction des parlementaires américains comme des ouvriers de Boeing au succès d'EADS auprès de l'US Air Force en donne un avant-goût.

Cette conjonction ouvrirait la voie à la poursuite d'une dépréciation prononcée du dollar, puisque, initiée par l'aversion nouvelle des créanciers internationaux envers le dollar, elle serait acceptée par les autorités américaines. La probabilité d'une telle conjonction augmentera si l'intensification de la récession américaine devait se nourrir de l'aggravation systémique de la crise du système financier. Quoi qu'on pense de l'hégémonie du dollar et de la viabilité de l'organisation monétaire internationale, cette conjonction serait profondément déstabilisante pour l'économie mondiale, en l'absence d'une capacité effective de coopération des politiques économiques régionales. Et, dans ce cas, il n'est même pas évident que ce soit la voie royale pour réduire les déficits américains jusqu'à un niveau soutenable :

- la tendance à la réévaluation trop rapide des devises de pays émergents pourrait altérer leur compétitivité et leur attractivité pour les investissements étrangers. Les entreprises étrangères, y compris européennes, ont ainsi été attirées par la possibilité d'exporter à bon marché à partir du territoire chinois. Si elles l'étaient moins, ce ne serait pas favorable à la poursuite au même rythme de la croissance chinoise et, par conséquent, à l'expansion plus résolue de la demande intérieure

dans ce pays. C'est un des facteurs qui conduisent les autorités chinoises à envisager très prudemment la réévaluation progressive du yuan.

- si, comme on peut s'y attendre, les pays émergents limitent la brutalité de la réévaluation de leurs devises, et que le poids des ajustements monétaires soit en conséquence répercuté sur l'euro, une reprise plus solide et durable en Europe aurait bien du mal à prendre le relais de la croissance américaine.

Encadré 3

Un déficit américain soutenable ou non ?*

Ce déficit est la contrepartie de la faiblesse de l'épargne américaine et du recours massif à l'endettement des agents économiques américains. Au premier degré, le poids et la durabilité de ce déficit seraient insoutenables pour un pays « normal » et auraient donné lieu à correction depuis longtemps. Mais la dynamique de la dette extérieure américaine est nettement moins rapide que ce que laisserait croire le cumul mécanique des déficits commerciaux successifs : d'une part, les investissements américains à l'étranger ont un rendement plus élevé que les investissements étrangers aux Etats-Unis, si bien que ces derniers tirent profit de cette différence de rendement, qui borne la dynamique de leur dette nette ; d'autre part, les périodes de dépréciation du dollar exercent un rôle régulateur qui amplifie le phénomène précédent, en revalorisant les actifs américains à l'étranger par rapport à un endettement que les Etats-Unis contractent en leur propre devise.

Les créanciers étrangers des Etats-Unis peuvent alors considérer que l'endettement de ce pays reste soutenable au vu de ses perspectives de croissance à long terme, qui sont nourries à la fois par un dynamisme démographique recourant largement à l'immigration et par une capacité d'innovation garantissant aux Etats-Unis un rôle leader dans le monde développé. Les Etats-Unis s'endettent dans leur devise mais cet endettement subit une transformation « rentable » au travers de la capacité d'expansion des firmes américaines dans le monde.

A cela s'ajoutent les arguments, de nature monétaire, qui misent sur les facteurs d'inertie lorsqu'une devise assure une fonction de bien public international, en servant d'étalon de référence et de monnaie de réserve pour l'ensemble des acteurs de l'économie mondiale : ceux-ci y réfléchiront à deux fois avant de porter leurs préférences sur un étalon concurrent et l'hégémonie monétaire du dollar concourt par elle-même à la soutenabilité des déficits américains.

Enfin, la prise en compte des paramètres macroéconomiques (les différentiels de croissance, les élasticités du commerce extérieur, la baisse du cours effectif du dollar depuis 2002, la compétitivité américaine dans les services) peut laisser attendre une résorption progressive des déficits américains jusqu'à un niveau jugé plus raisonnable. Cette résorption est au demeurant lentement engagée puisque, après avoir atteint un pic approchant les 7 % du PIB à la fin 2005, le déficit courant américain s'est replié à près de 5,5 % du PIB sur l'ensemble de l'année 2007. La correction aurait lieu en douceur, sans porter brutalement atteinte à l'organisation monétaire actuelle de l'économie mondiale, et s'affirmerait d'autant plus que les pays accumulant des excédents courants mobiliseraient leur richesse accrue pour libérer l'expansion de leur demande intérieure.

*Voir sur ce sujet le dossier « The US Current Account Deficit » constitué d'un ensemble de contributions à la fois complémentaires et contradictoires dans la revue de l'IFO (institut de conjoncture allemand situé à Munich), *CESifo Forum*, vol. 8, n°4, Winter 2007

L'alternative à un tel schéma de « guerre commerciale et monétaire » est une gestion macroéconomique coordonnée des demandes intérieures dans les différentes régions du monde, afin que la reconversion vers une croissance plus assise sur la demande intérieure dans les pays émergents et l'impulsion plus résolue de cette demande dans les pays européens prennent le relais de la propension américaine à la dépense. Les Etats-Unis devront en effet donner la priorité au rétablissement de leur capacité d'épargne : la crise actuelle y conduit d'ailleurs spontanément, en réduisant drastiquement la capacité des ménages à s'endetter et à consommer sur la base de leur richesse immobilière et financière latente, en cours de dégonflement. Un tel schéma de coopération internationale est intellectuellement concevable, mais bien difficile à mettre en œuvre concrètement, compte tenu de la faiblesse des institutions internationales et des arbitrages prioritaires internes à chaque zone. En particulier les institutions et les gouvernements de la zone euro n'ont sans doute pas pleinement pris conscience des responsabilités que porte la montée en puissance de l'euro comme monnaie internationale. La zone euro est gérée comme une province supposée protégée des désordres internationaux par le poids des échanges intracommunautaires.

Si l'économie mondiale devait entrer dans ce second scénario de retournement plus structurel, il faudrait donc se faire du souci pour la capacité de résistance des économies européenne et française à la propagation du mouvement récessif en provenance des Etats-Unis. Le choc, initialement américain, deviendrait largement commun : d'une part, la rentabilité des grandes entreprises implantées à l'échelle internationale finirait par souffrir de la gravité de la récession américaine et de son impact international ; d'autre part, les PME qui subissent directement l'impact du cours de l'euro sur leur compétitivité verraient s'accroître les difficultés de leur accès aux marchés d'exportation et la pression sur leurs marges concurrentielles, ce qui constitue déjà une large part du problème rencontré par les entreprises françaises depuis le début des années 2000. Les cours boursiers et les perspectives d'investissement en seraient profondément affectés.

Même si l'ébranlement boursier du début 2008 qui a, un peu paradoxalement, plus affecté l'Europe que les Etats-Unis, démontre l'inquiétude des investisseurs, l'ensemble des indicateurs disponibles n'accrédite pas l'entrée, pour l'instant, dans le scénario du deuxième type. Il n'est pas exclu pour autant. L'action des banques centrales, qui injectent des liquidités sur le marché interbancaire chaque fois que celui-ci devient trop nerveux, peut aussi avoir pour effet de reporter dans le temps le traitement des difficultés structurelles obérant la qualité des bilans bancaires et la capacité des banques à distribuer des crédits. Auquel cas le plein impact sur la propension à la dépense des entreprises et des ménages pourrait ne se faire sentir qu'après plusieurs trimestres, en particulier dans les zones, comme l'Europe, qui apparaissent aujourd'hui relativement protégées.

Et quelles conséquences pour la France en 2008 ?

L'état des prévisions

Les prévisions qui, à ce jour, ont pris en compte avec le plus de réalisme les inflexions de l'économie mondiale sont celles du FMI qui, en janvier 2008, a révisé significativement à la baisse ses prévisions d'octobre 2007 (cf tableau ci-dessous tiré de la « Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale », FMI, janvier 2008). Si cette actualisation reste inscrite dans le scénario d'impact amorti de la récession américaine, elle décrit des inflexions suffisamment marquées pour que la probabilité d'enchaînements plus dépressifs ne puisse être traitée comme négligeable.

Tableau 1. Perspectives de l'économie mondiale : aperçu des projections
(Variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2005	2006	Estimations		Ecart par rapport aux projections d'octobre 2007 ¹		Estimations	Projections
			2007	2008	2007	2008	4T 2006 au 4T 2007	4T 2007 au 4T 2008
Production mondiale	4,4	5,0	4,9	4,1	0,2	-0,3	...	...
Pays avancés	2,5	3,0	2,6	1,8	0,1	-0,4	2,6	1,5
<i>dont :</i>								
Etats-Unis	3,1	2,9	2,2	1,5	0,3	-0,4	2,6	0,8
Zone euro (15)	1,5	2,8	2,6	1,6	0,1	-0,5	2,3	1,3
Japon	1,9	2,4	1,9	1,5	-0,1	-0,2	1,2	1,6
Autres pays avancés	3,2	3,7	3,8	2,8	0,1	-0,2	3,9	2,9
Pays émergents et en développement	7,0	7,7	7,8	6,9	0,2	-0,2	...	...
Afrique	5,9	5,8	6,0	7,0	—	-0,2	...	...
Europe centrale et orientale	5,6	6,4	5,5	4,6	-0,3	-0,6	...	...
Communauté des États indépendants	6,6	8,1	8,2	7,0	0,5	—	...	...
Asie, pays en développement d'	9,0	9,6	9,6	8,6	—	-0,1	...	...
<i>dont :</i>								
Chine	10,4	11,1	11,4	10,0	-0,1	—	11,2	9,4
Moyen-Orient	5,6	5,8	6,0	5,9	0,1	-0,1	...	...
Hémisphère occidentale	4,6	5,4	5,4	4,3	0,5	—	...	...

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent constants aux niveaux observés entre le 4 décembre 2007 et le 2 janvier 2008.

¹Les pondérations nationales qui ont servi à calculer le taux de croissance global de chaque groupe de pays ont été révisées par rapport à celles des *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2007 pour tenir compte de la mise à jour des taux de change à PPA publiée par la Banque mondiale.

Pour les Etats-Unis, la prévision actualisée du FMI prend acte de la force des facteurs actuels de retournement cyclique : si la croissance en moyenne annuelle reste médiocrement positive pour l'année 2008 (+ 1,5 % après un déjà médiocre 2,2 % en 2007), elle devient très faible, appréciée en glissement (+ 0,8 % entre les 4^e trimestres 2007 et 2008) : l'économie américaine flirte avec la récession sur l'ensemble de l'année 2008, même si la prévision du FMI reste compatible avec la possibilité d'une reprise au second semestre 2008. Le ralentissement européen anticipé par le FMI est franc, puisqu'en moyenne annuelle, la zone euro passerait d'une croissance de 2,6 % en 2007 à 1,6 % en 2008, en dessous, donc, de sa croissance tendancielle (estimée à peine au-delà de 2 % l'an) et guère différente de la performance américaine. En glissement (du 4^e trimestre 2007 au 4^e trimestre 2008), la zone euro (+ 1,3 %) résiste mieux cependant que les Etats-Unis (+ 0,8 %). Sa croissance devient médiocre mais reste à l'écart de la récession.

Les prévisions plus récemment publiées en février par la Commission européenne, quoique aussi révisées à la baisse par rapport à l'automne, restent quelque peu plus optimistes (+1,8% en moyenne annuelle 2008 pour la zone euro). D'autres prévisions sont franchement plus pessimistes, comme celle d'une croissance à 0,8% pour 2008 faite par le gouvernement italien. La prévision européenne est rendue difficile par le fait que tous les pays européens, même en s'en tenant à la zone euro, ne sont pas dans une situation de vulnérabilité identique face aux enchaînements internationaux actuels.

L'enjeu des entreprises, en France

Qu'en est-il de la France ? La croissance française s'est réalignée, depuis l'été 2007, sur la performance moyenne de ses partenaires de la zone euro, dont le ralentissement a été plus prononcé, spécialement dans le cas de l'Allemagne, plus sensible à l'inflexion du commerce mondial. Ce moteur de la reprise européenne s'essouffant, le désavantage relatif de la France, moins réactive à la demande d'exportation, s'atténue. Si on en reste au scénario d'impact amorti de la récession américaine, la France devrait croître, en 2008, au moins autant que la zone euro et même un peu plus, si on escompte des effets « keynésiens » d'une gestion des déficits publics moins rigoureuse que chez les partenaires européens. Même si ces effets sont de second ordre, le cumul d'un certain nombre de mesures (heures supplémentaires, loi TEPA, déblocage de la participation,...) pourrait favoriser un léger repli du taux d'épargne des ménages, après qu'il ait gagné 1 point (en proportion du revenu disponible) en 2007. Le lissage de la consommation comparativement aux revenus pourrait exercer un effet stabilisant en 2008, lorsque les revenus enregistreront l'impact du ralentissement. La prévision du comportement d'épargne est cependant un art délicat... Dans ce schéma, la croissance française de 2008 se situerait dans une fourchette allant de 1,5 % à 2 %.

Ce schéma suppose cependant que les ménages, dont l'état d'esprit souffre des tensions perçues sur leur pouvoir d'achat, n'aient pas de nouvelles inquiétudes majeures sur le front de l'emploi et du chômage. La progression de l'emploi jusqu'à la fin 2007 a été un facteur de soutien de la consommation et de l'activité puisque, même si les salariés déjà occupés se disent majoritairement insatisfaits de leur pouvoir d'achat, l'augmentation de l'emploi nourrit la masse des revenus versés et éloigne la crainte d'être victime du chômage. Ceci dissuade des comportements d'épargne de précaution trop marqués et libère des marges de manœuvre sur la consommation. Mais le retournement pourrait être brutal en cas de dégradation sur le marché du travail. Le pessimisme des ménages pourrait alors de nouveau nourrir leur préférence pour l'épargne.

C'est bien sûr le comportement des entreprises qui joue un rôle directeur à cet égard. La relative solidité des anticipations des entreprises françaises comme européennes, le maintien de l'orientation positive des intentions d'embauche et d'investissement sont des traits rassurants de la conjoncture immédiate. Même si ces anticipations et intentions ne sont pas insensibles au ralentissement, elles ne se sont pas en tout cas franchement retournées jusqu'à présent.

Faut-il y voir le signe d'une santé des entreprises de l'économie réelle protégée des vicissitudes de la sphère financière ? La circonspection s'impose à cet égard car l'examen de la situation des entreprises révèle des hétérogénéités et des vulnérabilités qui pourraient se manifester de manière plus tangible si l'économie mondiale venait à s'engager sur la voie du scénario de retournement structurel.

Les entreprises et groupes à base française ont enregistré depuis quelques années des profits importants et croissants, voire explosifs dans certains cas bien connus du CAC40, lorsqu'il s'agit de groupes disposant d'une maîtrise suffisante de plusieurs paramètres :

- un positionnement favorable sur les marchés mondiaux en expansion, plus aisé à promouvoir lorsque les implantations à l'étranger y concourent ;

- un pouvoir de marché suffisant pour maîtriser le rapport entre le prix des approvisionnements et celui des ventes ;
- une capacité à faire face à la montée de l'euro (par une spécialisation adéquate) ou à la contourner (par l'accès aux techniques de couverture contre le risque de change ou par la délocalisation de segments de la chaîne de valeur).

La maîtrise de ces paramètres est évidemment plus à la portée des grandes entreprises multinationales, dont les profits issus de leurs implantations étrangères ne viennent nourrir ceux des « sociétés non financières » de la comptabilité nationale française qu'en proportion des bénéfices rapatriés. Or, les entreprises du CAC40 réalisent aujourd'hui une part majoritaire de leur activité à l'étranger¹¹.

Outre que leurs performances de rentabilité ne sont donc pas obligatoirement représentatives de celles des entreprises produisant principalement sur le territoire national, ces dernières peuvent être dans une situation bien plus vulnérable lorsqu'elles ont une maîtrise faible des paramètres précédemment indiqués. Certes, il existe des secteurs travaillant pour le marché intérieur et suffisamment protégés de la concurrence internationale (de la grande distribution aux services immobiliers) pour engranger des profits consistants (éventuellement aux dépens des secteurs plus exposés). Mais la vulnérabilité des entreprises de taille moyenne, exposées à la concurrence étrangère sans avoir une capacité de développement international autonome, ne devrait pas être sous-estimée. Un certain nombre de symptômes en témoignent : la courbe des défaillances d'entreprises est sur une pente croissante depuis le début des années 2000 après avoir baissé pendant plusieurs années ; le pourcentage d'entreprises qui exportent stagne ou recule sur la même période ; la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière évolue, toujours sur cette même période, défavorablement comparativement à nos partenaires de la zone euro. La perte de substance productive du territoire français n'est pas un mythe, même s'il ne faut pas en avoir une vision catastrophique, et la rapide dégradation des parts de marchés à l'exportation (dans l'industrie mais aussi dans les services) depuis le début des années 2000 en est l'expression la plus tangible. La compression des marges bénéficiaires à l'exportation ne suffit plus à faire face au handicap que constitue, pour le tissu d'entreprises moyennes ayant vocation à exporter, la montée de l'euro sans limite prédéfinie.

L'effort d'investissement des entreprises produisant sur le territoire national a connu une certaine remontée dans les dernières années. Mais cette remontée est restée limitée et probablement insuffisante pour répondre aux enjeux de spécialisation et de compétition. Elle a suffi, cependant, à creuser les besoins de financement globaux des entreprises, qui étaient devenus très faibles à la fin des années 1990 et sont désormais de l'ordre de 10% de la valeur ajoutée des « sociétés non financières ». Ce creusement résulte aussi de la conjonction de plusieurs autres facteurs : un effritement de la part de la valeur ajoutée dans la production, qui traduit la difficulté des entreprises à répercuter pleinement les hausses de coûts intermédiaires ; des gains de productivité médiocres qui aiguissent la tension avec les revendications salariales, lesquelles gardent fort logiquement la mémoire des distorsions antérieures du partage de la valeur ajoutée ; une progression rapide des dividendes versés, qui traduit la pression actionnariale et qui fait plus que compenser désormais le repli des frais financiers consécutif au désendettement et à la baisse des taux d'intérêt enregistrée depuis le milieu des années 1990. De tels besoins de financement ne sont

¹¹ Cf. « Les informations sociales dans les rapports 2006, Cinquième bilan de l'application de la loi NRE », Centre d'Etudes Economiques et Sociales du Groupe ALPHA, octobre 2007, <http://www.alpha-etudes.com>

pas en soi anormaux, sous réserve que le système bancaire et financier puisse y répondre sans tensions. De fait, la croissance des crédits d'investissement et de trésorerie aux entreprises a atteint, au cours de 2007, un taux à deux chiffres. Les banques sont-elles aujourd'hui prêtes et disposées à garantir la poursuite d'un cycle d'investissement recourant davantage à l'endettement ?

Dans un contexte international difficile et troublé, notamment par les désordres monétaires, les entreprises françaises et européennes restent raisonnablement optimistes. Cet état d'esprit instantané ne devrait cependant pas dissimuler les vulnérabilités qui sont les leurs. Celles-ci pourraient se manifester plus crûment si la conjonction de la contrainte concurrentielle associée à la hausse indéfinie de l'euro et d'un accès plus difficile au crédit bancaire les conduisait à réviser plus franchement leurs intentions d'embauche et d'investissement. L'économie française (et européenne) serait alors confrontée à une perspective autrement douloureuse que le ralentissement, encore tranquille sinon bénin, qui reste aujourd'hui envisagé.

L'enjeu d'une nouvelle sécurisation de la condition salariale

Ces enjeux, ces vulnérabilités du côté des entreprises ont leur pendant du côté des salariés et des ménages. L'absorption sans de trop grandes difficultés du ralentissement international repose aussi sur une consommation solide. Il est pour cela important que ne se développent pas de comportements d'épargne de précaution qui viendraient alors déprimer le moteur de la consommation. La baisse du chômage et la progression des revenus participent à contenir de telles évolutions. Mais, dans le contexte d'incertitude grandissante, il est également important, pour éviter ces comportements, que l'inquiétude légitime des salariés sur leur devenir soit en partie contrebalancée par des assurances accrues sur la prise en charge par la collectivité des conséquences possibles des ajustements des entreprises. D'où l'importance, ne serait-ce que d'un simple point de vue d'équilibre économique, d'un renforcement du service public de l'emploi et d'une sécurisation accrue des parcours professionnels par une réelle formation continue et un accompagnement plus efficace des transitions professionnelles.

La conscience des risques multiples éprouvés par les salariés, à court terme sur leur revenu et leur emploi, à plus long terme sur leur retraite, fragilise la représentation qu'ils se font de l'ensemble de leur cycle de vie. Les rapports de forces entre actionnaires et managers au sein du « capitalisme patrimonial » sont évolutifs mais mobilisent des outils de gestion qui répercutent sur les salariés les risques industriels et financiers. L'effort pour une nouvelle sécurisation de la condition salariale permettra à l'ensemble des acteurs de la vie économique de retrouver des fondements plus solides à des anticipations dynamiques de croissance.

L'équipe d'ALPHA Etudes reste à votre disposition pour toutes précisions utiles.

Hugues BERTRAND

Tel : 01 53 62 70 06

h.bertrand@groupe-alpha.com

Jacky FAYOLLE

Tel : 01 53 62 70 81

j.fayolle@groupe-alpha.com

Daniel GOUDARD

Tel: 06 74 64 17 77

d.goudard@groupe-alpha.com