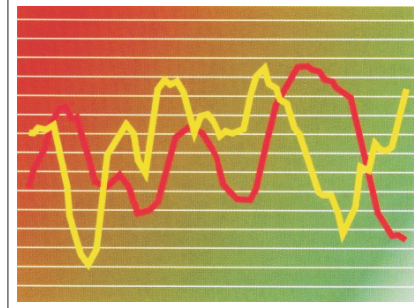


POINT DE CONJONCTURE



La France entre rattrapage et incertitudes financières

Avant les turbulences financières de cet été, la croissance mondiale était installée sur un rythme encore soutenu, bien qu'en ralentissement dans certaines parties du monde. Ces turbulences risquent d'accroître le ralentissement en cours, mais dans des proportions très difficiles à apprécier aujourd'hui. Les banques sont confrontées à une forte incertitude, de nature microéconomique, sur la qualité de leurs emprunteurs. Cette incertitude se transmet au plan macroéconomique : elle entraîne un manque de visibilité sur leur comportement futur de distribution de crédit, sur le fonctionnement des marchés aujourd'hui en manque de prêteurs et donc sur la capacité des ménages et des entreprises à financer leurs projets.

Toutefois, sous l'hypothèse que les difficultés financières se résolvent progressivement, grâce notamment à l'action des banques centrales, ses effets devraient rester modérés à l'horizon de la fin de cette année.

Les tendances de fond à l'œuvre avant que ne survienne cette crise devraient donc prévaloir au second semestre. Aux États-Unis, l'activité dans le secteur de la construction résidentielle continuerait de chuter et la consommation des ménages serait freinée par la baisse des prix de l'immobilier et le durcissement des conditions d'octroi du crédit. La croissance américaine serait donc modeste. La zone euro, bien qu'encore dynamique, perdrait globalement un peu de sa vitesse acquise, comme le laisse attendre le fléchissement des perspectives d'activité enregistré depuis quelques mois dans les enquêtes de conjoncture. En revanche, la croissance se maintiendrait en Asie (hors

Japon), tirée par un boom de l'investissement qui ne se dément pas depuis plus d'un an.

En dépit de ce contexte moins porteur, la croissance française ne devrait pas fléchir au second semestre. Au contraire, les indicateurs conjoncturels laissent augurer une croissance soutenue au troisième trimestre (+ 0,7 %), puis un peu plus modérée au quatrième (+ 0,5 %). Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB serait ainsi de 1,8 %.

Le ressaut de la croissance attendu au second semestre est pour partie imputable à un « rebond technique » : le deuxième trimestre avait pâti de facteurs exceptionnels ; en disparaissant, ceux-ci poussent à l'inverse la croissance vers le haut au troisième trimestre. Mais ce rebond traduit également une certaine convergence vers le reste de la zone euro, convergence que retracent les enquêtes de conjoncture et qui s'explique au moins en partie par le retour en meilleure forme de certains secteurs, comme l'automobile, confrontés ces dernières années à la nécessité d'adapter leur outil de production.

Les créations d'emploi devraient approcher les 340 000 sur l'ensemble de l'année, dans la lignée d'un excellent premier semestre.

La crise financière constitue l'aléa majeur qui entoure ce scénario : si elle devait persister, le financement de nombreux projets en serait compromis et la croissance amoindrie. À l'inverse, si les conditions financières se normalisent assez rapidement et que les promesses des enquêtes de conjoncture se matérialisent pleinement, la France pourrait croître plus fortement que dans notre scénario.

Depuis le début de l'année, l'économie mondiale a ralenti. La croissance dans les pays industrialisés s'est installée sur un rythme annuel de + 2 % au premier semestre de 2007, après + 2,8 % en 2006. Au deuxième trimestre, si elle a été très supérieure aux attentes aux États-Unis (+ 1,0 %) grâce notamment aux stocks et au commerce extérieur, elle a déçu en zone euro (+ 0,3 % seulement) et au Japon (- 0,3 %).

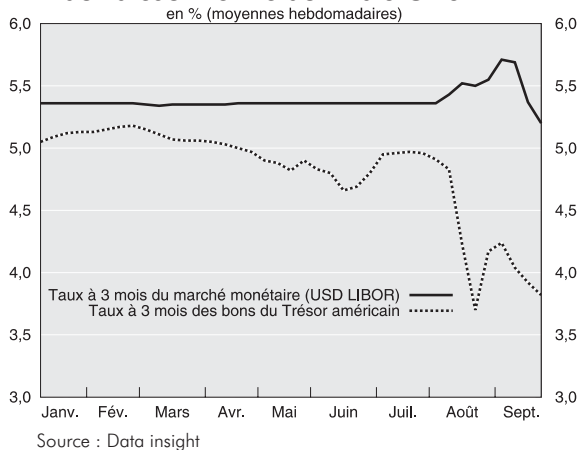
Forte réduction de la liquidité sur de nombreux marchés depuis le mois d'août

Depuis la mi-août, la montée des difficultés sur le segment « subprime » du crédit immobilier américain, le plus risqué du marché hypothécaire, a provoqué une crise financière : du fait de la complexité accrue des instruments financiers et de la diffusion du risque à de nombreux intervenants, la hausse des défauts sur ce segment étroit du crédit a fini par entraîner une défiance quasi générale sur l'ensemble des marchés financiers. La liquidité sur les marchés monétaires s'est fortement réduite, poussant à la hausse les taux monétaires, tandis qu'un vaste mouvement de fuite vers la qualité tirait à la baisse le rendement des titres d'État (cf. graphique 1).

Pour faire face à cette crise, les banques centrales ont tout d'abord injecté des liquidités, puis ont donné un tour moins restrictif à leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine (Fed) a ainsi baissé son taux d'escompte le 17 août, puis son principal taux directeur le 18 septembre, de 50 points de base, le ramenant à 4,75 % ⁽¹⁾. La Banque centrale européenne a de son côté renoncé à la hausse de taux initialement programmée pour le 6 septembre tout en annonçant qu'elle attendrait de disposer de plus d'information pour décider de l'orientation future de sa politique.

Évaluer l'impact macroéconomique de ces turbulences financières est très difficile. Les banques sont confrontées à une incertitude exceptionnelle sur la qualité de leurs emprunteurs. Tant que cette incertitude n'est pas levée, il n'est pas possible de mesurer l'effet que la crise peut avoir *in fine* sur leur comportement de prêt et sur les taux d'intérêt. L'action des banques centrales, et notamment la dernière baisse de la Fed, est toutefois de nature à ramener de la confiance sur les marchés financiers et laisse espérer que l'impact de la crise financière sera, à l'horizon de la fin de l'année, modéré.

1 - Taux à court terme aux États-Unis



(1) À cette occasion, la Réserve fédérale a aussi de nouveau baissé son taux d'escompte de 50 points de base.

Sur la seconde partie de l'année, la croissance de l'économie mondiale devrait en tout état de cause s'infléchir, malgré la robustesse de la croissance dans les pays émergents : les perspectives globales d'activité dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services des pays de l'OCDE se sont repliées aux mois de juillet et août. Elles reviennent ainsi à leur niveau de début d'année.

Les prix du pétrole ont en outre continué à progresser au début du troisième trimestre : le 20 juillet, le baril de Brent a atteint un record, à près de 80 dollars. Après un recul au début du mois d'août, les prix sont repartis à la hausse : sur un marché contraint par l'offre et sensible aux facteurs géopolitiques, ils devraient rester volatils dans les mois à venir. Notre prévision s'appuie sur l'hypothèse d'un baril de Brent à 75 dollars en moyenne à l'horizon de la fin de l'année. Aux tensions sur le marché pétrolier s'ajoute l'accélération des prix agricoles et des matières premières. Cette accélération devrait se poursuivre au second semestre, entraînant une augmentation de l'inflation à la fin de 2007 qui devrait peser sur le pouvoir d'achat des ménages.

L'économie américaine ralentirait au second semestre

Les perspectives de croissance se sont assombries aux États-Unis. La stabilisation attendue du marché immobilier est en effet une nouvelle fois différée : les stocks de logements invendus restent à des niveaux élevés, la confiance des promoteurs a recommencé à chuter et les prix immobiliers continuent de baisser. En outre, la faiblesse des créations nettes d'emplois devrait perdurer aux États-Unis, avec une réduction quasi inéluctable dans le secteur de la construction résidentielle. Ces deux éléments devraient peser sur les dépenses de consommation des ménages (+ 0,3 % en prévision aux troisième et quatrième trimestres), ainsi que sur l'investissement résidentiel (- 2,6 % par trimestre en seconde partie d'année). La croissance en moyenne annuelle devrait ainsi nettement fléchir, à + 1,8 % en 2007, après + 2,9 % en 2006.

Bien que particulièrement affectée par la crise financière, l'économie britannique bénéficierait d'une croissance forte sur l'ensemble de l'année, autour de 3,0 %. Les dernières enquêtes dans l'industrie arguent une croissance soutenue de l'investissement productif au second semestre. En outre, la baisse de l'inflation par rapport au début d'année devrait offrir des gains de pouvoir d'achat aux ménages dont la consommation resterait solide.

Au Japon, l'activité progresserait de nouveau au cours des prochains mois, après avoir reculé au deuxième trimestre sous l'effet d'un repli important de la demande intérieure. Néanmoins, la croissance nipponne resterait pénalisée par la faiblesse de la demande des ménages. Elle s'établirait à + 1,9 % en 2007 après + 2,2 % l'année dernière. Des pressions déflationnistes persistent toujours au Japon et une appréciation du yen pourrait peser sur la bonne tenue du commerce extérieur.

Les pays émergents, et en particulier la Chine, l'Inde et la Russie, conserveraient des croissances élevées. L'activité en Chine ne montre actuellement aucun signe tangible de ralentissement. Comme au premier trimestre, la croissance du PIB a dépassé 11 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2007. L'activité resterait très dynamique : les mesures prises par les autorités moné-

taires pour la tempérer semblent pour l'instant inefficaces. Les pays d'Asie du Sud-Est continueraient de bénéficier du dynamisme de la croissance chinoise et l'accélération de l'investissement productif semble marquer la poursuite du cycle d'investissement.

En zone euro, la croissance continue de s'appuyer sur la demande intérieure

La croissance de la zone euro serait presque aussi forte en 2007 qu'en 2006 (+ 2,6 % en moyenne annuelle, après + 2,9 %). La demande intérieure la soutiendrait au second semestre, en dépit d'un investissement résidentiel atone. En revanche, le commerce extérieur serait pénalisé par un environnement international moins porteur. Sous l'hypothèse d'un taux de change de 1,40 dollar/euro en moyenne d'ici à la fin de l'année, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait ainsi légèrement négative en zone euro à cet horizon.

L'Allemagne devrait à nouveau avoir bénéficié en 2007 de la bonne tenue de son commerce extérieur. Sur l'ensemble de l'année, les échanges extérieurs contribueraient ainsi à hauteur de 1,2 point à la croissance du PIB outre-Rhin (+2,6 % en moyenne annuelle). Néanmoins, comme pour la zone euro, cette contribution serait légèrement négative au second semestre. Sur cette période, l'économie allemande croîtrait à un rythme annuel de l'ordre de 2 %, sensiblement inférieur à celui de 2006. Une accélération, de nature exceptionnelle, est toutefois attendue au quatrième trimestre (+0,6 % après +0,5 % au troisième) : les entreprises allemandes devraient avancer fin 2007 leurs dépenses d'investissement, afin de bénéficier des dernières possibilités d'amortissement fiscal élargi avant sa suppression au premier janvier 2008. En outre, après plusieurs années de modération salariale, 2007 pourrait être l'année du redémarrage des salaires. Ils accéléreraient, progressant de 1,6 % sur l'ensemble de l'année 2007, soit la plus forte hausse depuis six ans. Compte tenu du dynamisme des créations d'emplois, le pouvoir d'achat des ménages allemands rebondirait au second semestre. En conséquence, la consommation des ménages accélérerait et croîtrait de 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres. Sur l'ensemble de l'année, cela ne suffirait pas à contrebalancer l'impact négatif sur les dépenses des ménages du choc de TVA au premier trimestre. La consommation privée stagnerait donc en moyenne annuelle, tout en s'inscrivant en accélération en profil trimestriel.

En Italie, la nouvelle dégradation de la conjoncture industrielle, dont témoignent les enquêtes depuis la fin du deuxième trimestre, semble annoncer la poursuite de la baisse de la production industrielle sur la seconde moitié de l'année. Les problèmes structurels de productivité et de compétitivité de l'économie italienne devraient continuer de peser sur la croissance. Celle-ci n'atteindrait que 1,8 % en 2007, malgré un acquis conséquent de 1,1 point en début d'année.

Les exportations françaises portées par la zone euro et les pays émergents

Dans cet environnement international moins porteur, la demande mondiale adressée à la France progresserait en 2007 à son rythme de longue période. Elle serait

avant tout soutenue par la zone euro et les pays émergents. Les échanges extérieurs croîtraient même fortement au troisième trimestre, comme le laissent attendre les données douanières de juillet et la hausse des carnets de commandes à l'exportation.

Néanmoins, le solde des échanges manufacturiers pèserait en moyenne annuelle sur la balance commerciale française : l'appréciation de la devise européenne devrait être à l'origine d'une légère perte de compétitivité-prix. Les importations manufacturières seraient en outre dynamisées par une très forte demande des ménages dans ces produits. Toutefois, au second semestre, la contribution des échanges extérieurs à la croissance redeviendrait nulle : tirées par le dynamisme des exportations agro-alimentaires et énergétiques (pour ces dernières en partie dû à une hausse inhabituelle en juillet des exportations de produits raffinés), les exportations et les importations en biens et services croîtraient à un rythme annualisé de 5,1 %.

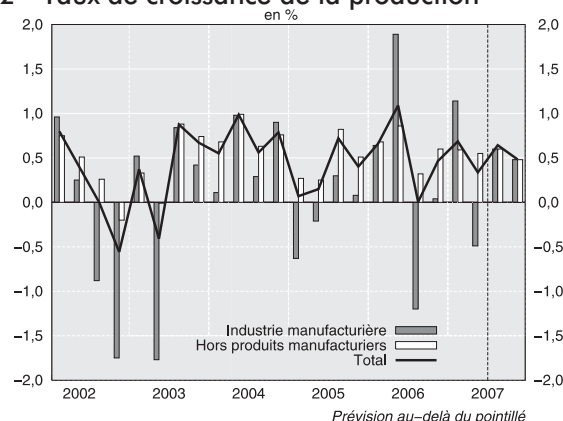
Une production industrielle et un investissement dynamiques

Excepté dans les activités financières, la croissance serait forte dans les principales branches au second semestre. Après un deuxième trimestre décevant, la production manufacturière devrait ainsi retrouver de la vigueur en seconde partie d'année (cf. graphique 2) : au troisième trimestre, l'ensemble des informations conjoncturelles, en particulier les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, suggère une embellie de la production manufacturière au cours de l'été (+0,8 % au troisième trimestre après -0,5 % au deuxième). Après un début d'année difficile, le secteur automobile devrait être relancé par la sortie de nouveaux modèles, même si la production du secteur est attendue en baisse en août, du fait d'une plus grande concentration qu'à l'accoutumée des congés annuels sur ce mois.

La production dans les services devrait également être dynamique au second semestre. Les enquêtes de conjoncture sont particulièrement bien orientées au troisième trimestre, notamment dans les services aux particuliers. Au total, la production de biens et services croîtrait ainsi de 2,0 % en 2007 s'inscrivant en léger ralentissement d'ici à la fin d'année.

Après un très bon premier trimestre, la correction de l'investissement en biens d'équipement a surpris au deuxième trimestre. Cette pause temporaire ne remet pas en cause la dynamique de l'investissement productif. Certes, l'investissement en bâtiment et travaux pu-

2 - Taux de croissance de la production



Source : Insee

blics garderait une croissance modérée au second semestre, en raison notamment d'un été pluvieux. Mais l'investissement en produits manufacturés augmenterait sur un rythme annualisé de 5 % d'ici la fin de l'année. En effet, les entrepreneurs devraient être incités à augmenter dans les prochains mois des capacités de production assez fortement sollicitées. Par ailleurs, le durcissement des conditions de financement n'entraînerait qu'un léger infléchissement de leur investissement en fin d'année. Au total, celui-ci croîtrait donc de 4,9 % en 2007, après 4,6 % en 2006. Si toutefois la crise financière persistait, l'incertitude sur l'évolution de la croissance, et donc sur les débouchés des entreprises, pourrait se renforcer. Leur investissement pourrait alors être ajusté à la baisse en fin d'année.

Haut niveau de créations d'emploi en 2007

Dans un contexte porteur, le marché du travail continuerait de s'améliorer dans les mois à venir, sans toutefois qu'on atteigne le nombre de créations d'emploi total exceptionnel du premier semestre (+ 212 000). L'emploi marchand non agricole augmenterait de 100 000 au second semestre. Les services aux particuliers et aux entreprises seraient les plus créateurs d'emploi avec respectivement + 84 000 et + 103 000 emplois créés en 2007. Au total, l'emploi dans les services marchands augmenterait de 256 000 en 2007 après 187 000 en 2006. Malgré un repli des emplois aidés au second semestre, les créations d'emploi total progresseraient encore en 2007 (340 000 contre 285 000 en 2006).

Compte tenu du ralentissement de la population active, cette accélération des créations d'emploi devrait se traduire par une décreue sensible du chômage en 2007. Sur l'ensemble de l'année, la baisse du chômage au sens du BIT pourrait être de l'ordre de 200 000 personnes, sous réserve des révisions que les travaux méthodologiques en cours d'achèvement sur l'enquête Emploi peuvent apporter à la mesure du chômage.

L'accélération du pouvoir d'achat des ménages soutiendrait leur consommation

Le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages accélérerait fortement au second semestre : plus de 4 % en rythme annuel. Il s'appuierait d'abord sur le maintien de salaires toujours dynamiques, tirés par l'amélioration continue du marché du travail. Il serait aussi conforté par l'accélération des revenus de la propriété. Enfin, plusieurs allègements fiscaux bénéficieraient aux ména-

ges : la baisse de l'impôt sur le revenu ⁽²⁾ et, au quatrième trimestre, celle des cotisations salariés liée à la défiscalisation des heures supplémentaires.

Cette accélération du pouvoir d'achat serait toutefois limitée par la poussée de l'inflation en fin d'année, sous l'effet principalement de l'accélération des prix alimentaires. Le glissement annuel des prix à la consommation s'établirait à 1,9 % au mois de décembre. Toutefois, l'inflation sous-jacente serait stable, malgré la pression des coûts salariaux.

Compte tenu de cette amélioration du pouvoir d'achat, les ménages augmenteraient leur consommation de 0,9 % au troisième trimestre et de 0,7 % au quatrième. Elle serait particulièrement vigoureuse dans les produits manufacturés d'ici à la fin de l'année : les chiffres disponibles sur juillet et août permettent d'anticiper une hausse de 1,8 % au troisième trimestre. La croissance des dépenses en services resterait quant à elle toujours aussi soutenue.

En moyenne annuelle, la croissance de la consommation des ménages resterait toutefois limitée à 2,1 % et leur taux d'épargne augmenterait, passant de 15,4 % en 2006 à 16,3 % en 2007, en phase avec l'accélération du revenu. Compte tenu de la modération de l'investissement en logement, le taux d'épargne financière augmenterait cette année (6,5 % en moyenne sur 2007 contre 5,5 % en 2006).

Une crise financière aux répercussions incertaines

Au total, la croissance du PIB se redresserait, en partie par un phénomène de rattrapage, à + 0,7 % au troisième trimestre. Au quatrième trimestre, la croissance se modérerait à + 0,5 % et elle atteindrait + 1,8 % sur l'ensemble de l'année. Cette prévision repose sur l'hypothèse que les effets de la crise financière resteraient limités au quatrième trimestre. Si la crise devait persister, alors les entreprises pourraient être conduites à différer de nombreux projets d'investissement, par manque de visibilité sur la croissance des débouchés ou par difficulté à en obtenir le financement, et la croissance en serait amoindrie. À l'inverse, si les conditions financières se normalisent assez rapidement et si les promesses de conjoncture se matérialisent pleinement, le PIB français pourrait croître plus fortement que dans notre scénario. ■

(2) La baisse de l'impôt sur le revenu au second semestre correspond à la partie allant au-delà de la baisse des comptes effectuée en début d'année.