FRANCE : ENTRÉE DANS LE TUNNEL ? *

Scénarios 2008-2009 pour l'économie française

Depuis l'été 2007, quatre chocs violents (financier, immobilier, de change et de pouvoir d'achat) affectent l'économie mondiale. La conjonction de ces chocs a cassé l'élan de croissance amorcé en 2006 en zone euro et hypothèque tout espoir de reprise en France en 2008 et 2009.

En 2008, l'économie française souffrira principalement de l'envolée du prix des matières premières, responsable du regain d'inflation qu'ont connu les économies occidentales. Absorbé principalement par les ménages, ce choc inflationniste, couplé à une détérioration du marché du travail avec notamment de très fortes destructions d'emplois aidés dans le secteur non marchand, contractera leur pouvoir d'achat et par là leurs dépenses.

En 2009, le retour à la normale de l'évolution des prix des matières premières alimentaire et énergétique sera compensé par l'aggravation des crises financière et immobilière : l'immobilier européen donne à son tour des signes inquiétants. C'est le cas bien sûr en Espagne et au Royaume-Uni mais aussi, dans une moindre mesure, en France. Le prix de l'immobilier dans l'hexagone devrait connaître une correction significative d'ici à la fin 2009 (–15 %). Par ailleurs, si nous ne retenons pas, à ce stade, l'hypothèse selon laquelle la crise financière dégénèrera en crise systémique ou en « credit crunch », la grande lenteur dans la normalisation du marché interbancaire rendra toutefois plus difficile le financement des banques qui devraient durcir à nouveau les conditions d'accès aux crédits, incitant alors au désendettement des agents privés. Ce nouveau durcissement, dans un contexte de dégradation des profits anticipés et d'un fort endettement des entreprises, devrait inciter ces dernières à freiner leurs projets d'investissement.

En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 0,9 % en 2008 et de 0,7 % en 2009, après 2 ,1 % en 2007. Le taux de chômage devrait repartir à la hausse et atteindre 7,8 % à la fin de 2009. De son côté, le déficit public devrait dépasser la barre des 3 % du PIB en s'établissant respectivement à 3,1 et 3,5 % en 2008 et 2009.

Ce scénario a été établi sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, la croissance pour la France serait de – 0,1 % en 2009.

* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Éric Heyer, composée de Christophe Blot, Marion Cochard, Hervé Péléraux et Mathieu Plane. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2008 et intègre les comptes nationaux trimestriels de septembre 2008, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au deuxième trimestre 2008 et les comptes d'agents jusqu'au premier trimestre 2008. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2000 et est estimé sur la période 1978-2003. La prévision est quant à elle présentée aux prix de l'année précédente chaînés

Vue d'ensemble [1]

La conjonction de chocs économiques violents qui se sont succédés depuis l'été 2007 (crise financière internationale initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, envolée du prix des matières premières, nouveau recul du dollar par rapport à l'euro) a cassé l'élan de croissance amorcé en 2006 en zone euro et hypothèque tout espoir de reprise en France en 2008 et 2009 [2] (tableau 1).

1. Résumé de la prévision pour 2008 et 2009

En %, moyenne annuelle

	2005	2006	2007	2008	2009
Taux de croissance du PIB	**1,7**	**2,4**	**2,1**	**0,9**	**0,7**
Contribution à la croissance					
Dépenses des ménages	1,6	1,8	1,6	0,7	0,7
Investissements et stocks des entreprises	0,3	0,5	0,6	0,0	-0,3
Dépenses des administrations	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5
Total de la demande intérieure	2,4	2,7	2,7	1,1	0,9
Solde extérieur	-0,7	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2
Taux de croissance du PIB (zone euro)	**1,7**	**3,0**	**2,6**	**1,1**	**0,8**
Autres indicateurs					
Inflation (IPC)	1,7	1,7	1,5	3,0	1,8
Taux d'épargne (*en % du RdB*)	15,0	15,1	15,7	15,8	15,8
Taux de chômage	8,9	8,8	7,9	7,4	7,7
Solde public (*en point de PIB*)	-2,9	-2,4	-2,6	-3,1	-3,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; OFCE, prévision *e-mod.fr* pour 2008 et 2009.

Après un recul du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre, les enquêtes de conjoncture confirment pour le second semestre la poursuite du repli de l'activité. Si contrairement à celui des ménages, le niveau de confiance des industriels a longtemps résisté aux événements de 2007, laissant espérer une sortie rapide de ce ralentissement, celui-ci a lâché prise depuis six mois. La crise financière et ses répercussions sur l'environnement économique international affectent désormais de façon très concrète les entreprises industrielles et les ménages français (graphique 1).

1. Cette partie a été rédigée par Éric Heyer.
2. Un tel scénario de reprise avait été envisagé lors de notre prévision de printemps. Pour plus de détails sur les raisons de nos révisions, se référer à l'encadré 1.

1. Les explications de nos révisions de croissance pour 2008

Lors de notre dernier exercice de prévision, nous envisagions une croissance de l'économie française de 1,9 % en 2008. La France ne parvenait pas à rattraper son retard de production accumulée depuis 2001 en raison de chocs extérieurs (envolée des prix des matières premières, appréciation de l'euro, crises immobilière et financière). Si ce constat reste valable, l'ampleur de ces chocs sur l'activité a été révisée à la hausse. C'est le cas tout particulièrement du choc inflationniste : la forte hausse du prix du baril, atteignant près de 145 dollars le baril en juillet 2008, n'avait pas été anticipée. Cela est venu rogner davantage le pouvoir d'achat des ménages français et donc leur consommation, mais aussi celui des ménages des pays partenaires de la France et par là, les exportations françaises. En supposant une stabilisation du baril à 100 dollars d'ici à la fin de l'année, le choc de prix amputerait de plus d'1 point l'activité en France, expliquant près de la moitié de la révision de notre prévision du PIB en 2008 (tableau).

Révisions des principaux chocs et leurs impacts sur nos prévisions de croissance pour 2008

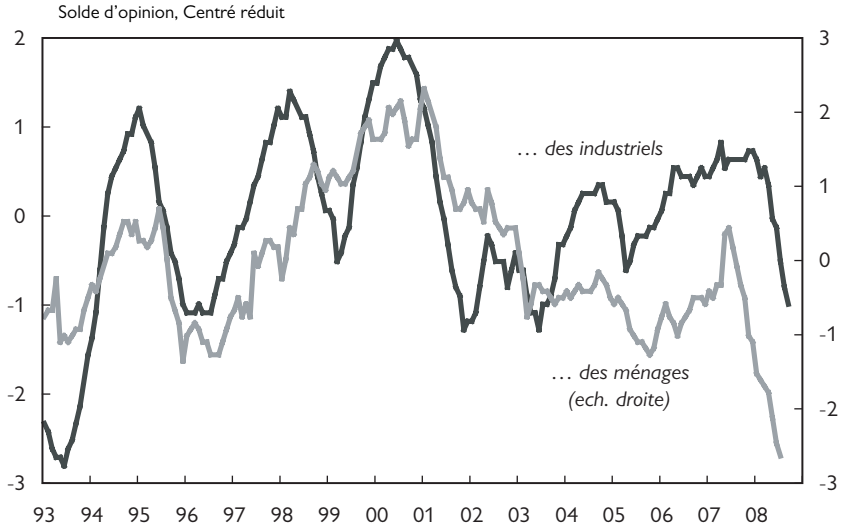
En point de %

	Ancienne prévision	Nouvelle prévision
Taux de croissance du PIB	**1,9 %**	**0,9 %**
Impact sur le PIB dû…		
… à l'envolée des prix des matières premières	- 0,6	- 1.1
Effet direct sur l'économie française	*- 0,3*	*- 0,6*
Effet via la demande adressée	*- 0,3*	*- 0,5*
… à l'appréciation de l'euro	- 0.2	-0,3
Effet direct sur l'économie française	*- 0.1*	*- 0,1*
Effet via la demande adressée	*- 0.1*	*- 0,1*
… à la baisse des prix de l'immobilier	- 0,2	- 0,2
Effet direct sur l'économie française	*- 0,1*	*- 0,1*
Effet via la demande adressée	*- 0,1*	*- 0,1*
… à la répercussion de la crise financière	- 0,3	- 0,6
Effet direct sur l'économie française	*- 0,2*	*- 0,2*
Effet via la demande adressée	*- 0,2*	*- 0,4*
Impact total sur la croissance	**- 1,3**	**- 2,2**

Sources : INSEE ; calculs OFCE *e-mod.fr*.

La deuxième grande explication à notre révision réside dans l'évaluation de l'impact de la crise financière. Si nous ne changeons pas notre analyse concernant l'impact direct de celle-ci sur l'économie française, nous révisons en revanche son impact sur l'économie mondiale et donc son incidence sur le commerce extérieur français.

1. Évolution de la confiance…



Source : INSEE.

L'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans les enquêtes auprès de l'industrie, des services, du bâtiment et des ménages, suggère que l'économie française devrait connaître un léger repli au cours du second semestre 2008, avec une croissance du PIB de -0,2 % et 0,1 % au troisième et quatrième trimestres, soit une hausse en moyenne annuelle de 0,9 % en 2008 [3].

Quelles sont les raisons de ce ralentissement ?

Les raisons de ce ralentissement sont connues et ne sont pas propres à la France. Elles sont au nombre de quatre :

— L'envolée du prix des matières premières, avec notamment un pétrole qui a renchéri de moitié au premier semestre 2008, se traduisant par un regain d'inflation qui vient rogner le pouvoir d'achat des ménages et par là leurs dépenses ;

— La crise financière internationale initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis ;

— Une nouvelle appréciation de l'euro, qui en prenant plus de 10 % face au dollar au cours du premier semestre 2008, a mis à bas une compétitivité des entreprises européennes déjà mal en point ;

— La baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis mais aussi en Espagne, au Royaume-Uni et dans une moindre mesure en France. Cette contraction de l'immobilier se répercute sur l'ensemble de l'économie à travers celle de l'activité dans le bâtiment, le ralentissement de l'investissement en logement et de la consommation des ménages par le canal de l'effet de richesse ;

3. Pour plus de détails, se référer à la partie « L'indicateur avancé : climat délétère ».

2. Les causes du ralentissement en 2008 et 2009

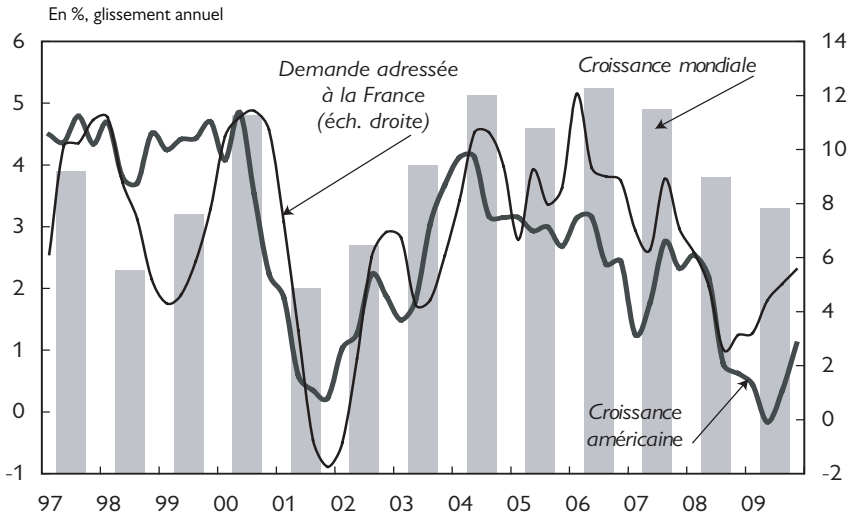
En point de %

	2008	2009
Taux de croissance du PIB (en %)	**0,9**	**0,7**
Impact sur le PIB dû…		
… à l'envolée des prix des matières premières	- 1,1	- 0,2
Effet direct sur l'économie française	*- 0,6*	*- 0,1*
Effet via la demande adressée	*- 0,5*	*- 0,1*
… à l'appréciation de l'euro	- 0,3	- 0,2
Effet direct sur l'économie française	*- 0,1*	*- 0,1*
Effet via la demande adressée	*- 0,1*	*- 0,1*
… à la baisse des prix de l'immobilier	- 0,2	- 0,9
Effet direct sur l'économie française	*- 0,1*	*- 0,4*
Effet via la demande adressée	*- 0,1*	*- 0,5*
… à la répercussion de la crise financière	- 0,6	- 1,1
Effet direct sur l'économie française	*- 0,2*	*- 0,4*
Effet via la demande adressée	*- 0,4*	*- 0,6*
Impact total sur la croissance	**- 2,2**	**- 2,4**

Note : Ces calculs d'impacts doivent se lire en référence à la production potentielle.
Sources : INSEE ; calculs OFCE *e-mod.fr*.

Ces différents chocs ont tous un double impact sur l'économie française : le premier est direct, touchant le pouvoir d'achat, le recours au crédit des agents privés français ou leur compétitivité. Le second passe par le canal du commerce extérieur : ces chocs étant communs à l'ensemble de l'économie mondiale, son ralentissement provoque un tassement de la demande étrangère adressée à la France (graphique 2).

2. Environnement international

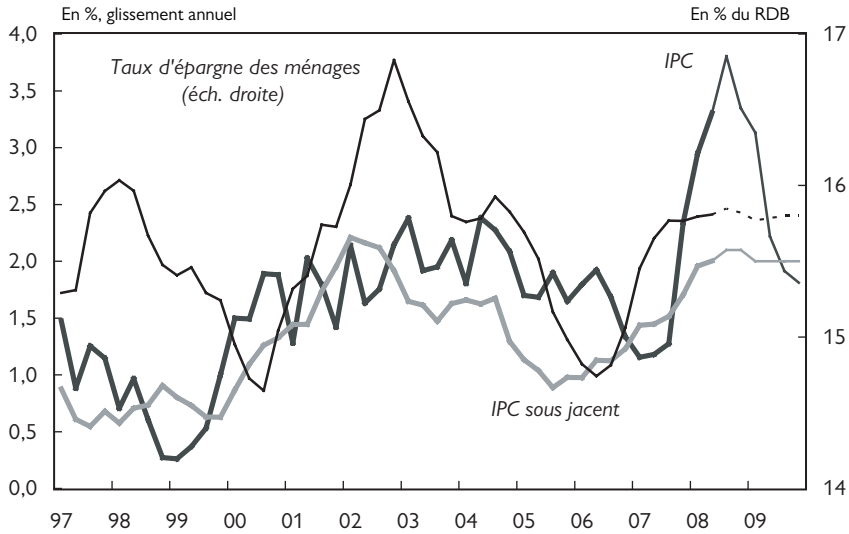


Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

D'un choc sur le pouvoir d'achat en 2008…

L'économie française souffrirait principalement en 2008 de l'envolée du prix des matières premières (tableau 2). Celle-ci est la principale responsable du regain d'inflation qu'ont connu les économies occidentales. En France comme en Europe, l'indice des prix à la consommation a connu son point haut en juillet, s'établissant à 3,6 %, rythme jamais atteint depuis les années 1980 alors que dans le même temps l'inflation sous-jacente se maintenait en deçà de la barre des 2 % (graphique 3).

3. Forte augmentation des prix et taux d'épargne en France



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Absorbé principalement par les ménages, ce choc inflationniste contractera leur pouvoir d'achat. Son impact sera maximal au troisième trimestre 2008, conduisant à un recul d'environ 1,6 point de la croissance du RDB réel en glissement annuel [4].

En limitant la dépense des ménages, ce regain d'inflation amputera de plus d'un demi-point la croissance dans l'hexagone. Ce mécanisme est également à l'œuvre dans les autres pays occidentaux et notamment européens, provoquant de la même manière un ralentissement de leur économie et donc de leur demande adressée à la France. Au total, le choc inflationniste coûtera plus d'un point de croissance à l'économie française en 2008, soit plus de la moitié du ralentissement de l'activité (tableau 2). À titre de comparaison, les retombées économiques de la

4. Pour plus de détails, se référer à la partie « Pouvoir d'achat : les raisons de la colère ».

crise financière pour la France en 2008 seraient deux fois moindres que celles liées à l'accélération des prix, et finalement d'une ampleur comparable à celles résultant de l'appréciation de l'euro ou de l'amorce de la contraction des prix de l'immobilier (tableau 2).

En 2008, ce choc inflationniste sera couplé à une détérioration sur le front de l'emploi avec notamment de très fortes suppressions d'emplois aidés dans le secteur non marchand [5] (tableau 3).

3. Évolution du marché du travail en France

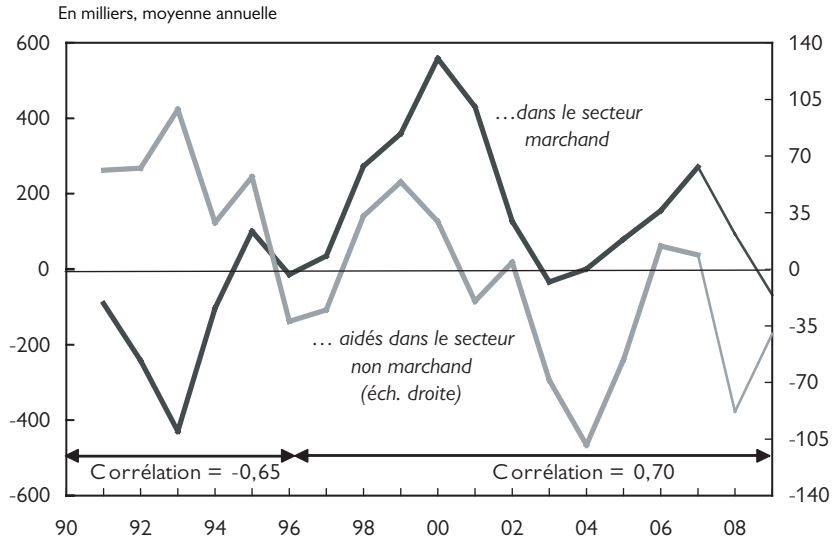
Variations annuelles, en fin d'année (en milliers)

	2005	2006	2007	2008	2009
Emploi total	**164,0**	**261,0**	**320,4**	**- 90,2**	**41,7**
Emplois marchands	103,0	195,0	283,0	- 9,5	34,1
Emplois aidés non marchands	- 39,7	39,7	- 25,6	- 100,6	- 12,3
Autres emplois	100,7	26,3	63,0	20,0	20,0

Sources : INSEE ; prévisions OFCE 2008 et 2009, *e-mod.fr*.

La politique de l'emploi, par l'intermédiaire du traitement social, ne jouera pas, une nouvelle fois, son rôle de « stabilisateur » du chômage. Bien au contraire, à l'instar de ces dix dernières années, le caractère pro-cyclique de ces interventions amplifiera la hausse du chômage en 2008 (graphique 4).

4. Créations d'emplois…



Sources : INSEE, DARES calculs et prévisions OFCE.

5. Pour plus de détails, se référer à la partie « Emploi : rupture sans préavis ».

… à un choc de désendettement en 2009

Si l'année 2009 devait souffrir des mêmes maux, leur hiérarchie pourrait changer, modifiant alors la perspective d'analyse et les remèdes.

C'est ainsi que l'envolée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires, qui a donné à l'inflation un profil spectaculaire, était en grande partie due à des mouvements de rattrapage ou spéculatifs et serait donc la résultante d'effets ponctuels. Sous l'hypothèse que le prix du pétrole se stabilise autour de 100 dollars le baril, soit 69 euros, et que les produits alimentaires rejoignent progressivement un rythme de hausse plus conforme à leur évolution de long terme, l'inflation devrait avoir atteint un pic en juillet 2008 pour ensuite entamer une décrue toute aussi spectaculaire que la hausse précédente, aidée en cela par l'apparition d'une base de calcul des évolutions annuelles plus favorable à partir du quatrième trimestre 2008 (graphique 3). Cette inversion de tendance ne compensera certes pas les pertes passées du pouvoir d'achat mais limitera son effet asphyxiant pour les ménages français et européens (tableau 2). Nous pouvons supposer que le desserrement de la contrainte inflationniste, couplé à de moindres destructions d'emplois, notamment d'emplois aidés non marchands, permettra une stabilisation du taux d'épargne.

4. Les déterminants des variations du taux d'épargne en France

En points

	2000-2007	2008*	2009*
Total	**0,0**	**0,1**	**0,0**
Écart critique (g – r)**	1,1	0,0	-0,2
Effet richesse immobilière***	-1,3	-0,1	0,1
Variation du chômage	0,3	0,0	0,1
Mesures Sarkozy [a]	-0,1	—	—
Réforme fiscale	0,1	0,2	0,0

* Prévisions OFCE

** L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages (g) et le taux d'intérêt à long terme (r). Cet écart résume la capacité des ménages à emprunter.

*** En prévision, nous avons supposé une baisse de 15 % des prix de l'immobilier.

a) Pour plus de détails, se référer à Valérie Chauvin *et alii* (2004) : « Évaluation du plan de relance de l'économie française », *Document de travail de l'OFCE*, n°2004-04, mai. D'après l'INSEE, sur les 15 milliards d'euros rendus à la consommation par ces mesures, seul 1,5 à 2 milliards ont été réellement dépensés et auraient alors permis une baisse de 0,2 point du taux d'épargne en 2004 compensée partiellement par une hausse de 0,1 point en 2005.

Sources : Calculs OFCE, *e-mod.fr*.

Ainsi, après une hausse de 0,9 point en 2007, faisant suite à une baisse continue depuis 4 ans, le taux d'épargne devrait se stabiliser à l'horizon de la prévision et s'établir à 15,8 % en 2009, niveau toujours significativement supérieur à celui des 15 dernières années (14,9 %) (tableau 4, graphique 3). Sous ces hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 1,3 % en 2009 après 0,9 % en 2008, rythme

peu soutenu et très inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,8 %) et au cours des 10 dernières années [6].

Par ailleurs, l'appréciation récente du dollar face à l'euro ne devrait pas se démentir et le taux de change devrait se stabiliser à 1,45 dollar pour un euro. Compte tenu du délai de transmission du taux de change à l'économie réelle, les bénéfices de cette baisse de l'euro se matérialiseront au cours de l'année 2009, desserrant également la contrainte de change sur l'activité au cours de l'année prochaine.

En revanche, les répercussions des crises financière et immobilière sur l'économie française devraient s'amplifier en 2009.

Le retournement de l'immobilier aux États-Unis, qui a débuté il y a 18 mois, n'est toujours pas achevé actuellement et devrait perdurer au cours de l'année 2009. Pire, alors que les économies européennes étaient jusqu'alors épargnées par le retournement, l'immobilier européen donne à son tour des signes inquiétants. C'est le cas bien sûr en Espagne et au Royaume-Uni mais aussi, dans une moindre mesure, en France.

Le prix de l'immobilier dans l'hexagone devrait connaître une correction significative d'ici à la fin 2009 (- 15 %, graphique 5), permettant aux rendements locatifs de combler l'écart enregistré depuis 2006 avec les rendements obligataires [7]. Ce retournement ferait baisser l'investissement des ménages de 3,8 % en 2009, amputant la croissance française de 0,7 point en 2009 (graphique 9).

Enfin, si dans notre scénario central la crise financière ne dégénère pas en crise systémique ni même en « *credit crunch* », son impact sur l'activité française sera important en 2009, comparable à celui du choc inflationniste pour 2008 (plus d'1 point de PIB, tableau 2).

Ainsi, si la restriction des crédits bancaires accordés aux agents économiques, affichée dans les enquêtes effectuées auprès des banques, ne se matérialise pas encore dans les données d'endettement bancaire – l'encours de crédit total accordé aux entreprises a progressé en glissement annuel de près de 15 % en avril dernier (graphique 6) –, certains éléments laissent entrevoir un ralentissement dans les mois à venir, déjà perceptible pour les ménages (graphique 7).

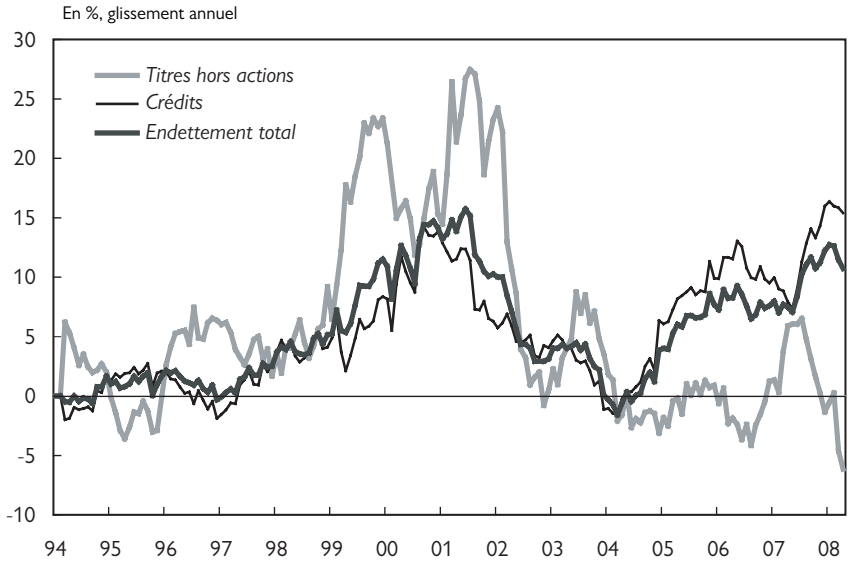
Parmi ceux-ci, la grande lenteur de la normalisation du marché interbancaire rend plus difficile le financement des banques qui devraient durcir à nouveau les conditions d'accès au crédit. Ce nouveau durcissement, dans un contexte de dégradation des profits et d'un fort endettement des entreprises (graphique 8), devrait inciter ces dernières à freiner leurs investissements (effet d'accélérateur financier et de demande).

6. Pour plus de détails, se référer à la partie « Pouvoir d'achat : les raisons de la colère ».
7. Pour plus de détails, se référer à la partie « immobilier : retour sur terre ».

5. Évolution des prix de l'immobilier en France

Sources : Notaires, INSEE, calculs et prévisions OFCE.

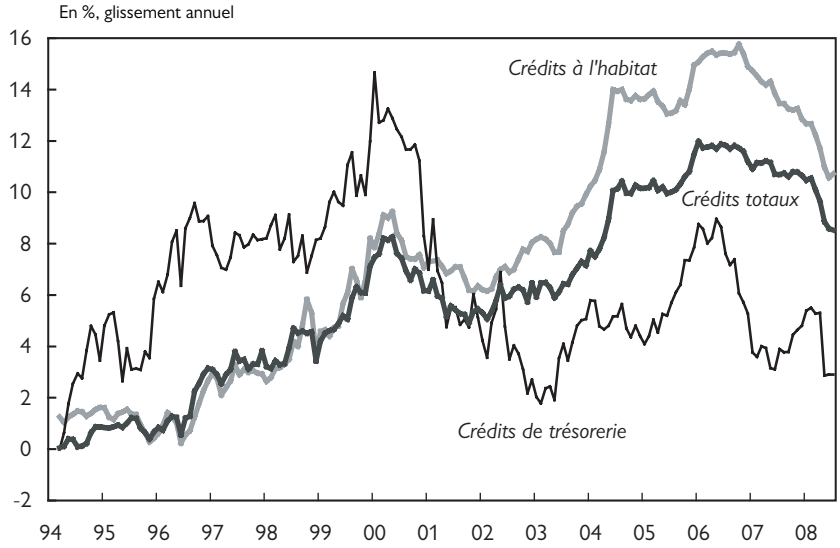
6. Financement des SNF en France



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

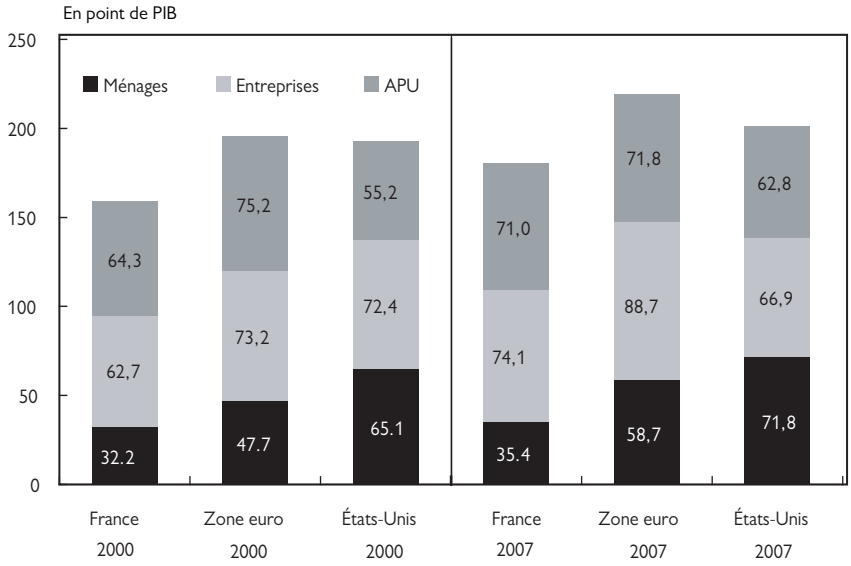
La formation brute de capital fixe (FBCF) des sociétés non financières (SNF) devrait baisser de près de 2,6 % en 2009, après avoir augmenté de 7,3 % en 2007 et de 1,9 % en 2008, recul comparable à celui observé au début des années 2000 (graphique 9).

7. Crédit aux ménages français



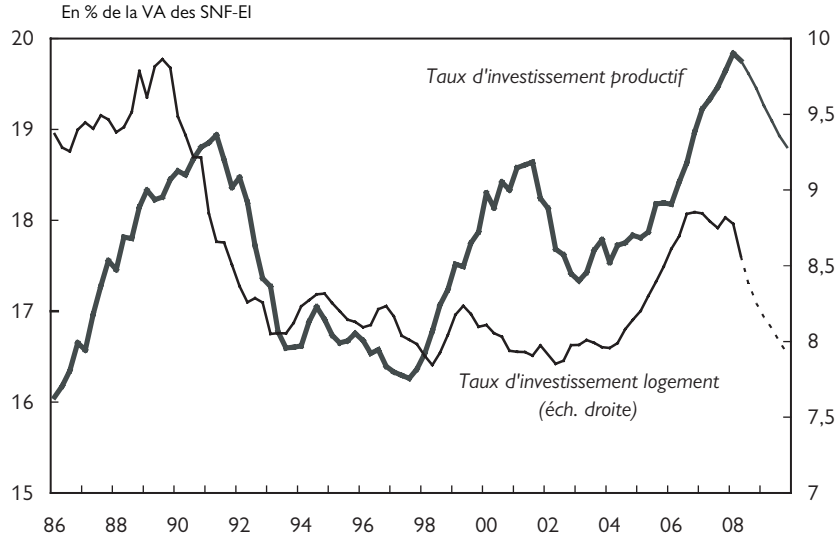
Sources : Banque de France, calculs OFCE.

8. Comparaison et évolution des taux d'endettements bruts



Note : La dette des APU est une dette brute qui tient compte de l'ensemble du passif des APU contrairement à la définition plus restreinte retenue par les critères de Maastricht. Cela permet de comparer les pays européens aux États-Unis.
Sources : Comptes nationaux, calculs OFCE.

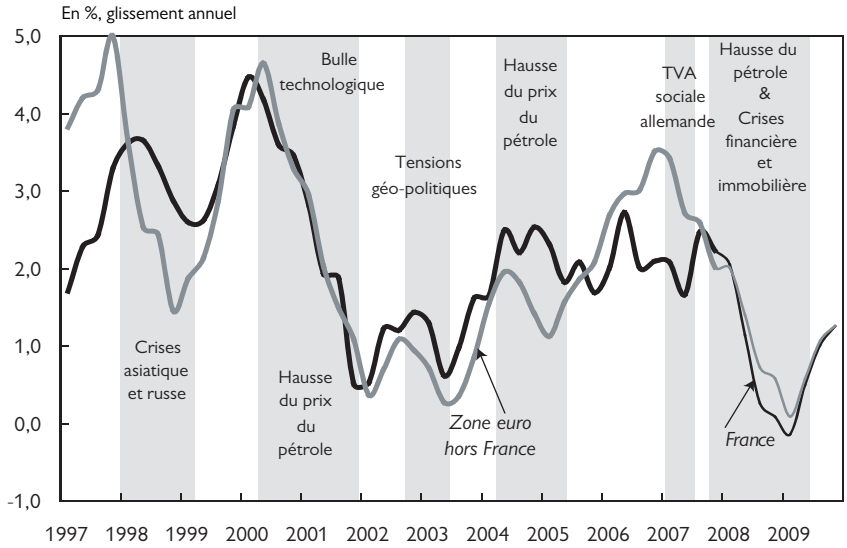
9. Taux d'investissement des agents privés en France



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* de 2008 à 2009.

Au total, pour des raisons certes différentes, la croissance de l'économie française en 2009 devrait être proche de celle de 2008, en n'excédant pas 0,7 % de croissance de son PIB. Ces performances pour 2008 et 2009 seraient proches de celles de ses principaux partenaires (tableau 5 et graphique 10).

10. Taux de croissance du PIB en France et en zone euro



Sources : Eurostat, INSEE, comptes trimestriels, OFCE, *e-mod.fr* à partir du troisième trimestre 2008.

La période récente (2006-2007) se caractérise par des performances françaises inférieures, pour la première fois depuis la mise en place de la monnaie unique, à celles enregistrées dans le reste de la zone euro (graphique 6).

Ainsi, au cours de la période 1997-2001, stimulée par le dynamisme du marché du travail et la baisse du taux d'épargne, l'économie française a enregistré un surplus annuel de croissance de 0,4 point par rapport au reste de la zone euro et de plus d'un point par rapport à ses deux principaux partenaires, l'Allemagne et l'Italie.

La reprise qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet au cours des années 2002-2004 confirmait ce schéma : certes molle en France (1,5 % en moyenne annuelle), la croissance est restée supérieure à celle observée dans le reste de la zone (1,0 %). Ce supplément de croissance s'explique en grande partie par une politique budgétaire plus expansionniste dans l'hexagone qu'en moyenne dans les autres pays européens.

5. Comparaisons européennes du PIB et de ses composantes

En %

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB	1997-2007	2,3	1,6	1,4	3,8	2,2
	2008	0,9	1,6	0,0	1,3	1,1
	2009	0,7	1,3	0.4	0.1	0.8
Consommation des ménages	1997-2007	2,8	0,9	1,5	4,0	2,1
	2008	0,9	-0,7	-0,2	1,2	0,4
	2009	1,3	0,8	0,7	0,1	0,9
Investissement total	1997-2007	4,3	1,5	2,6	6,7	3,3
	2008	0,2	3,8	-0,9	-1,8	0,9
	2009	-2,9	1,7	-0,8	-4,9	-1,0
Dépenses publiques	1997-2007	1,4	0,9	1,8	4,7	1,8
	2008	1,4	1,8	1,0	3,9	1,8
	2009	1,4	1,2	0,9	4,8	1,9
Exportations	1997-2007	4,4	7,9	2,8	5,4	5,9
	2008	2,6	5,0	1,2	3,1	3,5
	2009	3,4	4,6	3,0	3,8	3,7
Importations	1997-2007	4,3	6,3	8,8	6,0	6,1
	2008	2,4	4,0	-0,1	1,5	2,9
	2009	3,5	4,7	3,3	1,7	3,5

Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE pour 2008 et 2009.

Depuis 2005, cette logique s'est inversée. Les politiques budgétaires sont, en moyenne, moins restrictives en zone euro qu'en France, freinant alors davantage les performances de cette dernière : la reprise engagée dès 2005 dans la plupart des économies européennes (2,5 %) a été retardée et d'une ampleur moindre pour l'économie française (1,9 %), permettant à la zone euro de combler son retard de croissance accumulé depuis 2002 avec l'hexagone.

En ne parvenant pas à croître au-delà de son potentiel, l'activité ne permettra pas la poursuite de la décrue du chômage engagée à la mi-2005. La progression modérée de la population active limitera toutefois la hausse du taux de chômage qui devrait s'établir à 7,7 % de la population active en 2009 (tableau 1). De son côté, le déficit public devrait dépasser la barre des 3 % du PIB en s'établissant respectivement à 3,1 et 3,5 % en 2008 et 2009 [8].

Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2009. Ils sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : le ralentissement de la croissance américaine et sa transmission à l'ensemble des économies européennes pourraient s'avérer plus marqués que dans notre scénario (1,5 point de moins de demande adressée à la France), l'amputant alors de 0,3 point de croissance en 2009 (tableau 6).

6. Des scénarios illustratifs des risques sur la croissance française

En %

	2008	2009
Scénario central	**0,9**	**0,7**
Ralentissement plus prononcé de l'économie mondiale	0,8	0,4
Maintien d'une inflation à 3 %	0,8	0,3
Plan d'austérité	0,9	0,2
Baisse de 30 % des prix de l'immobilier	0,8	0,3
Retour à un prix du pétrole à 80 $ le baril	1,0	1,0
Scénario bis *	**0,8**	**- 0,1**

* Le scénario central a été établi sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Le scénario bis suppose un dérèglement persistant des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « scénario mondial ».
Source : Calculs OFCE.

8. Pour plus de détails, se référer à la partie « Finances publiques (automatiquement) déstabilisées ».

Un scénario de dynamique interne plus noir est également envisageable. Les trois principaux risques résident dans le maintien d'une inflation proche des 3 %, dans une correction plus franche sur le marché immobilier et dans la mise en place d'un plan de rigueur.

Dans le premier cas, sans l'assagissement des composantes de l'inflation liées aux prix des matières premières, les effets de « second tour » s'enclencheraient, alimentant en retour l'inflation, en maintenant son taux aux alentours de 3 % à l'horizon de notre prévision. Cela amputerait la croissance de 0,1 point de PIB en 2008 et de 0,4 point en 2009.

Nous avons également simulé un ralentissement plus marqué des prix de l'immobilier en France (30 % au lieu de 15 % retenu dans le scénario central). Ce franc ralentissement coûterait directement 0,1 point de croissance en 2008 et 0,4 point en 2009.

Par ailleurs, le dépassement de la barre des 3 % de déficit en points de PIB, peut engendrer un durcissement du contrôle des finances publiques : si l'acceptation par Bruxelles pour raisons exceptionnelles de ce dépassement est fortement envisageable, nous avons toutefois simulé l'hypothèse d'une impulsion négative supplémentaire d'1/2 point de PIB en 2009 correspondant à un supplément de recettes ou à des économies budgétaires de 9,8 milliards d'euros. Cela revient à une augmentation [9] de 0,9 point de la CSG ou de 1,1 point de la TVA. Un tel durcissement permettrait au déficit public de revenir sous la barre des 3 % en 2009. Mais ce plan de rigueur amputerait la croissance de 0,5 point par rapport à notre scénario central, et placerait l'économie française sur un rythme très inférieur à son potentiel de croissance, creusant son retard de production accumulé depuis 2001, et amplifierait la hausse du chômage qui repasserait au-dessus de la barre des 8 % en 2009.

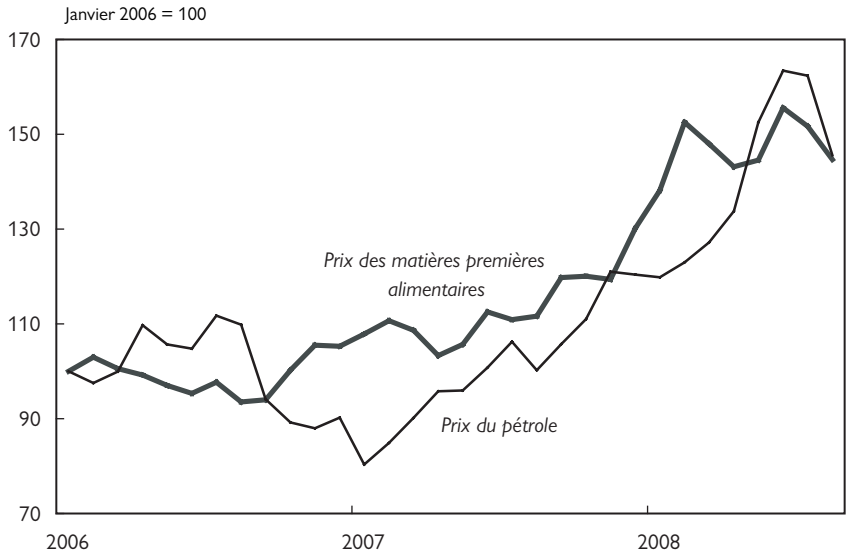
Enfin, ce scénario a été établi sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers [10], la croissance pour la France serait de – 0,1 % en 2009.

9. Les calculs sont effectués sur les taux apparents.
10. Pour plus de détails, se référer à la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie internationale » dans cette revue.

Prix sans ménagement [11]

L'inflation a effectué un retour remarqué depuis un an, passant de 1,2 % en août 2007 à 3,6 % en juillet 2008, niveau inégalé depuis le début des années 1990. Au-delà d'un effet technique lié au mode de calcul des évolutions d'une année sur l'autre qui amplifie le phénomène [12], la résurgence de l'inflation tient à la flambée du prix des matières premières énergétiques et alimentaires (graphique 11).

11. Prix du pétrole et des matières premières alimentaires en euros



Source : Thomson Financial.

À la reprise du prix du pétrole en janvier 2007, s'est en effet ajouté un choc sur les produits alimentaires. À l'été 2008, la hausse du pétrole sur un an culminait à plus de 60 %, celle des matières premières alimentaires à près de 40 %. L'effet direct de cette poussée des prix sur les marchés internationaux a été un renchérissement des prix de vente au détail en France.

L'indice des prix énergétiques à la consommation s'est ainsi élevé de plus de 18 % sur un an à l'été 2008, celui des prix alimentaires de plus de 6 % sur la même période. Compte tenu du poids de ces deux

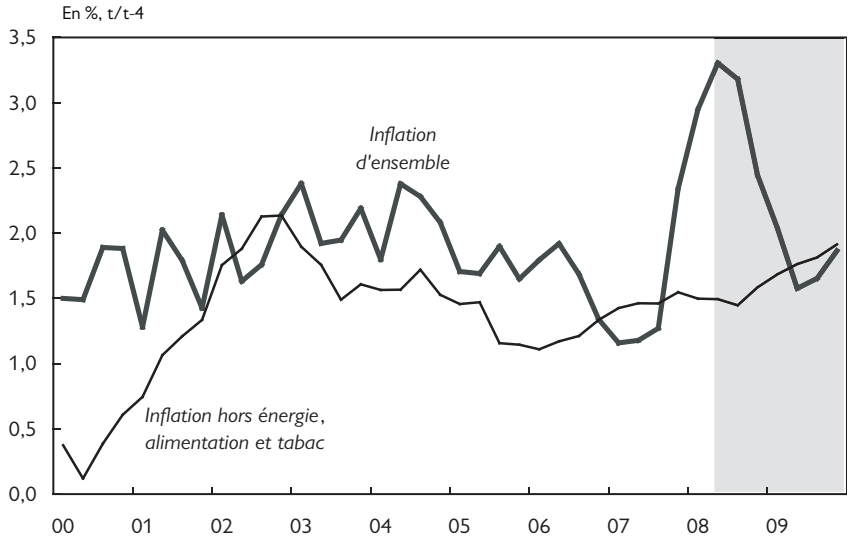
11. Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.

12. Voir sur ce point « Une base de comparaison des évolutions annuelles défavorable », « Perspectives 2008-2009 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 105, pp. 130-131. Selon nos calculs, l'effet de base induit par le calcul des évolutions de prix en glissement annuel est à l'origine d'un supplément d'inflation d'environ 0,5 point dans la première moitié de 2008. Il répercute en accélération le ralentissement des prix un an plus tôt sous l'effet de la baisse – temporaire – du prix du pétrole initiée dans la seconde moitié de 2006.

composantes dans l'indice d'ensemble, 7,9 % pour l'énergie et 16,4 % pour les produits alimentaires, leur contribution à l'inflation atteinte à la mi-2008 – 3,6 % en juillet – s'élève respectivement à 1,5 et 1 point, soit au total 2,5 points.

Les autres composantes de l'indice des prix ont, sur la même période, enregistré des évolutions qui dénotent l'absence de tensions inflationnistes majeures au sein de l'économie française (graphique 12). Elles n'ont réagi qu'aux effets dits de « premier tour », c'est-à-dire la répercussion de la hausse des coûts intermédiaires en énergie dans les prix de vente. Les produits manufacturés du secteur privé n'ont pas accéléré, conservant une évolution à peine positive. Au sein des services, seul l'indice du prix des transports a nettement accéléré, sous l'effet de la hausse du prix du pétrole. Cette accélération a toutefois été compensée par un ralentissement de la hausse des loyers et du prix des services de santé. Ces mouvements contraires n'ont donc pas infirmé la régularité de la trajectoire de l'indice du prix des services, au rythme moyen de 2,5 % l'an qui s'est instauré depuis 5 ans.

12. Inflation en France

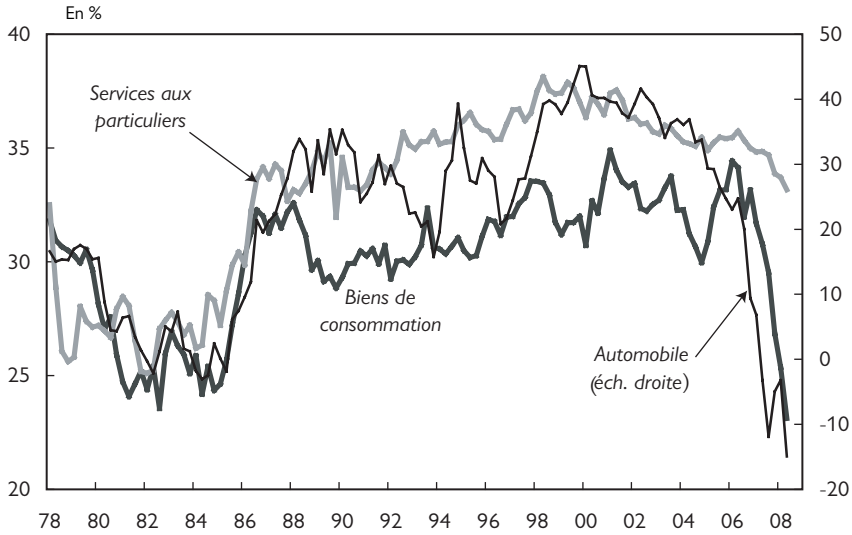


Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Le choc inflationniste lié aux matières premières n'a pas dégénéré en inflation de « second tour » où la poussée initiale des prix favorise des revendications salariales qui en retour alimentent l'inflation. En accélérant de moins de 0,5 point en deux ans, l'indice des prix hors énergie et alimentation est resté sage, ne répercutant même qu'une partie de la hausse des coûts intermédiaires jusqu'à l'utilisateur final. Les branches productives les plus proches de la consommation finale ont en effet

concédé des réductions de leurs marges dans un contexte de renchérissement des coûts de production (graphique 13). Les marges dans les branches industrielles situées en aval du système productif ont retrouvé des niveaux voisins de ceux enregistrés après le deuxième choc pétrolier, et même nettement inférieurs dans l'automobile. Bien que dans une moindre mesure, l'érosion des marges dans les services aux particuliers témoigne aussi de la difficulté qu'éprouvent les entreprises de ces secteurs à répercuter les hausses de coûts sur les prix à la production [13]. Greffée sur une tendance générale négative depuis le début de la décennie 2000 qui trouve son origine dans l'internationalisation accrue de la concurrence, la baisse des marges s'est accélérée ces deux dernières années avec les chocs de matières premières auxquels les entreprises ont dû faire face.

13. Taux de marge par branche *



* = Excédent brut d'exploitation / valeur ajoutée
Sources : INSEE, calculs OFCE.

Ce constat modèle les perspectives d'inflation à l'horizon de la prévision dans les services et les produits manufacturés : après les pertes subies, on tablera sur la nécessité pour les entreprises de redresser leurs marges par une accélération de leurs prix de production qui se transmettra aux prix à la consommation (tableau 7). On se gardera de voir dans un tel processus l'enclenchement d'un mécanisme type « effets de second tour » des chocs de matières premières, la marge de

13. Ce constat sectoriel tranche avec la meilleure tenue du taux de marge à l'échelon agrégé, ce qui montre que les branches de production situées en amont parviennent à mieux répercuter les hausses de coûts intermédiaires que les secteurs situés en aval.

manœuvre des entreprises restant limitée par la concurrence des pays émergents et celle des salariés par la précarisation du marché du travail et l'arrêt de la baisse du chômage. Les tensions issues du conflit de répartition resteront modérées et vraisemblablement bien moins virulentes que lors des chocs pétroliers de 1974 ou 1979 où la maîtrise des marges par celle des coûts salariaux était mission quasi impossible.

L'assagissement des prix des matières premières, au premier rang desquelles le pétrole, facilitera la restauration des marges des entreprises sans emballement des prix. Elle aura aussi un effet direct sur l'indice des prix à la consommation. Sous l'hypothèse que les prix des matières premières alimentaires retrouvent un rythme de progression plus conforme à leur trajectoire de long terme, après leur accélération de ces derniers trimestres, et que le prix du pétrole se stabilise au alentours de 100 dollars le baril, le pic d'inflation aura été atteint au deuxième et au troisième trimestres 2008 au-dessus de 3,0 %. Le retournement devrait se produire à partir du quatrième trimestre 2008, avec un recul de l'inflation à 2,4 %, puis une décrue jusque vers 2 % à l'horizon 2009, aidée en cela par un effet de base de calcul des évolutions annuelles plus favorable à partir de la fin 2008.

7. Glissement annuel des prix

En %

	Poids 2008 en %	2007	2008	2009
Alimentation	16,4	2,5	3,3	2,5
Energie	7,9	8,7	9,1	0,5
Produits manufacturés	31,6	0,3	0,4	0,7
Services	42,3	2,5	2,5	2,9
Tabac	1,8	6,2	0	0
Ensemble	100	2,3	2,4	1,9

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

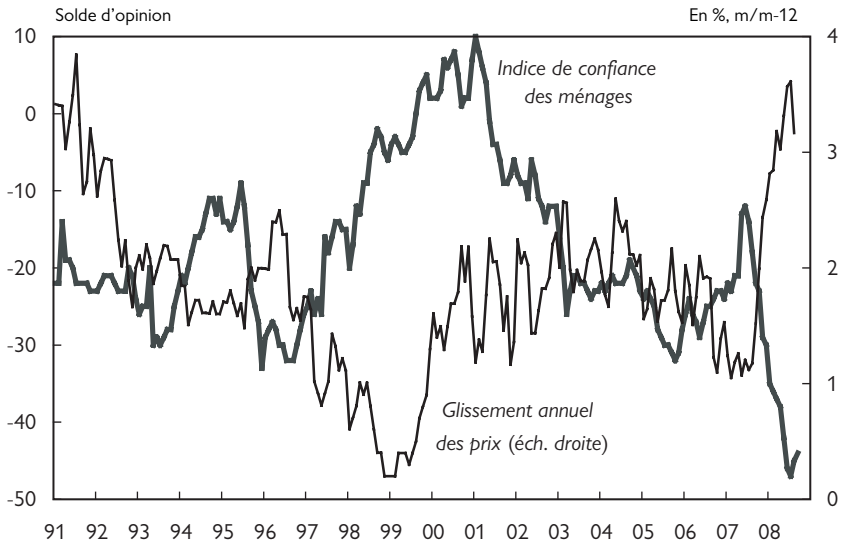
L'indicateur avancé : climat délétère [14]

Le choc de la confiance

Selon l'indicateur avancé, la hausse du PIB au deuxième trimestre 2008 était annoncée à 0,3 % quand les comptes trimestriels faisaient état d'un recul de 0,3 %. La dégradation du climat des affaires dans l'industrie à partir du printemps 2008 témoignait certes d'un ralentissement de la croissance, mais pas à la hauteur des résultats publiés par l'INSEE.

Il semble toutefois que le très mauvais chiffre du deuxième trimestre soit le résultat d'un facteur non pris en compte jusqu'à présent dans l'indicateur : l'effondrement de la confiance des ménages lié à la poussée inflationniste. Les ménages ressentent durement la montée de l'inflation et ses conséquences sur le pouvoir d'achat. L'indice de confiance des ménages a atteint un plus bas historique en juillet 2008, quand dans le même temps les prix flambaient (graphique 14). Même si historiquement le moral des ménages ne répond pas uniquement aux stimulations de l'inflation, l'effet de ciseaux est cette fois patent, et suggère que l'impact négatif de la hausse des prix à partir de la fin 2007 a pris le pas sur l'impact positif de la baisse du chômage.

14. Confiance des ménages et inflation



Source : INSEE.

14. Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.

Jusqu'à récemment, la confiance des ménages n'aidait pas à la construction de l'indicateur qui reposait principalement sur les enquêtes auprès des entreprises de l'industrie, du bâtiment et des services. Mais la primauté du comportement des ménages dans l'explication des fluctuations conjoncturelles récentes de l'économie française confère à l'indice de confiance du consommateur un rôle dans la description des mouvements du PIB qu'il n'avait pas auparavant (encadré 2).

Un horizon bouché

Selon l'indicateur, le PIB devrait reculer de 0,2 % au troisième trimestre 2008 (tableau 8). Même si l'enquête de septembre fait état d'une légère amélioration, la confiance des ménages, toujours historiquement basse, contribuera encore très négativement à la croissance alors que la forte dégradation du climat des affaires dans l'industrie, cet été, ajoutera au pessimisme des prévisions.

Pour le quatrième trimestre 2008, la décrue de l'inflation depuis son point haut de la mi-2008 devrait susciter un rebond de la confiance des ménages, lié au rythme de hausse des prix. Au contraire, l'enquête de conjoncture dans les services, dont la contribution à l'indicateur, encore positive, s'étiole, témoigne de ce que les composantes internes de la croissance sont touchées de manière aiguë par le ralentissement. Sous l'hypothèse que la dégradation du climat des affaires dans l'industrie ne s'aggrave pas d'ici à décembre, le PIB pourrait interrompre sa baisse au quatrième trimestre 2008.

Il résultera de ces prévisions un taux de croissance du PIB en moyenne annuelle en 2008 inférieur à 1 %, soit 0,9 %, et un acquis de croissance négatif au quatrième trimestre 2008 pour 2009, soit – 0,2 %.

8. Le taux de croissance du PIB selon les comptes trimestriels chaînés et selon l'indicateur avancé

En %, t/t-1

	2007				2008			
t/t-1	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
INSEE	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	-0,3	-	-
Indicateur	0,7	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,2	-0,2	0,1

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

2. Une nouvelle version de l'indicateur avancé

Jusqu'à récemment, l'information conjoncturelle concernant les consommateurs n'était pas intégrée à l'indicateur avancé qui s'appuyait essentiellement sur le climat des affaires dans les différentes branches de production. L'indicateur de confiance des ménages ne contribuait en effet pas à la modélisation du taux de croissance du PIB. L'effet du regain d'inflation sur le moral des ménages, et sur son rôle pressenti dans le ralentissement conjoncturel de 2008, a conduit à s'interroger sur son éventuelle introduction dans l'indicateur.

De fait la confiance des ménages est significative dans l'estimation depuis quelques trimestres, ce qui n'était pas le cas au moment de la conception de l'indicateur * (tableau). Les prévisions de ce nouvel indicateur pour la fin de l'année apparaissent bien plus négatives que celle issues de l'indicateur n'incorporant pas la confiance des ménages. Le nouvel indicateur retrace également de manière plus satisfaisante qu'auparavant la croissance durant la seconde moitié de 2007, l'appréciation des ménages sur leur situation tempérant le plus grand optimisme des chefs d'entreprise (graphique).

Estimation du taux de croissance trimestriel du PIB [1]

Période d'estimation 1988t3 / 2008t2	Retard [2]	Coefficient	Student
Climats des affaires			
Industrie (différence 1re)	0	4,33	9,3
Bâtiment (différence 1re)	2	3,30	3,3
Services (niveau)	2	0,67	5,4
Indicateur de confiance des ménages (niveau)	0	0,01	4,3
Prix réel du pétrole en euro	4	- 0,004	- 2,6
Taux de change réel dollar/euro	2	0,017	3.0
Ecart taux longs – taux courts	4	0,06	3,3
Constante		0.66	14,6
Indicatrice valant 1 au 4e trimestre 2001		-0 ,78	- 3,2

1 : Dans cette estimation, les résidus sont corrigés d'une autocorrélation d'ordre 1 ($\varepsilon_t = - 0.362\varepsilon_{t-1} + \mu_t$).

2 : Une variable avancée sur le taux de croissance du PIB est retardée dans l'équation (les variations du PIB répondent aux variations passées de la variable).

* Voir É. Heyer et H. Péléraux, « Un indicateur de croissance infra-annuelle pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 88, janvier 2004, pp. 203-218.

Taux de croissance trimestriel du PIB

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

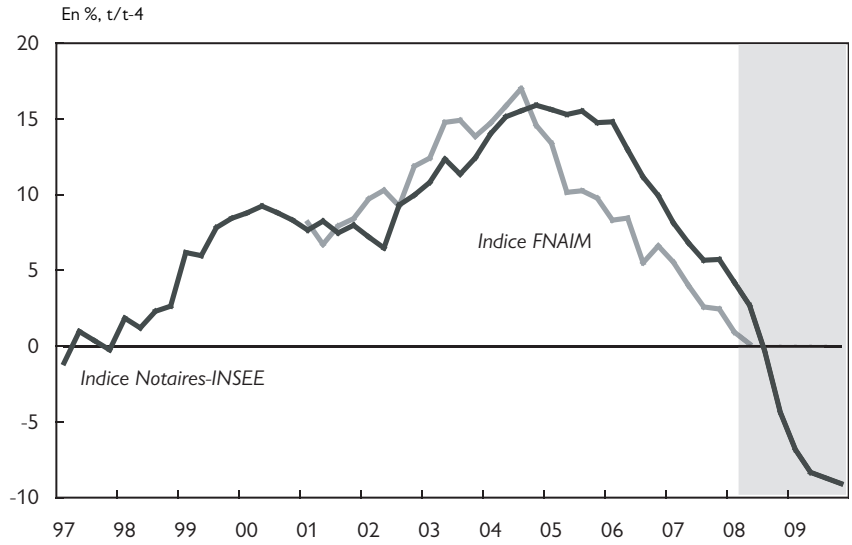
Immobilier : retour sur terre [15]

L'arrivée à maturité de la grande phase haussière de l'immobilier, entrevue lors dans nos précédents travaux [16], s'affirme au fur et à mesure que s'accumulent les indices de retournement du marché. Chaque semaine délivre ainsi son lot de statistiques, parfois spectaculaires, qui témoignent de l'engagement, désormais, d'une phase de correction.

L'ajustement en cours ne transparaît certes pas encore complètement dans les prix (graphique 15). Selon l'indice Notaires-INSEE, fondé sur les transactions effectives, ces derniers ont encore crû de 4,2 % sur un an au premier trimestre 2008. Cet indice n'affiche pas encore de baisse, mais témoigne néanmoins d'un fort ralentissement des prix par rapport aux rythmes de hausse de 15 % par an qui étaient encore enregistrés deux ans auparavant. L'indice de la FNAIM, plus avancé que le précédent puisque bâti sur les promesses de vente, fait état d'une stagnation des prix sur un an au deuxième trimestre.

15. Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.
16. Voir Sabine Le Bayon et Hervé Péléraux, « Immobilier : Noël au balcon, Pâques au tison », *Lettre de l'OFCE*, n° 282, mars 2007, ainsi que « Crispations dans l'immobilier », Perspectives 2007-2008 pour l'économie française, *Revue de l'OFCE*, n° 103, pp. 50-55.

15. Prix des logements anciens



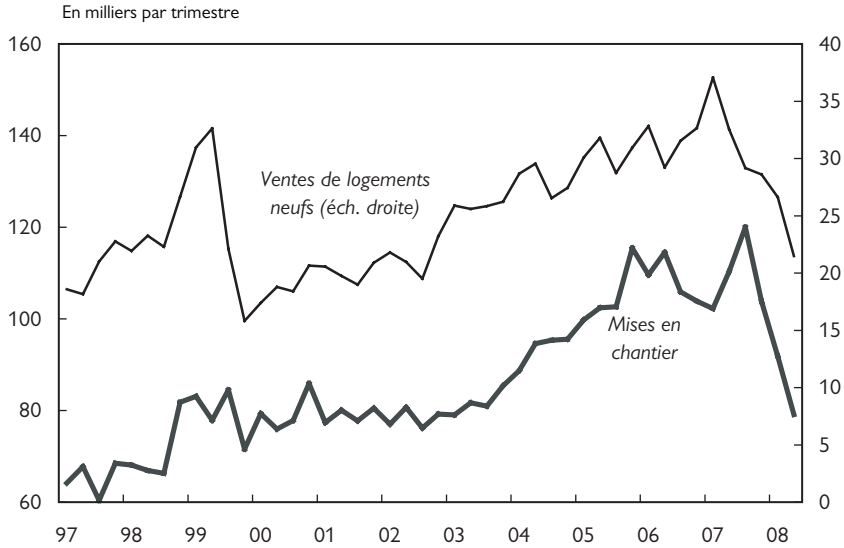
Sources : INSEE, FNAIM, prévision OFCE.

Un marché en retournement

Au premier abord, ce simple assagissement des prix est loin d'évoquer l'enclenchement d'un processus dépressif, mais à considérer les déterminants de l'offre et de la demande, il semble que les rouages du marché se soient grippés, ce qui n'incite guère à l'optimisme pour les prochains trimestres.

L'offre de logement en France ne subit pas les mêmes traumatismes qu'aux États-Unis où l'insolvabilité d'un grand nombre de débiteurs victimes des *subprimes* provoque un afflux de ventes forcées par les établissements créanciers, qui faisant jouer les hypothèques, poussent à l'effondrement des prix outre-Atlantique. Mais le marché digère probablement à l'heure actuelle le gonflement de l'offre de logements neufs à partir de 2003, encouragée d'un côté par l'optimisme des promoteurs et de l'autre par les mesures d'incitation à l'investissement locatif comme le dispositif « Robien » (graphique 16) : de 320 000 en moyenne par an entre 1999 et 2002, les mises en chantier se sont établies à 400 000 par an en moyenne entre 2003 et 2007, soit en cumul sur les cinq années, 400 000 logements supplémentaires. Cet apport a d'abord freiné la hausse des prix des logements anciens à partir de 2005 quand la demande était vive, puis s'est transformé en excès d'offre quand la demande s'est retournée. Il en a résulté une envolée des stocks de logements à vendre qui mécaniquement pèsera sur les prix de l'immobilier (graphique 17).

16. Mises en chantier et ventes de logements neufs



Source : Ministère de l'Écologie, de l'énergie, du développement durable et de l'aménagement du territoire.

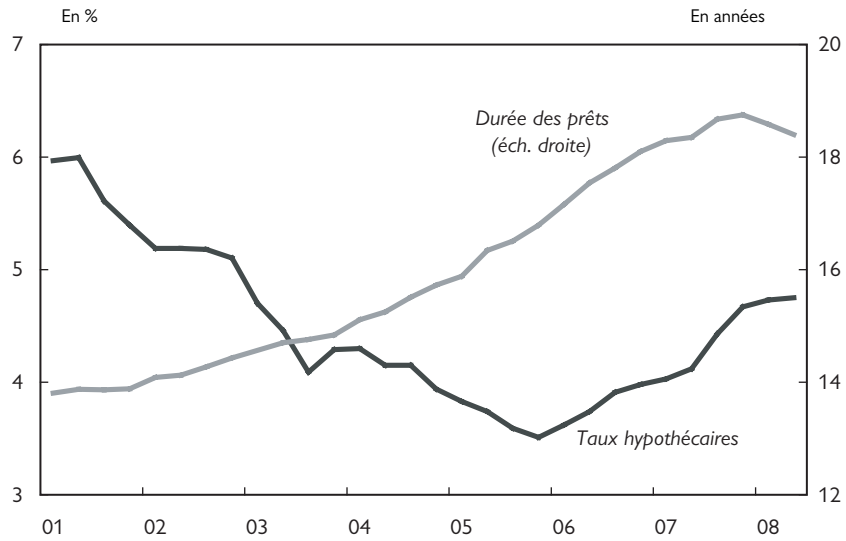
17. Stocks de logements neufs en mois de vente

Source : Ministère de l'Écologie, de l'énergie, du développement durable et de l'aménagement du territoire.

Parallèlement à l'expansion de l'offre, les conditions favorables qui expliquaient la vigueur de la demande dans la première moitié des années 2000 se sont peu à peu durcies (graphique 18). Depuis leur point bas, les

taux sur les nouveaux crédits à l'habitat ont regagné la moitié du terrain perdu entre 2001 et la fin 2005. La poursuite de l'allongement de la durée moyenne des prêts n'a pu s'opposer à la dégradation de la solvabilité des ménages liée à la remontée des taux d'intérêt. À titre d'exemple, un crédit de 100 000 euros à taux fixe de 6 % et à mensualités constantes contracté au début de 2001 pour une durée de 14 ans (durée moyenne constatée à l'époque) générait une mensualité de 880 euros. Le même crédit au taux de 3,5 % sur 17 ans contracté à la fin 2005 générait une mensualité de 650 euros, en baisse de 26 % par rapport à celle de 2001. Enfin, la même somme empruntée au deuxième trimestre 2008 au taux de 4,75 % sur 18 ans génère une mensualité de 690 euros, en hausse de 6 % par rapport à la précédente. La période de desserrement de la contrainte d'endettement est désormais révolue et l'amorce d'une baisse de la durée moyenne des emprunts dans la première moitié de 2008 est symptomatique du durcissement des conditions d'octroi des prêts par les banques, dans le contexte de crise qui affecte le secteur financier.

18. Taux hypothécaires et durée moyenne des prêts



Sources : Banque de France, Observatoire Crédit Logement/CSA.

Après dix années d'activité intense, le marché immobilier est ainsi appelé à se retourner, et les prix à entrer en phase baissière. On n'envisagera cependant pas l'enclenchement d'un processus à « l'américaine », le scénario de défaillance à grande échelle des ménages emprunteurs n'étant pas transposable à la France. Les règles prudentielles appliquées lors du montage des dossiers, beaucoup plus strictes de ce côté-ci de l'Atlantique, protègent les emprunteurs et limitent le risque de défaillance. Sauf dégradation profonde de la situation des ménages liée à

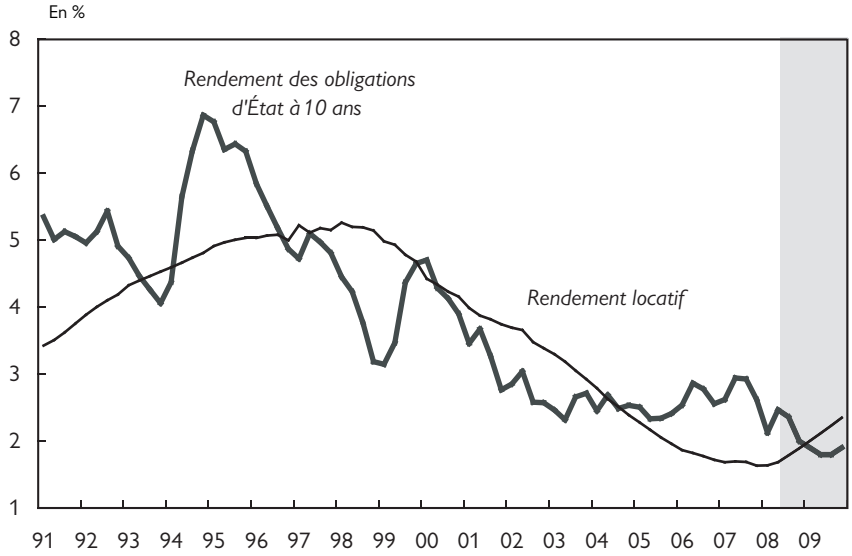
un recul du revenu ou à une forte remontée du chômage, le taux de défaillance sur les crédits immobiliers ne devrait pas s'élever outre mesure. L'arrivée sur le marché, comme aux États-Unis, d'une vague de logements saisis par les créanciers pour défaut de remboursement est peu probable, de même que l'effondrement induit des prix. Selon les données de la Banque de France, le bas niveau de la part des créances douteuses dans l'encours de dette aux ménages ne suscite pas d'inquiétude (3 % au premier trimestre 2008, sans évolution notable depuis deux ans). Son éventuelle remontée avec la dégradation de la situation conjoncturelle n'aurait vraisemblablement pas de conséquences macroéconomiques majeures et serait davantage une conséquence qu'une cause du ralentissement.

Néanmoins, l'abondance de l'offre dans le neuf, la dégradation de la solvabilité des ménages et la persistance d'une prime de risque négative pour les actifs immobiliers poussent pour un recul des prix. Au vu de l'évolution passée des loyers, des taux d'intérêt sur les obligations et de l'inflation, les prix de l'immobilier apparaissent clairement surévalués depuis la fin 2004 : la combinaison de l'arrêt de la baisse des taux longs réels, de la poursuite de la hausse des prix et, plus récemment, du ralentissement des loyers a annulé la prime de risque, restée longtemps positive depuis 1997 (graphique 19). Le marché est donc passé d'une situation de valorisation normale, justifiée par la baisse des taux d'intérêt, à une situation de survalorisation [17].

Malgré l'appui de la baisse des taux longs inscrite en prévision, la configuration actuelle a ouvert un potentiel de correction des prix. Des reculs respectifs de l'ordre de 5 et 10 % en 2008 et en 2009 redonneraient de l'attrait aux investissements dans l'immobilier et permettraient ainsi de retrouver une hiérarchie normale des rendements sur actifs risqués et non risqués. Au regard des hausses passées, ce repli serait somme toute modeste, et ne ferait que ramener les prix à leur niveau de la fin 2005. Cette hypothèse écarte l'éventualité d'un sur-ajustement à la baisse, symétrique du sur-ajustement à la hausse apparu depuis 2005. Le cas échéant, la correction à la baisse du marché pourrait être bien plus ample.

17. Le rendement de l'immobilier de logement a été calculé en compilant pour l'année 2003 diverses sources relatives, d'un côté au loyer annuel moyen en France par m2 et, de l'autre, au prix moyen observé à l'achat sur la même période. Il rapporte le loyer au prix. Pour l'ensemble du territoire français, c'est une approximation vraisemblable du rendement locatif. Les séries historiques ont ensuite été reconstituées sur cette base au moyen des indices de loyer et de prix des logements établis sur longue période par J. Friggit (CGPC). Par convention, le rendement locatif de l'immobilier a été dégrevé de 2 %, correspondant à la dépréciation du capital. Il s'entend hors frais de transactions et hors fiscalité. Il s'agit du rendement instantané, c'est-à-dire du rendement pour la première période du placement. Il n'inclut pas les flux de revenus futurs escomptés ni les plus-values potentielles.

19. Taux d'intérêt long réel et rendement locatif de l'immobilier



Sources : INSEE, FNAIM, Chambre des Notaires de Paris, J. Friggit (CGPC), Thomson Financial, calculs OFCE.

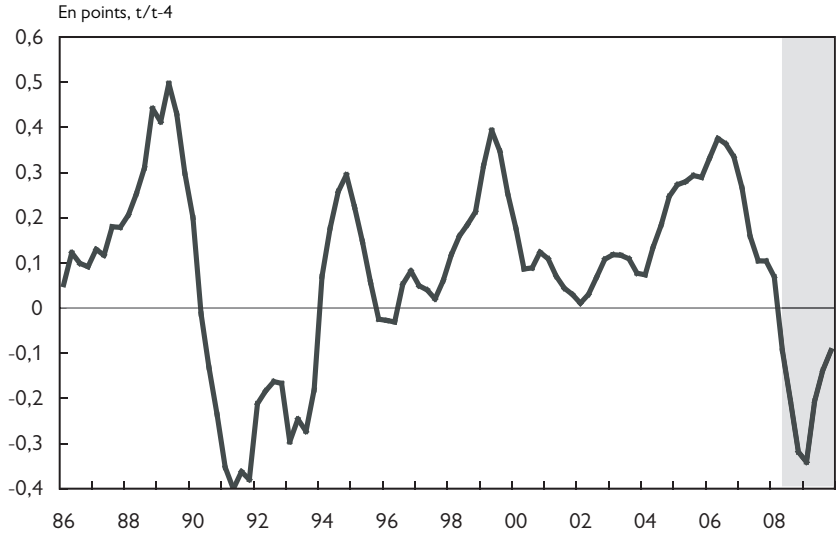
Quelles conséquences pour la croissance ?

Plusieurs canaux de transmission de l'exubérance immobilière des années 2000 ont irrigué l'économie française. Les mêmes canaux joueront pour diffuser les conséquences négatives du retournement du marché.

En premier lieu, l'investissement en logement a contribué positivement et de manière significative à la croissance, atteignant un pic à 0,4 point en 2006 qui figure parmi les meilleures contributions de ces vingt dernières années (graphique 20). L'abondance de l'offre, alors que la demande est bridée, devrait prolonger le ralentissement engagé en 2007 par un recul de l'investissement en logement. Sa contribution se creuserait donc jusqu'au début de 2009 pour rejoindre des niveaux comparables à ceux de la crise du début des années 1990.

L'activité a aussi bénéficié de l'expansion du crédit liée au boom de l'immobilier. En répondant à la demande de crédits immobiliers, les banques ont procédé à des injections de liquidités auprès des ménages. Ces liquidités, en circulant de vendeur en vendeur, ont profité à ceux situés en bout de chaîne qui, en ne rachetant pas à la hauteur du produit de leur vente, ont pu affecter une partie des plus-values réalisées à la consommation. N'ayant pas de contrepartie en termes de revenu, ce supplément de consommation a contribué à la baisse du taux d'épargne, de 1,3 point entre 2002 et 2007.

20. Contribution de l'investissement en logement à la croissance

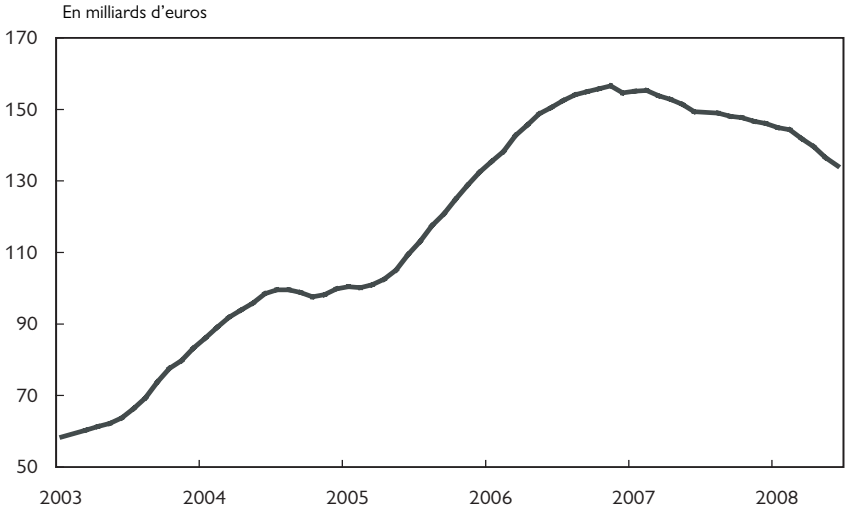


Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Ce mécanisme est désormais arrivé à son terme. Le tarissement du crédit, illustré par la baisse de la production de nouveaux crédits depuis la mi-2007 (graphique 21), ralentit l'activité du marché immobilier et raréfie les opportunités, pour les vendeurs, de concrétiser leurs plus-values. Le mécanisme inverse à celui des années de boom devrait donc se mettre en place avec la fin de l'effet de richesse immobilière sur la consommation.

Au total, selon les estimations du modèle *e-mod.fr*, le retournement du marché immobilier coûterait directement à l'économie française 0,1 point de croissance en 2008, et 0,4 point en 2009, hors effet négatif indirect de la demande étrangère adressée à la France, lié aux crises immobilières chez ses principaux partenaires (- 0,1 point en 2008 et - 0,3 point en 2009, voir tableau 2).

21. Production de nouveaux crédits à l'habitat en cumul sur 12 mois



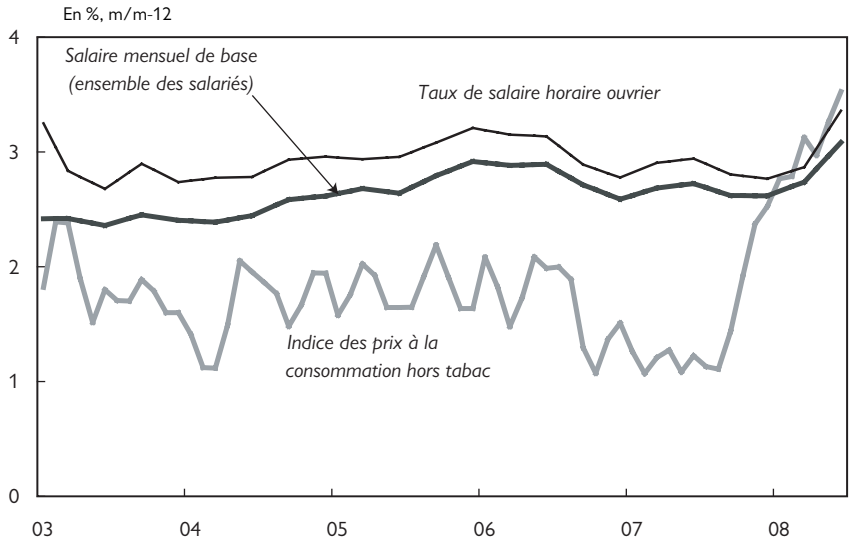
Source : Banque de France.

Pouvoir d'achat : les raisons de la colère [18]

Les salaires à l'index

Selon l'enquête sur l'Activité et les conditions d'emploi de la main d'œuvre (ACEMO), réalisée par le ministère du Travail, les salaires individuels ont accéléré depuis le début de 2008, répondant, par des mécanismes d'indexation automatique, comme le SMIC, ou à des négociations individuelles à la poussée d'inflation apparue à la fin de l'année 2007 (graphique 22). Mais ces déterminants de marché ou ces mécanismes d'indexation ne se traduisent que par une réponse très partielle de la moyenne des salaires à l'accélération de l'inflation, ce qui a finalement annulé toute progression des salaires réels en 2008.

22. Salaires individuels et taux d'inflation



Source : Enquête ACEMO, ministère du Travail.

En prenant en compte les éléments du revenu des ménages autres que les salaires, le constat est tout aussi terne. Le revenu disponible brut (RDB) réel a perdu plus de deux points de progression annuelle, passant de 3,3 % au deuxième trimestre 2007 à 1,1 % au deuxième trimestre 2008 selon les comptes nationaux du deuxième trimestre.

La brutalité du regain d'inflation depuis la fin 2007 explique ce retournement spectaculaire alors que les évolutions nominales n'ont pas

18. Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.

subi de baisse de régime notable. Mais cet effet, du fait même de sa nature purement mécanique, laisse finalement entrevoir assez rapidement la perspective d'un retour à des évolutions moins défavorables. L'assagissement du prix du pétrole et des matières premières alimentaires, déjà engagé à l'automne 2008, conduira à un reflux de l'indice des prix, tout aussi rapide que sa hausse fut soudaine. À partir de la fin de l'année 2008, l'évolution infra-annuelle du pouvoir d'achat du RDB bénéficiera donc de la désinflation.

La politique fiscale rognée par l'inflation

Les évolutions en moyenne annuelle ne traduiront pas cette accalmie sur le front du pouvoir d'achat en fin d'année : après une bonne année 2007, durant laquelle il avait progressé de 3,3 %, le RDB réel croîtrait de moins de 1 % en 2008, un rythme très en-deçà de celui de ces 20 dernières années (tableau 9).

9. Croissance du revenu réel des ménages

En %, volume, moyenne annuelle

	2007	2008	2009	Moyenne 1985-2007
Revenu disponible brut	3,3	0,9	1,3	2,3
Dont :				
Salaires bruts	2,4	0,4	0,6	2,2
Cotisations sociales	1,8	-1,4	1,6	1,9
Prestations sociales	1,6	1,2	3,0	2,5
Revenu brut des entreprises individuelles	3,1	0,5	1,7	0,5
Dividendes et intérêts nets	2,5	0,2	2,5	3,3
Impôts (yc CSG et ISF)	- 0,8	- 0,7	2,0	4,3
Déflateur de la consommation	2,0	3,1	2,0	1,9
Consommation	2,5	0,9	1,5	2,2
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,7	15,8	15,8	14,8

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

La politique fiscale du gouvernement Fillon a atteint son plein régime en 2008, avec pour effet de soutenir le RDB dans un contexte inflationniste marqué, d'abord par l'aménagement de l'impôt sur la fortune (ISF), avec le passage du bouclier fiscal de 60 à 50 % des revenus, puis par la baisse de l'ISF au travers de la déduction jusqu'à 50 000 euros du montant de l'impôt dû s'ils sont investis dans les PME, et enfin du relèvement de l'abattement sur la résidence principale. La baisse de l'impôt, au titre de ces trois dispositifs, s'élèverait à 1,7 milliard en 2008. En l'absence de mesures supplémentaires en 2009, l'effet de ces dispositifs sur la croissance du RDB disparaîtra l'année prochaine.

Les ménages bénéficient aussi de la baisse des droits de mutation pour 1,57 milliard en 2008 (200 millions supplémentaires en 2009), et du crédit d'impôts sur les intérêts d'emprunt immobiliers pour 400 millions en 2008 (1,3 milliard en 2009). Le dispositif phare du gouvernement, l'exonération de la part salariale des charges sociales sur les heures supplémentaires et leur défiscalisation, devrait conduire à un transfert en faveur des ménages de 2 milliards en 2008 (730 millions en 2009). Au total, c'est environ 5,7 milliards qui reviendront aux ménages en 2008 au titre du « paquet fiscal ».

Aux mesures existantes [19], s'ajouteront pour 2009 celles issues du projet de loi de finances présenté à l'automne 2008, avec, côté transferts en faveur des ménages, l'effet des prêts à taux zéro pour l'achat ou la rénovation de logements « écologiques » (650 millions) et, côté prélèvements, les restrictions du crédit d'impôts « chaudières », la réduction des avantages fiscaux liés aux biocarburants (900 millions) ainsi que les taxes sur les revenus du capital destinées au financement du Revenu de solidarité active. En 2009, le revenu des ménages bénéficiera ainsi d'un apport de 2,6 milliards.

Avec une hausse de 1,3 % en 2009, le RDB réel regagnerait un peu de vigueur sous l'effet de la désinflation, mais le ralentissement de ces évolutions en termes nominaux, de 4 % en 2008 à 3,3 % en 2009, empêchera de bénéficier à plein du ralentissement des prix. La politique fiscale généreuse continuera à soutenir le RDB, mais la dégradation du marché du travail, avec le retour des destructions d'emplois et la remontée du chômage, pénalisera les revenus d'activité.

Consommation : régime basses calories

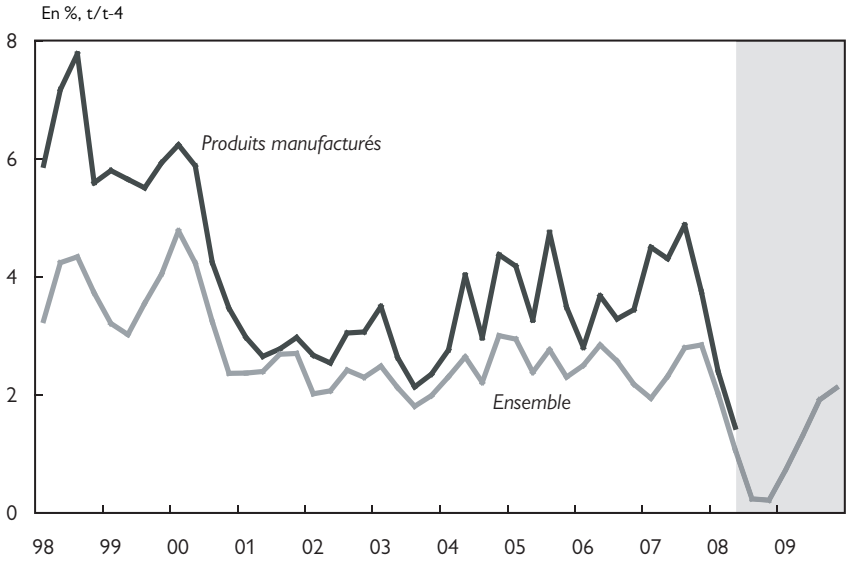
Face aux soubresauts des prix de l'énergie et de l'alimentation, les ménages ont réduit leur consommation au premier semestre 2008, d'abord en amputant leur consommation de carburants, puis en reportant sur d'autres postes le surcoût de la consommation énergétique incompressible. De près de 5 % d'une année sur l'autre au troisième trimestre 2007, la progression de la consommation de produits manufacturés est tombée à 1,5 % au deuxième trimestre 2008, rythme le plus faible de ces dix dernières années. Sur un champ exhaustif, c'est-à-dire incluant tous les postes de consommation des ménages et non plus les seuls produits manufacturés, les comptes nationaux décrivent un recul de la consommation dans la première moitié de 2008, -0,1 % chaque trimestre.

La croissance française a ainsi perdu un de ses moteurs les plus actifs durant la décennie 2000. S'il n'était que ponctuel, car lié au pic d'inflation,

19. La réforme des modalités de prélèvement sur les dividendes, c'est-à-dire l'imposition au prélèvement forfaitaire libératoire et le prélèvement à la source de la Contribution sociale généralisée frappant les dividendes, instituée en 2008, rendra 2,1 milliards aux ménages en 2009.

ce ralentissement ne nourrirait pas d'inquiétude au-delà du troisième trimestre 2008. Mais même si elles se redressent en 2009, les dépenses pourraient être durablement affectées par les chocs immobilier et financier, et ne retrouveraient pas leur dynamisme antérieur. Le taux d'épargne, sur la baisse duquel s'est appuyée la solidité de la consommation depuis 2002, devrait interrompre sa décrue, sous l'influence notamment de l'inversion du cycle immobilier et de la montée de l'incertitude.

23. Consommation des ménages



Source : INSEE, prévisions OFCE.

Emploi : Rupture sans préavis [20]

Au premier semestre 2008, la situation du marché du travail s'est dégradée, après une très bonne année 2007. L'emploi a d'une part été touché par les restrictions budgétaires sur les contrats aidés non marchands, qui se sont traduites par la destruction de 45 500 emplois en l'espace d'un semestre. Et d'autre part, l'emploi marchand s'est infléchi au cours du semestre, en raison du retournement de la conjoncture : après le ralentissement des créations d'emplois au premier trimestre, le marché du travail s'est retourné extrêmement rapidement, avec la destruction de 34 700 emplois au deuxième trimestre. Sur l'ensemble de l'économie, l'ampleur des destructions d'emploi atteint 18 000 emplois sur le semestre (contre 127 400 créations au second semestre 2007), avec un profil trimestriel très marqué (+ 31 900 au T1 et - 50 000 au T2).

En conséquence, le taux de chômage en métropole, en baisse en début d'année, s'est stabilisé au deuxième trimestre à 7,2 %, contre 7,5 % fin 2007.

Nous anticipons une dégradation du marché du travail à l'horizon de notre prévision. Les destructions d'emploi devraient se poursuivre au second semestre 2008, avec une baisse de 113 000 de l'emploi total. Sous l'effet de la conjoncture, l'emploi marchand marquera le pas en 2008 et 2009 (-50 400 emplois en 2008 et -9 700 en 2009, contre + 283 000 en 2007). Mais c'est l'arrivée à terme de contrats aidés dans le secteur non marchand qui pèsera principalement sur l'emploi en 2008, avec une destruction de 100 600 emplois. En 2009, les créations d'emplois aidés se maintiendront au même rythme, ne générant ainsi que 12 300 destructions d'emploi. Par conséquent, le chômage devrait augmenter au second semestre 2008, pour se stabiliser à 7,7 % en 2009.

10. Emploi et chômage

Variations annuelles, en milliers, au dernier trimestre

	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2008 S1*
Population active observée	132,0	208,0	98,0	91,4	-84,6	38,5	-81,1
Emploi total	77,0	164,0	261,0	320,4	-131,0	-2,1	-18,1
- Emplois marchands	39,0	103,0	195,0	283,0	-50,4	-9,7	17,3
- Emplois aidés non marchands	-95,6	-39,7	39,7	-25,6	-100,6	-12,3	-45,5
- Autres emplois	133,6	100,7	26,3	63,0	20,0	20,0	10,0
Chômage	55,0	44,0	-163,0	-229,0	46,5	40,6	-63,0

* Prévisions OFCE.
Sources : INSEE et ministère du Travail; prévision OFCE.

20. Cette partie a été rédigée par Marion Cochard.

Le profil des créations d'emplois et du chômage met en évidence deux phénomènes :

1. L'économie française est aujourd'hui plus flexible que par le passé. En effet, alors que les modélisations usuelles indiquent un ajustement progressif de l'emploi à la conjoncture, les destructions d'emploi marchand ont eu lieu cette fois-ci quasi-instantanément.

2. Au premier semestre, l'emploi et le chômage ont baissé simultanément, ce qui impliquerait une baisse de la population active. Comment expliquer cette baisse de la population active observée alors que les projections de population active de l'INSEE prévoient une hausse de la population active en 2008 ?

Un ajustement plus rapide de l'emploi marchand

À la différence des phases de ralentissement précédentes, l'ajustement de l'emploi au retournement conjoncturel du deuxième trimestre a été important et quasi-instantané. À très court terme, les entreprises préfèrent en effet attendre la confirmation du ralentissement de l'activité avant de procéder à des réductions d'effectifs, et elles choisissent généralement d'ajuster les volumes horaires à l'évolution de la demande, *via* les heures supplémentaires notamment. L'ajustement du cycle de productivité à un choc de valeur ajoutée nécessite donc un délai de deux trimestres [21], comme l'illustre le graphique 24.

Dans le cas présent, l'ajustement opéré habituellement *via* les heures supplémentaires n'a pas eu lieu. Les chiffres de recours aux heures supplémentaires fournis par l'ACOSS montrent en effet que le volume d'heures supplémentaires s'est maintenu, et que l'ajustement des entreprises a été directement effectué sur l'emploi.

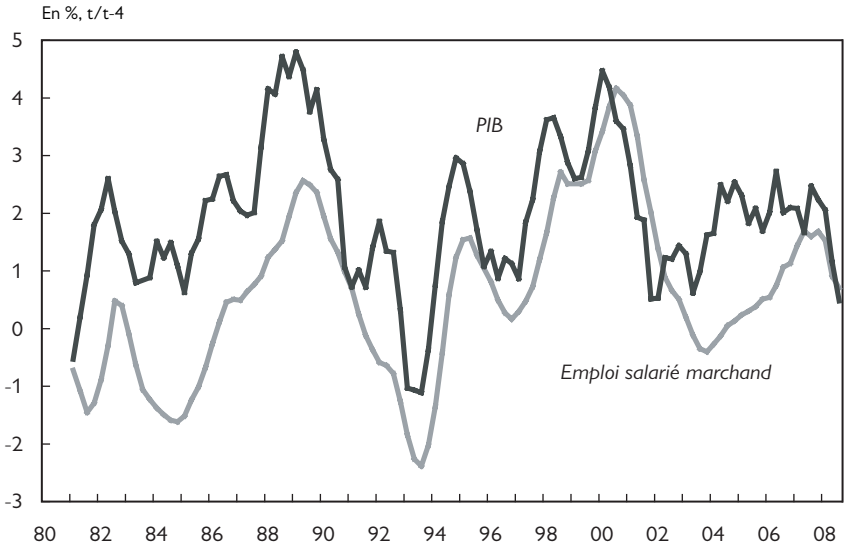
Deux phénomènes permettent d'expliquer cette réactivité : la flexibilisation du marché du travail liée à l'expansion des contrats d'intérim et aux contrats de très courte durée d'une part, et d'autre part une bonne anticipation du retournement conjoncturel de la part des entreprises.

Première explication : la flexibilisation du marché du travail. Depuis la fin des années 1990, la part des emplois de courte durée a énormément augmenté. Le nombre d'intérimaires a plus que doublé en l'espace de 5 ans, et ils représentent aujourd'hui plus de 4 % de l'emploi total du secteur principalement marchand (contre 2 % en 1995, *cf.* graphique 2). De même, l'évolution des intentions d'embauches publiées par l'ACOSS montre que la part des CDD de moins d'un mois dans le total des intentions d'embauche est passée de 35 à 57 % entre 2000 et 2008, tandis que celle des CDI chutait de moitié. Cette flexibilisation du marché

21. Pour l'évaluation du délai moyen d'ajustement de l'emploi à un choc de valeur ajoutée, voir Cueva, Heyer et Taddéï (1998) : « Fondements microéconomiques de la durée du travail et politiques de réduction », *Revue de l'OFCE,* n°64.

du travail a donc sans doute augmenté la réactivité de l'emploi à la conjoncture ; en témoignent les chiffres détaillés de l'emploi : au T2, la baisse de l'emploi marchand est principalement due à de fortes destructions d'emplois intérimaires (- 48 500, contre + 12 100 au T1), alors que les autres emplois marchands ont continué leur progression (+ 29 400 emplois au T2, contre +49 000 au T1).

24. Croissances de l'emploi salarié marchand et du PIB

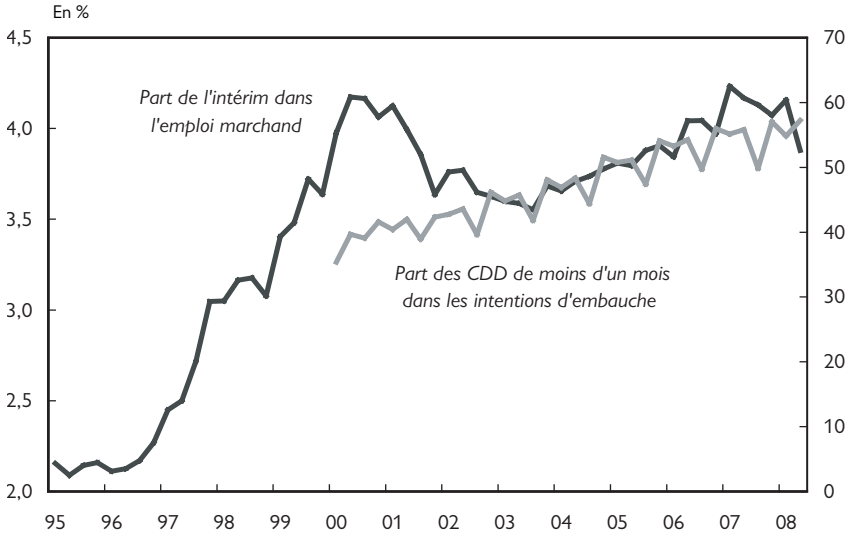


Source : Ministère du Travail, Comptes nationaux trimestriels.

Seconde explication : les employeurs ont vraisemblablement mieux anticipé le retournement conjoncturel qu'ils ne l'avaient fait par le passé, et ont ajusté l'emploi en conséquence, plus rapidement qu'ils ne le font habituellement. Le graphique 26 montre bien la forte coïncidence de la croissance du PIB et des perspectives d'emploi prévu par les employeurs lors des enquêtes de conjoncture dans l'industrie en 2008, contrairement à ce qu'on observait lors des cycles précédents.

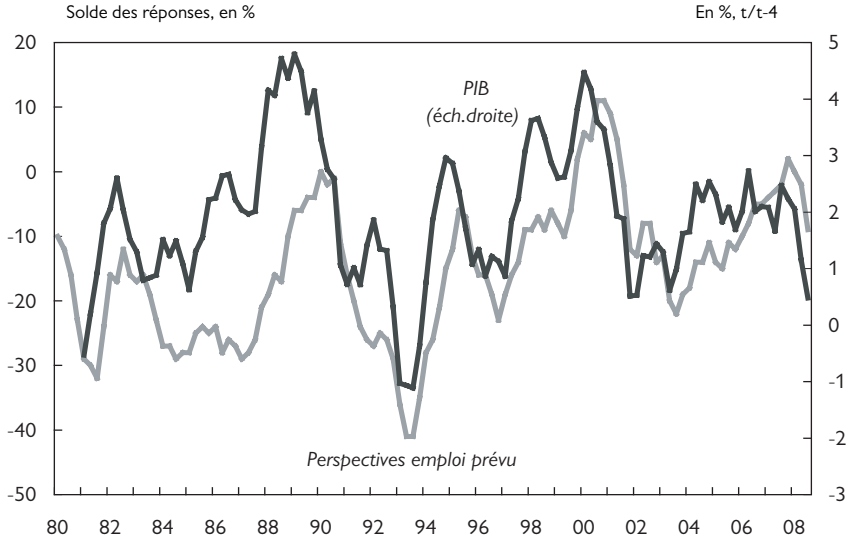
L'anticipation du retournement conjoncturel conjuguée à un marché du travail plus flexible a donc conduit à un ajustement de l'emploi plus rapide qu'à l'accoutumée, ce qui permet d'affirmer qu'une part importante des destructions d'emploi liées à la chute du PIB au T2 ont déjà eu lieu. La reprise de la productivité marchande devrait donc être plus mesurée fin 2008 que ce que nous indiquerait une équation reproduisant les cycles de productivité antérieurs.

25. Part de l'intérim dans l'emploi marchand et part des CDD de moins d'un mois dans le total des intentions d'embauche



Source : Ministère du Travail, ACOSS.

26. Perspectives de l'emploi prévu et croissance du PIB

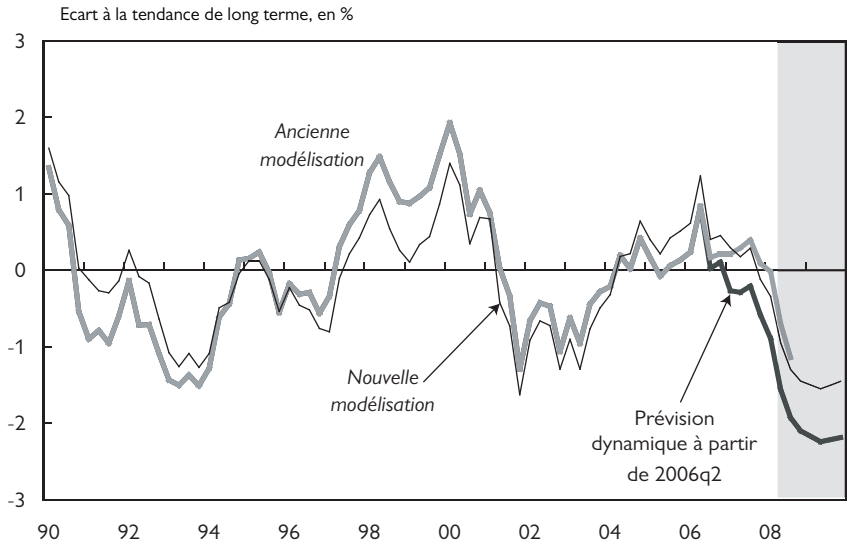


Sources : INSEE.

Un changement de productivité tendancielle ?

À l'exception du T2 2008, qui a vu un ajustement rapide de l'emploi, la productivité du travail est peu dynamique en France depuis la mi-2006, et nettement en-deçà de ce que prévoit notre analyse économétrique (graphique 27). La croissance qu'a connue l'économie française depuis 2006 a été beaucoup plus riche en emplois que celle de la fin des années 1990 par exemple, et le cycle de productivité atteint aujourd'hui un niveau historiquement bas. Ce qui pourrait correspondre à un ralentissement durable de la productivité, et donc à une rupture de la tendance de productivité dans la modélisation classique du cycle. En 1992, les baisses de charges sur les bas salaires avaient ainsi conduit à un ralentissement de la productivité marchande, intégré à notre modélisation par une tendance coudée. Récemment, la conjonction de la progression des temps partiels, des emplois à la personne, et de la baisse du chômage, a pu conduire à un nouveau ralentissement tendanciel de la productivité.

27. Cycle de productivité, ancienne et nouvelle modélisations



Source : Comptes nationaux, modèle *e-mod.fr*.

L'introduction d'une rupture de tendance à partir de 2002 dans l'équation de productivité nous conduit ainsi à revoir à la baisse la productivité tendancielle après 2002 : la croissance annuelle de la productivité marchande serait passée de 1,7 % sur la période 1992-2002 à 1,4 % entre 2002 et 2008. Cette nouvelle estimation de l'équation de productivité se traduit par une moindre dégradation du cycle dans la période récente.

Nos prévisions de reprise lente de la croissance en 2009, après un mauvais second semestre 2008, ainsi que la prise en compte de l'ajustement déjà enregistré au T2 nous conduisent à anticiper une reprise très lente de la productivité, qui resterait donc en-deçà de son évolution tendancielle à l'horizon de la prévision, et creuserait le cycle de productivité jusqu'au deuxième trimestre 2009 avant d'amorcer une reprise fin 2009.

Nous faisons donc l'hypothèse que la faiblesse de la productivité ne s'inscrit pas dans le cycle classique de productivité, auquel cas le rétablissement de la productivité dans les trimestres à venir, dans un contexte de ralentissement économique qui plus est, s'accompagnerait de destructions massives d'emplois.

En définitive, l'emploi marchand affichera des baisses de 50 400 en 2008 et 9 700 emplois et 2009.

Des contrats aidés en perte de vitesse

À l'image du premier semestre, la politique de l'emploi continuera à peser sur l'emploi à l'horizon de la prévision. À la suite de la forte baisse du chômage enregistrée depuis début 2007, le gouvernement a choisi de réduire les moyens alloués aux contrats aidés dans le secteur non marchand. Les entrées en contrats aidés dans le secteur non marchand ont ainsi fortement baissé dès le premier semestre, et devraient s'élever à 230 000 en 2008, après 355 300 entrées en 2007. Le budget serait reconduit en 2009, mais en tenant compte des moyens engagés dans le cadre des contrats d'autonomie, le nombre d'entrées s'élèverait à 200 000. Les effectifs des contrats aidés en secteur non marchand ont donc baissé de 45 500 au premier semestre 2008, et ce mouvement se poursuivra jusqu'à fin 2008. Au final, le stock d'emplois aidés dans le secteur non marchand affichera une forte baisse en 2008 (- 100 600 emplois), qui s'infléchira en 2009 (- 12 300 emplois).

11. Contrats aidés dans le secteur non marchand

En fin d'année (T4)

		EJ	CEC	CAE	CA	Total
Durée du contrat (en mois)		60	33	9	11	–
Entrées (en milliers)	2007	2	0	248	113	361
	2008	0	0	157	77	234
	2009	0	0	153	52	205
Effectifs (en milliers)	2007	10	3	166	88	267
	2008	0	0	100	67	167
	2009	0	0	100	55	154

Légende : Les contrats aidés du secteur non marchand comprennent les emplois jeunes (EJ), les contrats emploi consolidé (CEC), les contrats d'accompagnement à l'emploi (CAE) et les contrats d'avenir (CA). Les emplois jeunes et les CEC sont des dispositifs en extinction.
Sources : Ministère du Travail, prévisions OFCE.

Conçue dans le but de baisser le chômage structurel, la politique de l'emploi constitue également un instrument de politique économique contra-cyclique, c'est-à-dire qu'elle permet de lisser les évolutions du chômage, et essentiellement de palier l'insuffisance des créations d'emploi en période de faible croissance économique. Il est donc normal que le gouvernement ait choisi en 2007 de réduire son effort en matière d'emplois aidés dans le secteur non marchand, au vu des deux années de baisse du chômage observées. Le dynamisme de l'emploi dans le secteur marchand a ainsi permis une baisse de 0.3 point du taux de chômage au premier semestre, malgré les fortes baisses d'emplois aidés dans le secteur non marchand. À l'horizon de notre prévision, toutefois, le retournement conjoncturel marqué, déjà inscrit dans les chiffres d'emploi du deuxième trimestre, devrait freiner le rythme des créations d'emplois dans le secteur marchand. La réduction des moyens alloués aux emplois aidés dans ce contexte défavorable va donc amplifier les destructions d'emplois et la remontée du chômage. Une réactivation de la politique de l'emploi serait au contraire souhaitable. Evoquée sans être encore budgétée, une relance de la politique de l'emploi, même modeste, serait souhaitable en réaction à la dégradation du marché du travail.

Un problème de bouclage

Le taux de chômage publié par l'Enquête emploi confirme la rupture brutale observée au deuxième trimestre : le taux de chômage a baissé de 7,5 à 7,2 % au premier trimestre, avant de se stabiliser au deuxième trimestre. Une stabilisation qui masque une légère hausse du nombre de chômeurs, de 19 000 au T2 2008 contre -82 000 au T1 2008, qui vient confirmer la dégradation de la situation du marché du travail au T2 2008. Signe du ralentissement économique marqué, cette inflexion du taux de chômage s'est en outre accompagnée d'une hausse du nombre de personnes en sous-emploi (de 4,6 à 4,9 % du nombre de personnes en emploi), et notamment du nombre de personnes ayant involontairement travaillé moins que d'habitude.

Ces chiffres du chômage livrés par l'Enquête emploi présentent néanmoins une incohérence avec l'évolution de l'emploi affichée par le ministère de l'Emploi, comme c'était déjà le cas en 2007. En effet, sur l'ensemble du semestre, on assisterait donc simultanément à la destruction de 18 100 emplois et à une baisse du nombre de chômeurs de 63 000 personnes, ce qui sous-tendrait une baisse de la population active d'un peu plus de 81 000 personnes. Or, si le ralentissement de la population active, lié au départ en retraite des baby-boomers, est aujourd'hui effectif, les projections de population active fournies par l'INSEE prévoient tout de même une hausse de la population active de 57 900 personnes en 2008, dont 29 000 au premier semestre. Même en tenant compte des retraits d'activité anticipés et de l'effet de flexion, à savoir le retrait du marché du travail d'individus découragés par la

dégradation de la situation du marché du travail, la population active aurait dû augmenter de 23 000 personnes au premier semestre. Comment expliquer alors ce défaut de bouclage de plus de 100 000 personnes ? Plusieurs sources d'erreur peuvent être identifiées :

1. Un ralentissement de la population active plus marqué que celui inscrit par l'INSEE.

2. La seconde hypothèse serait celle d'un emploi plus dynamique que celui que nous avons affiché ici. Concernant l'emploi marchand, d'abord, les chiffres affichés pour les années 2006 à 2008 ne sont pas définitifs. Une révision à venir pourrait donc expliquer cet important défaut de bouclage. Ensuite, le délai d'obtention des données d'emploi non aidé dans le secteur non marchand, à savoir l'ensemble des salariés de la fonction publique, nous impose de faire un ensemble d'hypothèses sur son évolution récente. Nous avons ainsi supposé un ralentissement marqué du rythme de créations de ce type d'emplois, en raison notamment de l'essoufflement des recrutements dans les collectivités locales, qui avaient procédé à de très fortes créations d'emplois au cours des années précédentes. Là encore, on ne peut exclure un premier semestre très dynamique dans ce secteur.

3. Une sous-estimation du taux de chômage. Depuis le passage à l'Enquête emploi en continu, les chiffres de l'emploi y sont systématiquement plus élevés que ceux fournis par le ministère de l'Emploi. Il est donc possible que l'Enquête emploi sous-estime le nombre de chômeurs, auquel cas on pourrait attendre une révision à la hausse des derniers chiffres du taux de chômage.

12. Projection de population active

Variations, en milliers, au dernier trimestre

	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*	2008 S1
(1) Population active potentielle	131,0	147,6	165,0	150,6	19,6	38,5	23,0
(2) Population active tendancielle	135,4	140,8	141,2	73,5	57,9	47,6	29,0
(3) Effet de flexion	-13,5	4,1	24,0	42,4	-37,7	-10,1	-10,3
(4) Effet retrait d'activité	9,1	2,7	-0,2	34,7	-0,6	1,0	4,3
(5) Population active observée	132,0	208,0	98,0	91,4	-84,6	38,5	-81,1
(6) Défaut de bouclage = (5) – (1)	1,0	60,4	-67,0	-59,3	-104,2	0,0	-104,2

* Prévisions OFCE.
Légende : L'effet de flexion correspond à l'entrée sur le marché du travail d'inactifs, en cas de baisse du chômage. Les retraits d'activité comprennent les préretraites et les formations. En revanche, l'effet des retraites anticipées des personnes ayant effectué des carrières longues est pris en compte dans la population active tendancielle.
Sources : INSEE et ministère du Travail; prévision OFCE.

En tout état de cause, nous ne prolongeons pas ce défaut de bouclage à l'horizon de notre prévision. Compte tenu de l'acquis dû au creusement de la population active observée au premier semestre, nous anticipons donc une baisse de la population active de 63 700 personnes en 2008, et une hausse de 55 100 personnes en 2009. Finalement, au vu de la baisse de l'emploi fin 2008 et de son lent redémarrage en 2009, le taux de chômage devrait remonter à 7,4 % au troisième trimestre 2008 et 7,6 % au quatrième trimestre, et se stabiliser à 7,7 % jusqu'à la fin 2009.

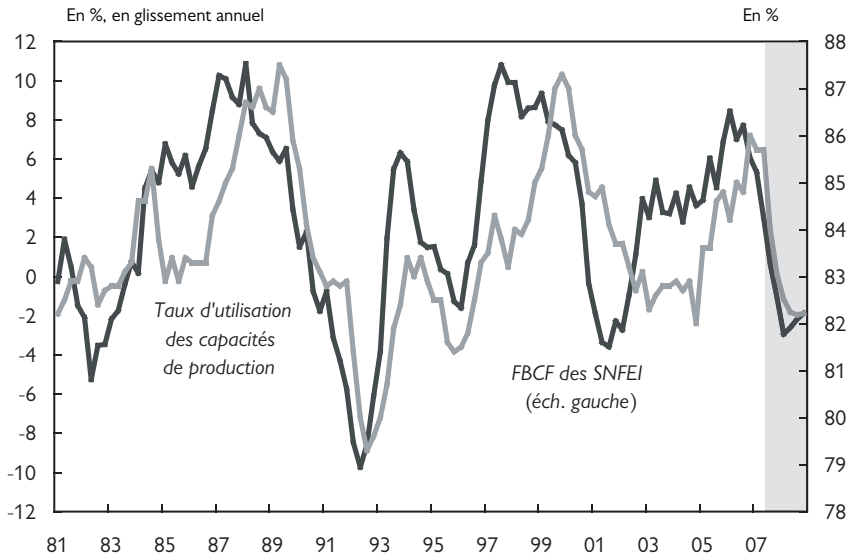
Entreprises : l'heure du bilan [22]

Après quatre années de croissance dynamique (5 % en moyenne en volume de 2004 à 2007 dont 7,3 % pour la seule année 2007), l'investissement des sociétés non financières (SNF) a atteint son point haut au premier trimestre 2008 (graphique 28). Après une croissance de la formation brute de capital fixe (FBCF) négative au deuxième trimestre 2008, la faiblesse des perspectives de croissance, conjuguée à l'assèchement progressif des sources de financement, notamment celle du crédit bancaire, conduirait les entreprises à poursuivre la réduction de leurs capacités de production au second semestre 2008 et en 2009. En lien avec la fin du cycle de l'endettement qui a largement alimenté l'investissement et « boosté » la rentabilité du capital des entreprises ces dernières années, la FBCF des sociétés non financière (FBCF) devrait donc connaître un coup d'arrêt pour les trimestres à venir. Grâce à un acquis de croissance de 3,2 % au premier trimestre 2008, le taux de croissance de la FBCF resterait positif en 2008 (1,9 %) malgré trois trimestres de croissance négative. En 2009, l'investissement des entreprises devrait décroître de 2,6 %. Sous les effets négatifs de la déprime de la demande et des tensions sur le financement des entreprises, l'ajustement sur l'investissement serait donc brutal, le taux de croissance de celui-ci passant de 7,7 % en glissement annuel au troisième trimestre 2007 à -2,9 % au premier trimestre 2009 (graphique 28). Contraintes sur leur possibilité de recours au crédit bancaire ainsi que sur les débouchés de leur production, les entreprises devraient se désendetter, mettant ainsi fin à une ère de prospérité, la forte profitabilité des capitaux ayant été, par le passé, largement tirée par le levier de l'endettement. La baisse des profits pourrait permettre au *price earning ratio* (PER) (10,5 en moyenne en septembre 2008) de converger vers sa valeur d'équilibre (environ 15) sans pour autant accroître la valorisation des cours boursiers. Avec pour contrepartie au désendettement une réduction de l'investissement, le taux d'autofinancement des entreprises se redresserait de 23 points par rapport au premier trimestre 2008 pour

22. Cette partie a été rédigée par Mathieu Plane.

atteindre 74 % à la fin de l'année 2009, soit un niveau proche de celui de la mi-2005. Seul point positif au tableau, l'enquête sur les perspectives d'investissement dans l'industrie est restée bien orientée en juillet 2008 (prévision de 6 % en valeur pour 2008). Cependant, ce chiffre est à prendre avec prudence étant donné la divergence entre le contexte macroéconomique et les résultats issus de cette enquête auprès des industriels.

28. FBCF productive des SNFEI et taux d'utilisation



Sources : INSEE, prévisions OFCE

L'investissement se retourne…

Depuis le point bas atteint au premier trimestre 2003, le taux d'investissement s'est redressé de 2,5 points de valeur ajoutée (VA), atteignant 19,8 % de celle-ci au premier trimestre 2008 (graphique 29). Sous l'effet de la chute de l'activité, se traduisant par la baisse des taux d'utilisation des capacités de production (TUC), les entreprises ajusteraient leur investissement de près de 1 point de valeur ajoutée entre début 2008 et fin 2009, revenant ainsi à un niveau proche de celui observé en 2006. L'ajustement opéré sur l'investissement par les entreprises est proche de celui qui avait été réalisé pendant la période

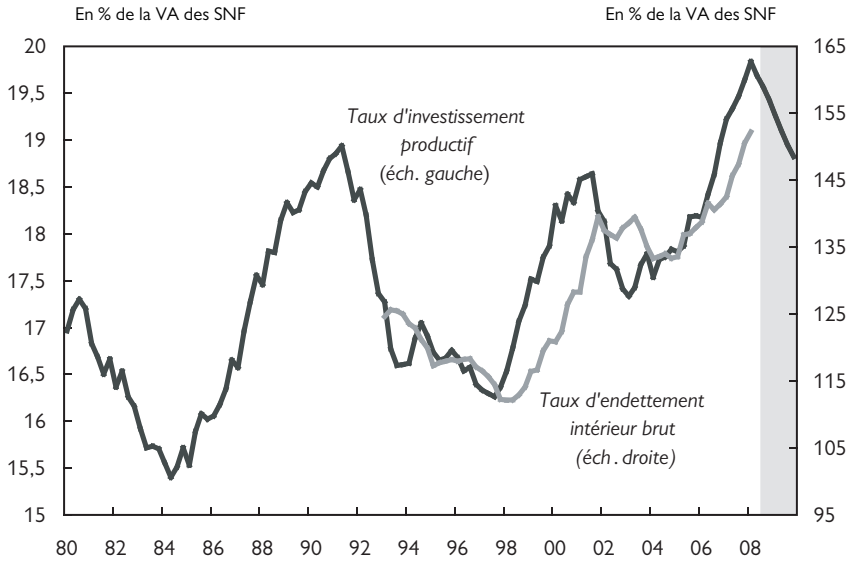
d'éclatement de la bulle Internet. À l'époque, les entreprises avaient diminué leur investissement de 1,3 point de VA entre la mi-2001 et début 2003.

…en raison des effets négatifs de l'accélérateur économique et financier

L'accélérateur lié à la demande est l'élément déclencheur du retournement du cycle d'investissement. En effet, les faibles perspectives de croissance et la forte baisse des TUC entamée au premier trimestre 2008 conduisent les entreprises à adopter une position attentiste et à reporter leur projet d'investissement tant que l'avenir concernant les débouchés de leur production reste sombre.

En revanche, la brutalité de l'ajustement est liée à des contraintes financières en raison à la fois de la restriction à venir de l'offre de crédit et de la dépendance accrue depuis 2004 des entreprises françaises au financement externe, notamment du crédit bancaire. Le taux d'endettement intérieur brut des SNF, calculé à partir des données de la Banque de France, a augmenté de 19 points de VA entre le premier trimestre 2004 et le début de l'année 2008, pour s'établir à 152 % de la VA des SNF au premier trimestre 2008 (graphique 29).

29. Taux d'investissement productif (en volume) et taux d'endettement intérieur brut des SNF

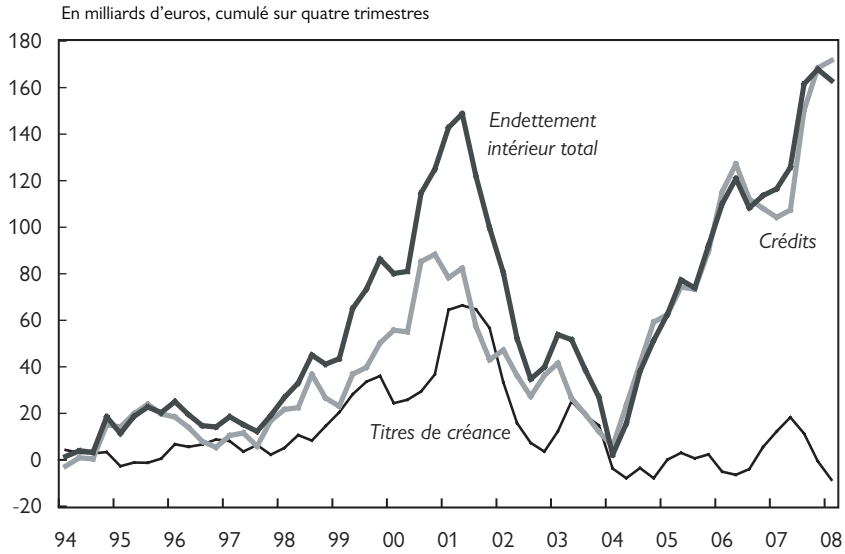


Sources : INSEE, Banque de France, prévisions OFCE.

Hausse de l'intermédiation financière

Cette hausse de l'endettement est entièrement imputable à l'expansion du crédit bancaire qui s'est accru de 25 points de VA alors même que les encours des titres de créance ont diminué de 6 points de VA. La part des titres de créance (obligations, billets de trésorerie…) qui représentait au début de l'année 2004, 36 % de la dette brute intérieure des SNF, n'était plus que de 22 % en avril 2008. La faiblesse des taux d'intérêts pratiqués par les banques entre 2004 et 2008 a conduit les entreprises à recourir massivement au crédit bancaire au détriment des autres types de financement, accentuant la part du crédit bancaire dans leur passif. Le retour à une intermédiation plus forte du système de financement des entreprises a donc créé une plus grande dépendance des entreprises vis-à-vis du comportement d'offre de crédit des banques. Paradoxalement, avec la naissance des turbulences financières, cette intermédiation du financement des SNF s'est même accentuée depuis l'été 2007. Contrairement aux résultats des enquêtes menées auprès des banques qui indiquaient un net resserrement des conditions de crédit, la crise financière n'a pas eu pour conséquence immédiate un ralentissement du recours au crédit mais, au contraire, une accélération de celui-ci en France (graphique 30).

30. Flux de financement de l'endettement des SNF



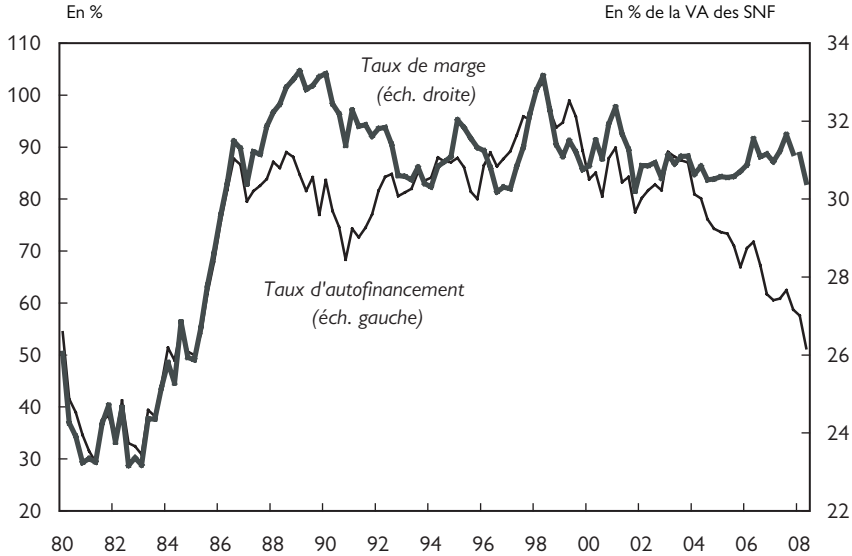
Sources : Banque de France, calculs OFCE.

Un argument avancé pour justifier cette dynamique du crédit est que les banques ont ouvert des lignes de crédit aux entreprises avant la crise et que ces dernières y ont eu largement recours, anticipant un durcissement futur des conditions de financement. Selon une étude de la Banque de France [23] deux phénomènes contribueraient également à accentuer ponctuellement la croissance du crédit depuis le début de la crise. Premièrement, les durées moyennes des emprunts bancaires des SNF ont diminué depuis l'été 2007. En effet, si les crédits à long terme sont la principale source du financement par endettement des SNF, l'accélération des crédits est en grande partie due aux crédits à court et moyen terme. Deuxièmement, le regain de dynamisme des crédits de moins de cinq ans peut s'expliquer en grande partie par le fait qu'ils se sont substitués aux émissions d'obligations (graphique 30). Selon la Banque de France, « la remontée du coût des émissions des titres de créance et les contraintes de financement rencontrées par les émetteurs sur des marchés toujours peu liquides et marqués par une forte volatilité des *spreads* ont contribué à soutenir temporairement le dynamisme du crédit ». L'écart entre le rendement des obligations privées notées BBB et le taux moyen des crédits nouveaux aux SNF est en effet passé de moins de 0,5 point en août 2007 à plus de 1,5 point en avril 2008.

Depuis avril 2008, un début de ralentissement du marché du crédit semble s'amorcer. Le flux net de nouveaux crédits aux SNF (cumulé sur trois mois, corrigé des variations saisonnières) qui représentait 24 milliards d'euros en mars 2008 a progressivement diminué les mois suivants pour atteindre moins de 15 milliards d'euros en juin 2008. Le ralentissement du crédit devrait s'accentuer dans les mois à venir pour deux raisons : avec le durcissement de la crise financière, les tensions sur le marché interbancaire vont amplifier la raréfaction des ressources pour les banques, ce qui va se traduire par une plus grande sélectivité dans l'offre de crédit. Couplée à un environnement macroéconomique très dégradé et à une hausse du coût du financement pour les entreprises, la demande de crédits des SNF devrait diminuer au second semestre 2008 et en 2009. Cette pression au désendettement des entreprises aura pour contrepartie une contraction de l'investissement et une remontée des taux d'autofinancement, ces derniers s'étant très nettement dégradés depuis 2003 (graphique 31). Le taux d'autofinancement a en effet chuté de 32 points depuis le premier trimestre 2003, pour s'établir à 57,6 au premier trimestre 2008, soit un niveau que l'on n'avait pas atteint depuis 1985.

23. A. Duquerroy, J. Demuynck et P. Rousseaux (2008) : «Les crédits aux sociétés non financières en France : évolutions récentes », *Bulletin de la Banque de France*, n° 174, juillet-août.

31. Taux de marge et d'autofinancement des SNF



Sources : INSEE, comptes nationaux annuels.

Pourquoi le taux d'autofinancement a-t-il tant baissé depuis 2003 ?

Le taux d'autofinancement, calculé comme la part de l'investissement financée par les ressources internes de l'entreprise, a atteint un point haut en 1998. Depuis, ce dernier a baissé de façon tendancielle et cette baisse s'est accélérée à partir de 2003 en raison à la fois de la hausse du taux d'investissement et de la baisse simultanée du taux d'épargne des SNF. Tout d'abord, la baisse du taux d'épargne de 3,2 points de VA entre 2003 et 2007 ne s'explique pas par une baisse du taux de marge (graphique 31 et tableau 1). En effet durant cette période, celui-ci s'est même légèrement amélioré (0,2 point de VA). Les trois quarts de la baisse du taux d'épargne entre 2003 et 2007 s'expliquent par la hausse des revenus distribués, principalement les dividendes versées aux actionnaires, et par la hausse de l'impôt sur les bénéfices payé par les entreprises (tableau 1). La faiblesse du coût du capital durant cette période, en levant la contrainte d'une épargne élevée pour financer l'investissement, a permis aux entreprises de jouer sur le levier de l'endettement pour accroître la profitabilité de leur capital et pratiquer une politique généreuse de distribution de dividendes (hausse de 1,2 point de VA entre 2003 et 2007), ce qui a également permis d'accroître considérablement la valorisation boursière des entreprises. Deuxièmement, en raison de la hausse des profits, l'assiette fiscale des SNF a fortement accéléré, venant

augmenter de 1,2 point de VA entre 2003 et 2007 la charge fiscale pesant sur les entreprises. En revanche, malgré une dette financière nette qui s'est accrue de 13 points de VA entre 2003 et 2007, les intérêts nets versés n'ont augmenté que de 0,5 point de VA grâce à des taux très bas sur toute la période.

La hausse de la FBCF de 2,7 points de VA entre 2003 et 2007 a également contribué, à hauteur de 46 %, à la chute du taux d'autofinancement.

13. Décomposition du taux d'autofinancement

En % de la VA des SNF

	1998	2003 (a)	2007 (b)	Variation (b)–(a)
Excédent brut d'exploitation	32,4	31,0	31,2	0,2
Intérêts nets versés (-)	3,4	2,6	3,1	0,5
Revenus nets distribués (-)	6,0	6,8	8,0	1,2
Impôt sur le revenu (-)	3,4	3,2	4,5	1,2
Autres (-)	2,1	2,5	3,0	0,5
Epargne brute	17,4	15,9	12,7	-3,2
Formation brute de capital fixe (FBCF)	17,7	18,2	20,9	2,7
Taux d'autofinancement (épargne / fbcf) (%)	98,6	87,4	60,7	- 26,4

Sources : INSEE, calculs OFCE.

En 2008 et 2009, le taux d'autofinancement devrait augmenter. Le resserrement du crédit va en effet freiner l'investissement et obliger les entreprises à accroître leurs ressources internes et donc à augmenter leur taux d'épargne. Pour accroître leur épargne sans modifier le taux de marge, les SNF peuvent compter sur deux composantes de leur revenu : premièrement, les dividendes versées en 2008 et 2009 devraient diminuer avec la baisse des profits des entreprises ; deuxièmement, la réduction de l'assiette fiscale entraînerait un allègement de la charge fiscale pour les SNF.

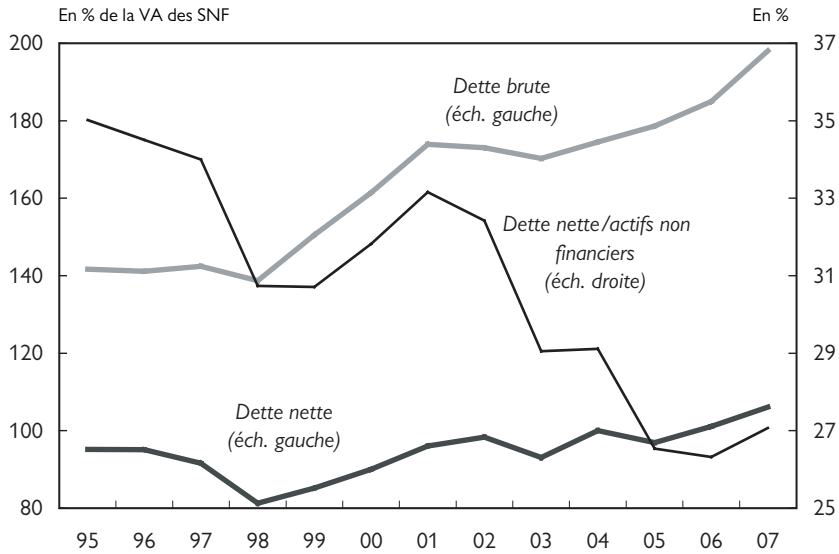
Les entreprises sont-elles surendettées ?

Depuis 2003, les SNF ont recouru massivement au crédit, augmentant ainsi leur taux d'endettement brut (au sens de la comptabilité nationale) de 28 points entre 2003 et 2007, le portant ainsi à 198 % de la VA en 2006 (graphique 32). La dette financière nette (une fois déduits du passif les crédits et titres hors actions à l'actif du bilan), qui sert d'assiette de calcul aux intérêts nets versés par les entreprises, n'a augmenté que de 13 points de VA dans le même temps, atteignant 106 % de la VA des SNF

en 2007. La faiblesse des taux d'intérêt a donc permis aux entreprises d'utiliser le levier de l'endettement pour servir des dividendes mais aussi pour accumuler des actifs, notamment financiers.

La situation patrimoniale des entreprises nous apporte un éclairage différent quant à la capacité des entreprises à traverser la crise. En effet, entre 2003 et 2007, en raison des fortes réévaluations des terrains (plus de 60 %) ainsi que des logements et bâtiments (plus de 20 %), les actifs fixes ont augmenté plus vite que la dette financière nette. La dette financière nette rapportée aux actifs non financiers est en effet passée de 29 % en 2003 à 27 % en 2007, soit un niveau bas au regard de ces 13 dernières années [24] (la moyenne étant à 31 %) (graphique 32). Cependant, la baisse de ce ratio durant cette période est en grande partie liée au fait que certains actifs non financiers ont connu une forte valorisation : l'augmentation de près de 50 % de la valeur des actifs non financiers entre 2003 et 2007 est imputable à plus de 70 % à la hausse des prix des terrains et de l'immobilier. En supposant que la seule valeur des terrains, logements et bâtiments avait augmenté entre 2003 et 2007 comme l'inflation, la dette financière nette rapportée aux actifs non financiers serait en 2007 de plus de 33 %, soit un niveau équivalent à celui de 2001 et supérieur à la moyenne de ces treize dernières années.

32. Ratios d'endettement



Sources : INSEE, calcul OFCE.

24. Nous disposons des comptes financiers des SNF que depuis 1995.

Jusqu'à présent, la bonne situation des entreprises reposait en grande partie sur la forte valorisation ces dernières années de certains actifs non financiers (terrains, bâtiments). Si le recours à l'endettement est d'autant plus facile lorsque les collatéraux s'apprécient rapidement, la chute de ces mêmes actifs peut révéler des situations d'endettement inquiétantes. Dans ces conditions, la seule façon d'assainir les bilans consiste à pratiquer une politique de désendettement visant à alléger le passif. Sans aucun doute, la première victime à court terme de ce rééquilibrage financier sera l'investissement.

Commerce extérieur : Abysses [25]

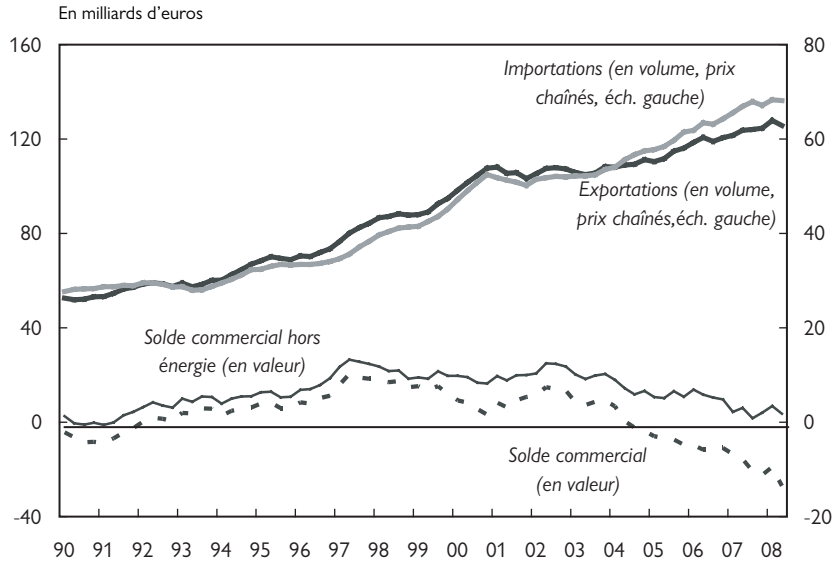
Les résultats du commerce extérieur français pour le deuxième trimestre se sont à nouveau avérés décevants avec un déficit record, pour les échanges en valeur, de 13,5 milliards d'euros (graphique 33), soit 2,8 % du PIB, chiffre qui n'avait pas été observé depuis le quatrième trimestre 1982. Sur les six premiers mois de l'année, le déficit cumulé pour l'ensemble des biens et services s'élève à 23 milliards, en augmentation par rapport au dernier semestre de l'année 2007 (21,5 milliards). Hors énergie, l'excédent se réduit à 1,8 milliard d'euros au deuxième trimestre, contre 3,4 milliards au premier trimestre. La dégradation du solde global ne résulte donc pas seulement de l'augmentation des prix de l'énergie mais illustre également l'insuffisance de la croissance des exportations en volume par rapport à celle des importations. Les exportations ont bien enregistré un rebond au premier trimestre 2008, avec une croissance en volume de 2,6 %, mais il a été en partie effacé dès le trimestre suivant avec un recul de 1,7 %. Du côté des importations, le deuxième trimestre est également marqué par une baisse (-0,3 % de croissance trimestrielle), reflétant notamment le recul de la demande intérieure. L'évolution du commerce a de fait nettement contribué (-0,4 point) à la mauvaise performance de l'économie française au deuxième trimestre.

Le recul conjoint de l'euro et du pétrole, observé depuis l'été 2008, pourrait enfin annoncer la fin de la dégradation de l'environnement extérieur. De fait, nous anticipons une légère dépréciation de l'euro qui se stabiliserait ensuite à 1,40 dollar en 2009. Pour le pétrole, l'effet conjoint de la baisse de l'euro et de celle du pétrole permettrait de stabiliser les prix. Ces éléments s'ajouteraient à la fin progressive des conséquences de la politique désinflationniste allemande et amélioraient légèrement la compétitivité des entreprises françaises à l'exportation.

25. Cette partie a été rédigée par Christophe Blot.

Dans ce contexte, la France continuerait à perdre des parts de marché à l'exportation, mais à un degré moindre que celui observé les dernières années. La contribution du commerce à la croissance serait néanmoins toujours négative en 2009 : de -0,2 point contre -0,8 point en 2007.

33. Commerce extérieur français



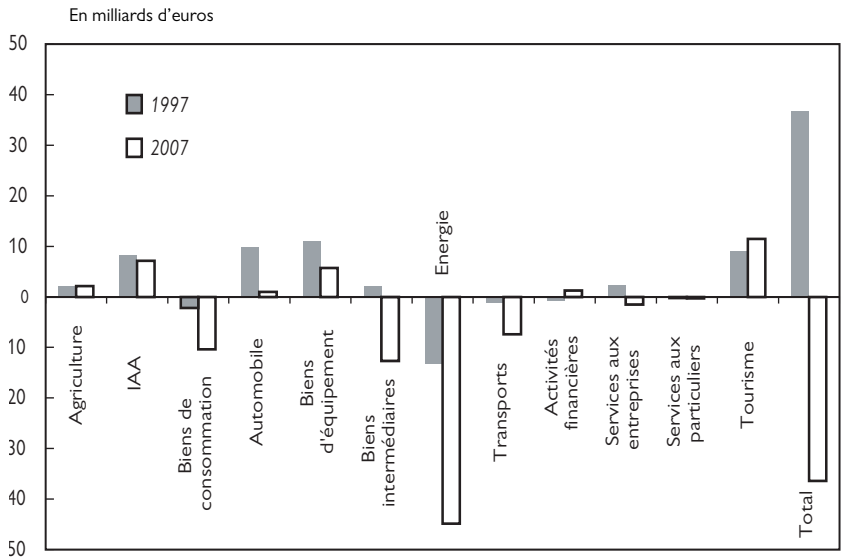
Source : INSEE, Comptes trimestriels

Une dégradation généralisée

Si la facture énergétique contribue pour une bonne part au déficit commercial, elle s'accompagne d'une dégradation générale des performances commerciales de la France qui apparaît nettement lorsque la position actuelle est comparée à celle qui prévalait en 1997. La situation s'est effectivement complètement inversée en 10 ans. Le solde des biens et services est passé d'un excédent de 2,9 % du PIB à un déficit de 1,9 % en 2007. La position française s'est détériorée dans tous les secteurs à l'exception de l'agriculture, des activités financières et du tourisme (graphique 34). Après le secteur de l'énergie, en déficit de 45 milliards d'euros en 2007, les déficits les plus importants sont enregistrés pour les biens intermédiaires (13 milliards) et les biens de consommation (10 milliards). La situation est similaire au premier semestre 2008 : le déficit pour les biens manufacturés est 8,4 milliards d'euros, résultant principalement des biens intermédiaires et des biens de consommation – pour des montants respectifs de 6,2 et 4,7 milliards – mais également du secteur automobile à hauteur de 0,7 milliard. À l'intérieur des biens

manufacturés, seuls les échanges de biens d'équipement sont positifs de 3,2 milliards, chiffre en amélioration par rapport à celui du dernier semestre 2007. Les échanges de produits agricoles et de produits issus de l'industrie agro-alimentaire sont également excédentaires de 1,7 et 3,2 milliards respectivement ; de même que les échanges de services, dont le solde s'améliore : 2,9 milliards au premier semestre 2008 contre 2,1 milliards au cours des deux semestres 2007. Enfin, la balance touristique se maintient favorablement à 5,8 milliards au premier semestre 2008.

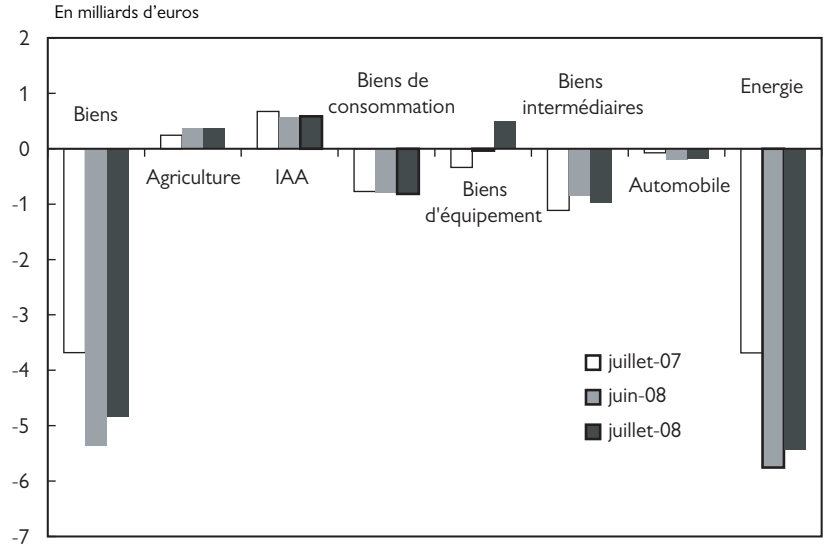
34. Soldes sectoriels annuels



Note : IAA (industries agro-alimentaires).
Source : INSEE, Comptes nationaux.

Pour le mois de juillet 2008, les chiffres annoncés par les Douanes font état d'une légère amélioration du commerce de biens qui résulte à la fois d'un léger repli de la facture pétrolière et de fortes ventes de satellites et d'avions Airbus. Le repli se confirme cependant pour les biens de consommation et les biens intermédiaires, et les déficits restent largement supérieurs à ceux enregistrés un an auparavant (graphique 35). Il est donc largement prématuré de considérer que ces premiers résultats pourraient signifier une amélioration durable des performances commerciales de la France. Toutefois, la baisse du prix du pétrole constitue un premier élément permettant d'alléger le déficit résultant de l'importation de produits énergétiques.

35. Soldes sectoriels mensuels (commerce de biens, valeur)

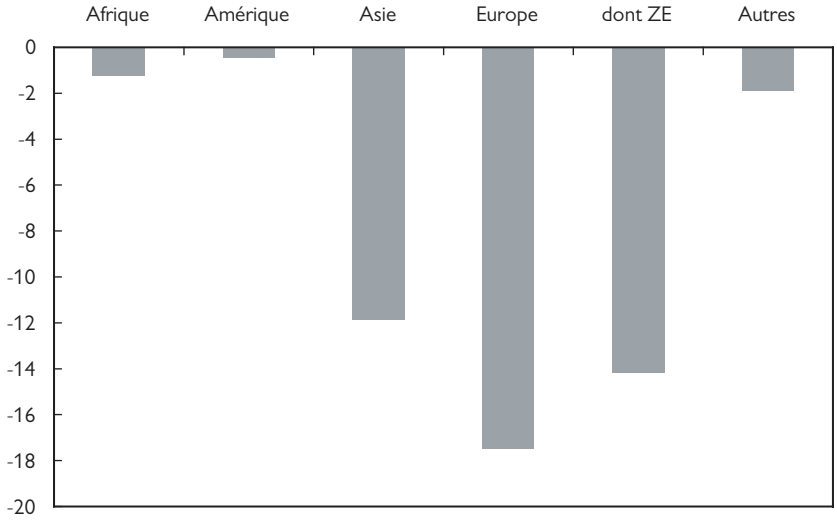


Source : Douanes.

Au niveau géographique, le commerce de biens est déficitaire avec l'ensemble des zones au premier semestre 2008 (graphique 36). Les déficits commerciaux les plus élevés sont enregistrés vis-à-vis de l'Asie (11,9 milliards d'euros dont 9,1 auprès de la Chine) et de l'Europe (17,5 milliards). À l'intérieur de l'Europe, c'est vis-à-vis des partenaires de la zone euro que la situation de la France est la plus détériorée puisque le déficit s'élève à 14,2 milliards au premier semestre 2008. Ce point traduit l'importance de la concurrence intra-zone pour la France. En particulier, le commerce bilatéral franco-allemand poursuit sa dégradation quasi-continue depuis la fin des années 1990, et qui s'est accentuée sous l'effet de la politique de désinflation compétitive allemand [26]. Au deuxième trimestre 2008, le déficit bilatéral s'établit à près de 5 milliards d'euros, en progression de 9,4 % par rapport au premier trimestre. La France enregistre également un déficit bilatéral important avec la Belgique et le Luxembourg : 3,9 milliards sur le premier semestre. En fait, les seuls excédents dégagés le sont vis-à-vis de l'Espagne, la Grèce et le Portugal.

26. Voir OFCE (2006) : « France : le coût d'outre-Rhin », *Revue de l'OFCE*, n°97.

36. Décomposition géographique (1er semestre 2008)

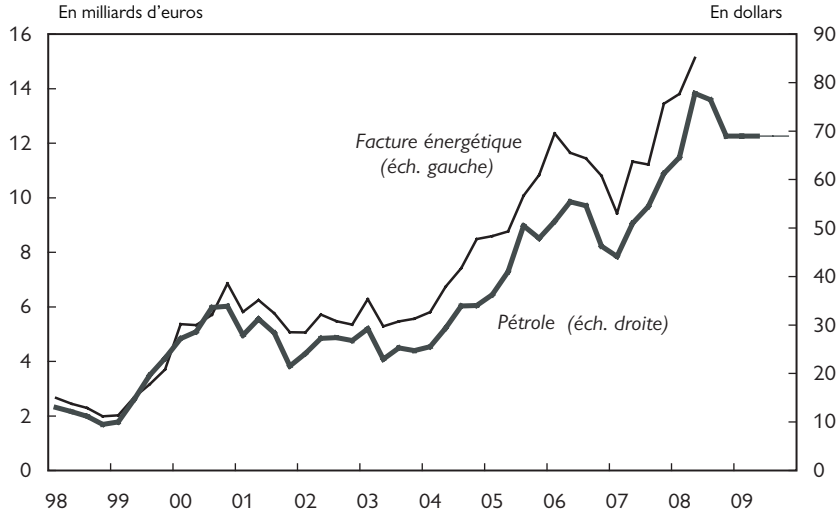


Source : Douanes.

Importations : Stabilisation de la facture énergétique

Sous l'effet de l'accélération de la hausse du prix du pétrole, les importations de combustibles et de carburants ont crû de 24 % en valeur au cours du premier semestre 2008 (graphique 37), alourdissant encore un peu plus la facture énergétique qui s'élevait à 15,3 milliards d'euros au deuxième trimestre 2008 contre 12,8 milliards un an auparavant. En volume, les importations de produits énergétiques sont plutôt stables depuis 2005, de l'ordre de 18,75 à 19,9 milliards d'euros par semestre. La faible réaction des importations en volume traduit à la fois la faible élasticité des importations au prix du pétrole et la lenteur de l'ajustement des quantités au prix (voir encadré). De fait, s'il doit y avoir un allègement de la facture énergétique, il résultera en premier lieu d'une baisse ou d'une stabilisation du prix du pétrole. C'est ce que nous anticipons à partir de la fin de l'année 2008 avec un pétrole à 69 euros le baril.

37. Facture énergétique



Sources : Douanes, EIA (pétrole), Datastream, Prévisions OFCE octobre 2008.

Afin d'évaluer l'élasticité-prix des importations au prix du pétrole, nous estimons un modèle à correction d'erreur où les importations de produits énergétiques en volume dépendent du prix du pétrole, exprimé en euros, et de la somme des consommations finales des ménages, des administrations publiques, de la formation brute de capital fixe et des consommations intermédiaires. Le modèle s'écrit alors de la façon suivante :

$$d(impeg_t) = \alpha\left(impeg_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 petrole_{t-1} - \beta_2 demande_{t-1}\right)$$
$$+\sum_{i=1}^{4}\rho_i d(impeg_{t-i}) + \sum_{i=1}^{4}\delta_i d(petrole_{t-i}) + \sum_{i=1}^{4}\theta_i d(demande_{t-i}) + \phi$$

où *impeg* représente les importations de produits énergétiques en volume, *petrole* le prix du pétrole exprimé en euros et *demande* l'indicateur calculé à partir des consommations finales des ménages et des administrations publiques, de la formation brute de capital fixe et des consommations intermédiaires. Toutes les variables sont exprimées en logarithme. Les résultats sont résumés dans le tableau ci-dessous :

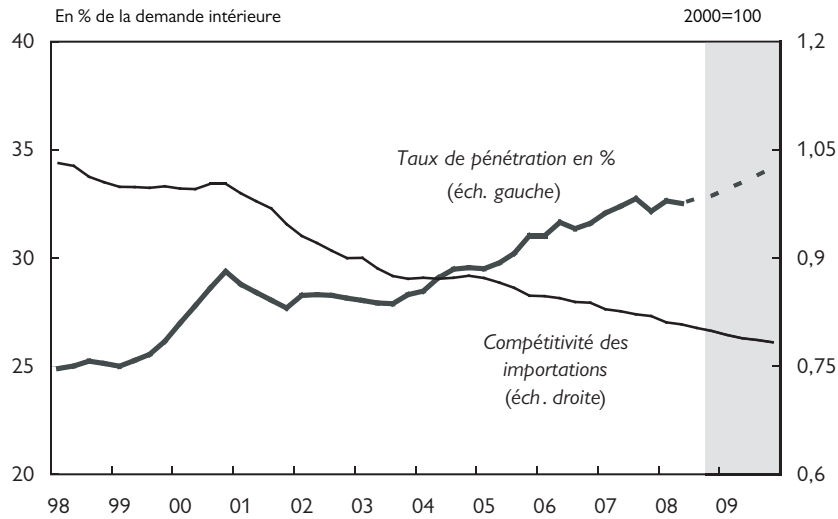
	Paramètre	Statistique de testt
β_1	- 0.387	- 2.80
β_2	2.19	7.12
α	- 0.023	- 2.56
$\Sigma\rho$	0.10	
$\Sigma\delta$	0.06	18.76 (0.00)
$\Sigma\theta$	- 0.08	2.33 (0.68)
Jarque-Bera		1.99 (0.37)

Note : Pour les sommes des paramètres de la dynamique de court terme, nous testons l'exogénéité du bloc à partir de la statistique de Wald, les p-value sont indiquées entre parenthèses.

L'élasticité-prix de long terme des importations est légèrement inférieure à 0,4, indiquant qu'une augmentation de 10 % du prix du pétrole en euros réduit la demande de produits énergétiques de 4 %.

Sur l'ensemble des biens et services, les importations en volume ont nettement marqué le pas au deuxième trimestre 2008 puisqu'elles se sont inscrites en baisse de 0,3 %. Ce ralentissement est en lien direct avec l'évolution de la demande intérieure qui a reculé au cours du même trimestre. Il serait confirmé sur la fin de l'année 2008, même si le taux de croissance trimestriel des importations repassait en territoire positif. Du côté de la compétitivité, les prix domestiques continueraient à croître plus rapidement que les prix des produits importés, de telle sorte que le taux de pénétration continuerait à augmenter pour atteindre 34 % de la demande intérieure fin 2009 (graphique 38). Ainsi, sur l'ensemble de l'année, les importations n'augmenteraient plus que de 2,4 % après 6,2 % en 2008. Pour 2009, nous anticipons une croissance plus rapide des importations, avec des taux trimestriels compris entre 1,1 et 1,3 %.

38. Taux de pénétration et compétitivité des importations



Sources : INSEE, Comptes nationaux, Prévisions OFCE octobre 2008.

Exportations : et si le pire était passé ?

Après un sursaut au premier trimestre 2008, les exportations de biens et services ont fortement reculé au deuxième trimestre, passant ainsi de 2,6 % à – 1,7 %, ce qui porte l'acquis de croissance pour 2008 à 2,2 %. La dynamique des échanges s'explique principalement par le commerce de biens puisque leurs exportations ont crû de 3,2 % au premier trimestre avant de reculer de 2,2 % ensuite. Parallèlement, les exportations de services sont en hausse respective de 1,0 et 1,3 % sur les deux trimestres.

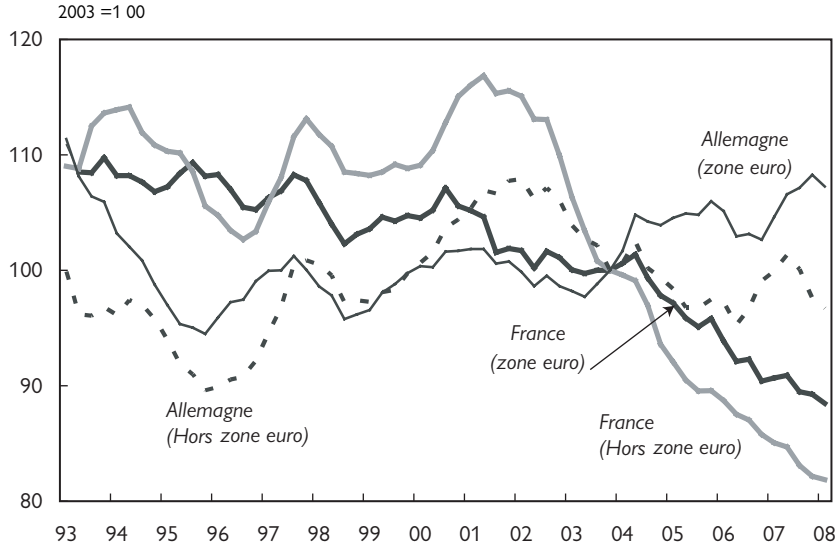
Dans un contexte européen dégradé, les entreprises françaises ont en premier lieu subi le ralentissement des importations de nos principaux partenaires. Elles baissent de 1,3 % en Allemagne au deuxième trimestre,

de 1,0 % en Belgique, de 1,4 % au Royaume-Uni et de 1,9 % aux États-Unis. En Belgique et en Italie, elles n'augmentent que de 0,2 et 0,3 %. Sachant que la part totale de ces pays dans les exportations françaises approche les 60 %, le dynamisme des exportations françaises ne pouvait que s'en trouver affecté. À ce premier élément s'ajoute l'évolution de l'euro qui continue de peser sur le commerce. Au cours du premier semestre 2008, l'euro s'est à nouveau apprécié de plus de 8 %, poursuivant ainsi la tendance entamée depuis le début de l'année 2006. Si les entreprises françaises [27] ont réussi à amortir le choc sur leur compétitivité-prix, elles l'ont fait au détriment de leurs marges. Cette stratégie n'a cependant pas empêché les pertes de parts de marché qui se sont poursuivies sur l'ensemble de l'année 2007 (4 % par rapport à 2006 pour le commerce de biens) et au premier trimestre 2008 (-1,9 % par rapport au trimestre précédent). Si l'effet de l'euro ne peut être nié, il ne doit cependant pas masquer des éléments plus structurels comme en atteste l'évolution des parts de marché estimées au sein et en dehors de la zone euro (graphique 39). En dehors de la zone euro, l'effet taux de change est direct et explique les difficultés des entreprises françaises dont les produits deviennent, toute chose égale par ailleurs, automatiquement plus onéreux en monnaie étrangère. À l'intérieur de la zone euro, l'effet du taux de change ne disparaît pas complètement mais devient de fait plus faible et indirect. En effet, la concurrence entre pays de la zone euro n'est plus influencée par les variations nominales des taux de change bilatéraux mais l'effet du taux de change demeure en favorisant les entreprises des pays non membres de la zone euro qui peuvent bénéficier d'un avantage en termes de compétitivité-prix sur l'ensemble des marchés de la zone. Par exemple, dans le secteur automobile, l'appréciation de l'euro est neutre pour la concurrence entre les constructeurs allemands, français et italiens mais elle pénalise l'ensemble de ces entreprises vis-à-vis des entreprises américaines ou japonaises qui peuvent gagner des parts de marché à notre détriment à l'intérieur des marchés européens.

Pourtant, à l'intérieur de la zone euro, l'élément le plus marquant n'est sans doute pas l'appréciation de l'euro mais le dynamisme relatif de l'Allemagne par rapport à l'ensemble des grands pays de la zone euro. Depuis fin 2003, la France a en effet perdu plus de 11 % de parts de marché à l'intérieur de la zone euro quand dans le même temps l'Allemagne en gagne 7,3 %. Ces écarts reflètent le différentiel de coût en faveur de l'Allemagne, engagée dans une politique de désinflation compétitive depuis plusieurs années. En tant que premier partenaire commercial, les entreprises françaises ont été particulièrement sensibles à la stratégie allemande, d'autant que la modération salariale outre-Rhin s'est répercutée sur la demande intérieure qui était particulièrement atone sur la période 2001-2005 (graphique 40) avec une croissance annuelle moyenne de -0,2 % contre 2,2 % en France.

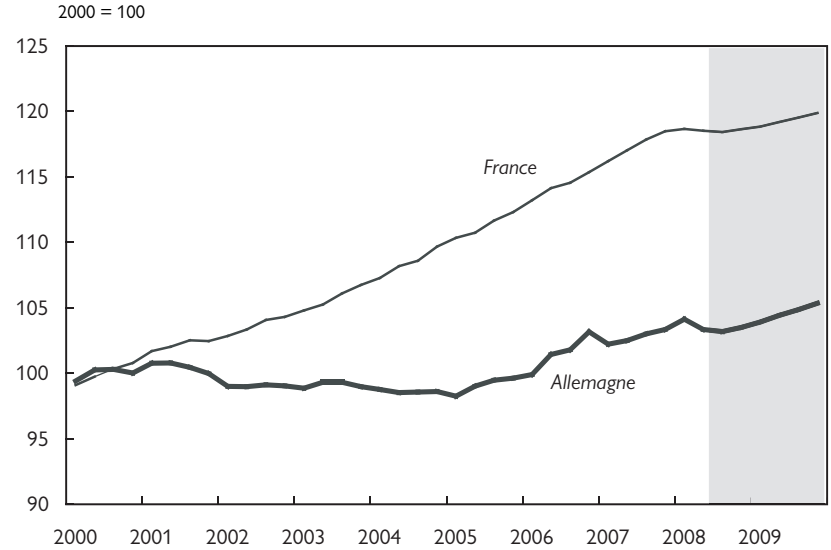
27. Poids de l'année 2003.

39. Parts de marché à l'exportation



Note : Les parts de marché sont lissées sur 3 trimestres.
Source : INSEE, Comptes nationaux, FMI, Calculs OFCE.

40. Demande intérieure



Source : Eurostat.

Ne trouvant plus les débouchés nécessaires sur leur marché intérieur, les entreprises allemandes n'ont sans doute pas eu d'autres choix que de mener une stratégie plus agressive de conquête de marchés à l'extérieur. Avec l'arrêt de cette stratégie, la stabilisation observée au premier trimestre 2008 pourrait se confirmer à l'horizon de notre prévision. La demande intérieure allemande progresserait de 0,7 et 1,1 % en 2008 et 2009 et de 0,9 et 0,7 % en France. Bien que s'inscrivant dans un contexte de nivellement par le bas, ce rééquilibrage de la croissance serait moins défavorable aux exportations françaises. De plus, l'Allemagne est sans doute arrivée au terme de sa stratégie de désinflation compétitive qui lui a permis de reprendre le terrain perdu à la suite de la réunification, ce qui atténuerait les pressions sur les entreprises françaises en concurrence directe avec leurs homologues. De même, nous anticipons un léger reflux de l'euro qui se stabiliserait à 1,40 dollar à partir du troisième trimestre. S'il est encore prématuré d'affirmer que les pays de la zone euro pourraient engranger des gains de compétitivité, il semble pour le moins que la situation cesserait de se dégrader permettant à la France de stabiliser les parts de marché en 2008 et 2009 (graphique 41).

41. Parts de marché à l'exportation (commerce de biens)

Source : INSEE, Comptes nationaux, FMI, Calculs OFCE.

Finances publiques (automatiquement) déstabilisées [28]

Après avoir chuté de 1,7 point de PIB entre 2003 et 2006 – passant de 4,1 % du PIB à 2,4 % –, le déficit public a augmenté en 2007 pour s'établir à 2,7 % du PIB. Pour 2008 et 2009, le gouvernement a revu ses prévisions sur les finances publiques en raison des mauvaises nouvelles conjoncturelles : alors qu'il anticipait au printemps une réduction des déficits publics à 2,5 % du PIB en 2008 et à 2 % en 2009, il table désormais sur une stabilité des déficits publics pour cette année et l'année prochaine. Cependant, avec une baisse programmée des prélèvements obligatoires (PO) en 2008 et une relative stabilité en 2009, une dégradation de la croissance pour les deux années (0,9 % en 2008 et 0,7 % en 2009 selon nos prévisions), l'équation d'une stabilité du déficit public semble impossible à résoudre ou nécessite un ajustement sans précédent de la croissance de la dépense publique (moins de 1 % en euros constants). Or, les mesures d'économies (franchise médicale, non remplacement d'un fonctionnaire sur deux partant à la retraite…) ne seront pas suffisantes pour infléchir significativement son rythme de croissance, d'autant plus que de nouvelles dépenses sont programmées (augmentation de l'enveloppe pour l'enseignement supérieur et la recherche, revalorisation du minimum vieillesse, mise en place du revenu de solidarité active (RSA) en 2009…). De plus, en période de retournement conjoncturel, certaines dépenses sociales – notamment celles concernant le chômage et la pauvreté – progressent. Dans ces conditions, le déficit public continuerait donc à augmenter en 2008 et 2009, atteignant respectivement 3,1 % et 3,5 % du PIB (tableau 14).

En 2009, la montée en charge de la loi TEPA, à laquelle s'ajoute le contrecoup des mesures fiscales prises sur les dividendes en 2008, seront compensées par de nouveaux PO (taxe sur les revenus du capital pour financer le RSA, taxe sur les complémentaires santé, taxe sur les opérateurs de téléphonie mobile et Internet, cotisation sur l'épargne salariale…) prévus dans le projet de Loi de finances 2009 (PLF 2009) ainsi que dans celui de la Sécurité sociale (PLFSS 2009). Après une baisse de 0,3 point de PIB en 2008, les taux de PO diminueraient de seulement 0,1 point de PIB en 2009, non pas en raison des mesures fiscales, mais du fait d'une élasticité des recettes fiscales des administrations publiques (APU) légèrement inférieure à 1 (0,9), en raison notamment de la contraction très forte des profits des sociétés.

28. Cette partie a été rédigée par Mathieu Plane.

14. Principaux agrégats des finances publiques

En points de PIB

	2006	2007	2008*	2009*
Solde public	-2,4	-2,7	-3,1	-3,5
Dépenses publiques (DP)	52,7	52,4	52,7	53,0
Taux de croissance des DP** *(en volume)*	0,9	1,6	1,4	1,4
Prélèvements obligatoires	43,9	43,3	43,0	42,9
Dette publique***	63,6	63,9	65,7	67,5

* prévisions OFCE
* * déflatées par le prix du PIB
*** avant prise en compte des mesures de soutien aux banques et ouverture éventuelle du capital de La Poste.
Sources : INSEE, MINEFE, calculs OFCE.

3. Déficit public 2008, un calcul qui manque de transparence

Les agrégats macroéconomiques fournis dans le cadre du PLF 2009 sont largement discutables pour plusieurs raisons : prévision de croissance relativement optimiste dans le climat conjoncturel actuel, ajustement drastique plus volontariste que réaliste des dépenses publiques, et baisse des PO relativement faible au regard des mesures fiscales votées. Au-delà des hypothèses macroéconomiques retenues par le gouvernement, qui doivent faire l'objet d'un débat, se pose le problème de la transparence du calcul du déficit public affiché dans le PLF 2009 et le manque d'informations fournies par les documents budgétaires concernant les recettes non fiscales.

Selon les chiffres fournis par le gouvernement, les dépenses publiques devraient augmenter de 3,8 % en valeur en 2008 (tableau). Avec une croissance du PIB de 3,5 % en valeur, la part des dépenses publiques augmenterait de 0,15 point de PIB en 2008. Avec une baisse programmée des PO de 0,1 point de PIB et une hausse de 0,15 point de PIB des dépenses publiques, le déficit public devrait s'accroître de 0,2-0,3 point de PIB en 2008. Sauf à compter sur une rentrée de recettes non fiscales liées à des mesures exceptionnelles comprises entre 4 et 6 milliards d'euros (0,2-0,3 point de PIB) qui ne sont pas inscrites dans le PLF, le déficit public affiché par le gouvernement devrait être de 2,9-3,0 % du PIB pour 2008 et non pas de 2,7 % comme il est présenté dans le PLF 2009.

Résumé des prévisions pour 2008 dans le PLF 2009

En points de PIB

	2008
PIB en valeur *(en %)*	3,5
Dépenses publiques en valeur *(en %)*	3,8
Variation dépenses publiques	0,15
Variation du taux de PO	- 0,1
Variation déficit public hors variation des	- 0,25
Déficit public recalculé hors variation des recettes non fiscales	2,9-3,0
Déficit public affiché dans le PLF 2009	2,7

Sources : PLF 2009, calculs OFCE.

Dégradation du déficit public…

Après s'être nettement dégradé entre 2001 et 2003 (2,6 points de PIB), le déficit public s'est réduit de 1,7 point entre 2003 et 2006, atteignant 2,4 % du PIB en 2006 (tableau 15). Cette réduction du déficit a été principalement structurelle (1,4 point de PIB), le reste s'expliquant par la baisse du poids des charges d'intérêts (0,3 point de PIB), en raison de la baisse du taux d'intérêt apparent, et par des recettes non fiscales exceptionnelles (0,2 point). La baisse du déficit structurel en trois ans s'explique à 80 % par la hausse des taux de PO. Ceux-ci ont en effet grimpé de 1,2 point de PIB en raison du dynamisme des assiettes fiscales et nullement en raison de nouvelles mesures de prélèvements. Durant cette période, l'évolution des dépenses publiques primaires n'a contribué à réduire le déficit structurel que de 0,3 point de PIB. Par conséquent, l'effort structurel, qui retrace les seuls effets de maîtrise des dépenses – c'est-à-dire les dépenses publiques hors charges d'intérêts – et les mesures de PO décidées par les pouvoirs publics, n'a été que de 0,2 point de PIB entre 2003 et 2006.

15. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Solde public	-4,1	-3,6	-2,9	-2,4	-2,7	-3,1	-3,5
Variation du solde public (E=A+B+C+D)	-1,0	0,5	0,7	0,6	-0,3	-0,5	-0,4
Variation des taux de PO (A=A1+A2)	-0,2	0,3	0,6	0,2	-0,6	-0,3	-0,1
dont mesures nouvelles sur les PO (A1)	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,7	-0,3	0,0
dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A2)	0,0	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1
Gains dus à l'écart entre la progression des dépenses publiques et le PIB potentiel* (B=B1+B2)	-0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,3	0,4	0,4
dont dépenses publiques primaires (B1)	-0,2	-0,1	-0,2	0,6	0,5	0,5	0,4
dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,0
Variation solde conjoncturel (C)	-0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,7
Impact des recettes non fiscales (D)	-0,2	0,2	0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variation solde structurel** (E=A+B1)	-0,4	0,1	0,4	0,9	-0,1	0,2	0,3
Effort structurel*** (F=A1+B1)	-0,4	-0,2	-0,1	0,5	-0,2	0,2	0,4

* nous avons retenu un taux de croissance du PIB potentiel de 2,2 % en moyenne annuelle entre 2003 et 2009.
** calculé hors effet des charges d'intérêt,
*** l'effort structurel retrace les seuls effets de maîtrise des dépenses – c'est-à-dire les dépenses publiques hors charges d'intérêt – et les mesures de prélèvements obligatoires décidées par les pouvoirs publics,
Sources : Rapport économique, social et financier 2009, calculs OFCE.

Depuis 2007, le déficit public augmente et devrait atteindre respectivement 3,1 % et 3,5 % du PIB en 2008 et 2009. La dégradation

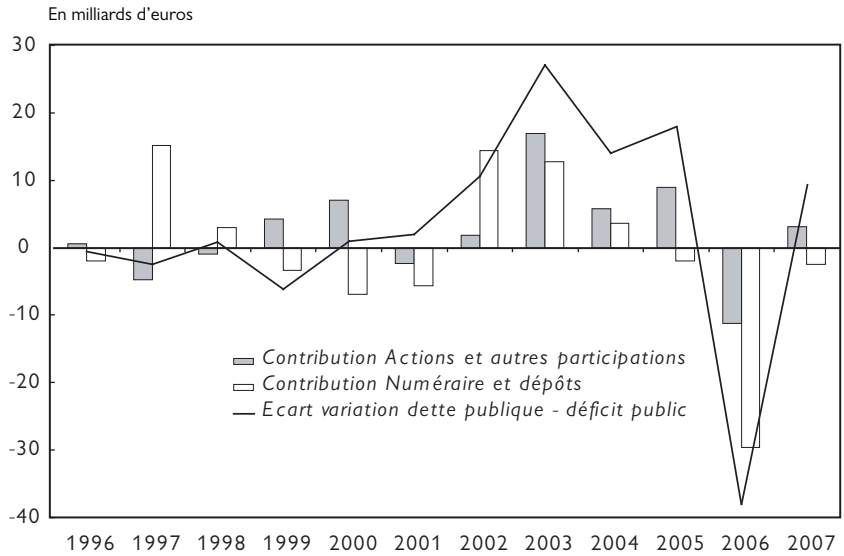
de 1,1 point de PIB du solde public entre 2007 et 2009 est le résultat de la mauvaise conjoncture (- 1,3 point de PIB) et de la hausse des charges d'intérêts (- 0,3 point). Le solde structurel s'améliore de 0,4 point de PIB sur la période en raison du ralentissement de la croissance de la dépense publique primaire (1,4 point) mais cette amélioration est limitée par la baisse des PO (-1 point de PIB). Malgré les efforts structurels, il sera très difficile, en raison du brutal ralentissement conjoncturel, de contenir en 2008 et 2009 les déficits publics en-dessous de la barre des 3 % du PIB définie par le Pacte de stabilité et de croissance.

… et remontée de la dette publique

Après avoir atteint un niveau historiquement élevé en 2005 (66,4 % du PIB), la dette des APU, au sens de Maastricht, a baissé à 63,6 % du PIB en 2006. Cette réduction de 2,8 points de PIB, soit 50 milliards d'euros, est sans précédent depuis 30 ans. Si la réduction du déficit public à 2,4 points de PIB en 2006 a permis de réduire l'endettement de 0,7 point de PIB, le reste s'explique par la vente d'actifs considérés comme non stratégiques par le gouvernement (principalement privatisation des sociétés d'autoroutes pour 15 milliards) et par la réduction des excédents de trésorerie détenus par l'État (30 milliards). Les variations nominales de la dette publique peuvent donc être différentes de celles du déficit public. La raison principale de cet écart est que les acquisitions d'actifs nettes de cessions sont comptabilisées dans le calcul des variations de dette mais pas dans celui du déficit. Or, en 2006, les opérations de trésorerie enregistrées dans le poste « dépôt et numéraire » ont contribué à réduire la dette publique de 30 milliards d'euros et les variations au passif des APU du poste « actions et autres participations » ont diminué l'endettement de 11 milliards (graphique 42). Ces opérations, en réduisant d'autant l'actif financier des APU, n'ont cependant pas modifié la dette financière nette.

En 2007, la dette publique a augmenté (0,3 point de PIB) avec la remontée du déficit public mais surtout, contrairement à l'année précédente, les acquisitions d'actifs nettes de cessions ont accru l'endettement de 5 milliards d'euros. Avec le creusement du déficit public pour cette année et l'année prochaine, la dette publique atteindrait 65,7 % du PIB en 2008 et 67,5 % en 2009, soit un niveau supérieur au pic de 2005. De plus, ce calcul ne prend pas en compte d'éventuelles opérations de recapitalisation des pouvoirs publics dans le secteur bancaire qui viendraient directement alourdir la dette brute des APU. En revanche, ce calcul ne prend pas en compte une éventuelle ouverture du capital de la Poste et ne prévoit pas non plus une possible accélération des privatisations, les participations de l'État dans les entreprises cotées représentant encore 122 milliards d'euros (soit plus de 6 points de PIB) début octobre 2008 (dont 72 milliards pour EDF) malgré la chute des cours boursiers.

42. Ecart entre le déficit et la variation de la dette publique



Sources : INSEE, calculs OFCE.

La dépense publique comme variable d'ajustement…

En 2007, les dépenses publiques ont été plus dynamiques que prévues (1,6 % en euros constants contre 1,4 % prévu dans la Loi de finances pour 2007) mais ont augmenté moins vite que le PIB. Les intérêts versés, qui ont contribué entre 2003 et 2006 à diminuer le déficit public de 0,1 point de PIB chaque année, ont fortement augmenté en 2007 (12,2 %), creusant le déficit de 0,2 point de PIB. L'investissement public a augmenté en 2007 (1,8 % en volume) après avoir baissé de 2,3 % en 2006. En revanche, les prestations sociales en espèces ont augmenté plus faiblement que les années précédentes (3,6 % en valeur contre 4,4 % en 2006, 2005 et 2004) en raison de moindre prestations chômage (- 7 %), ce qui permet à l'Unedic d'afficher un excédent de 3,5 milliards d'euros pour l'exercice 2007. À l'inverse, la croissance de l'objectif national des dépenses d'assurance maladie (ONDAM) a accéléré en 2007 (4,2 % en 2007 contre 3,1 % en 2006) en raison principalement de la nette augmentation des soins de ville (4,5 % en 2007 contre 2,6 % en 2006).

En 2008 et 2009, afin d'éviter une dérive des déficits publics, le gouvernement prévoit que le ralentissement conjoncturel sera compensé par l'effort structurel du côté de la dépense publique. Dans le PLF 2009, le gouvernement table sur une hausse de la dépense publique en euros constants de 1,3 % en 2008 et de 1,2 % en 2009, contribuant ainsi à réduire le déficit structurel de 1 point de PIB en 2 ans.

Pour atteindre cet objectif en 2008, le gouvernement prévoit une stabilisation en euros constants des dépenses de l'État malgré l'augmentation de 4 milliards d'euros des intérêts versés sur les obligations assimilables au Trésor indexées sur l'inflation. Cependant, avec un PLF 2008 construit sur un objectif d'inflation de 1,6 %, soit 1,3 point de moins que l'inflation réalisée en 2008, les dépenses votées hors charge de la dette diminueraient en euros constants. La croissance des prestations sociales, qui représentent 44 % de la dépense publique, ralentirait en 2008 (3,7 % en valeur et 1,2 % en euros constants) par rapport à 2007 (4 % en valeur et 1,5 % en euros constants) malgré la croissance toujours soutenue des prestations « vieillesse » (supérieure à 5 % de 2007 à 2009). La principale raison à ce ralentissement serait le moindre dynamisme de l'ONDAM en 2008 (3,3 % en valeur après 4,2 % en 2007) grâce notamment à l'instauration des franchises médicales sur les médicaments, les actes paramédicaux et les transports sanitaires. De plus, les prestations familiales ne progresseraient que de 2,1 % en 2008 contre 2,9 % en 2007 avec l'arrivée à maturité de la prestation d'accueil du jeune enfant (PAJE). Enfin, le gouvernement a retenu l'hypothèse très forte d'une stabilité en volume des dépenses des collectivités locales en raison d'un recul prononcé de l'investissement (-3,6 % en euros constants) en lien avec le cycle électoral. La croissance des dépenses des collectivités locales a augmenté de 4,5 % en euros constants en moyenne entre 2002 et 2007. S'il s'avérait que la dépense locale continue en 2008 à croître au même rythme que les six années précédentes, le dépassement de la dépense publique par rapport à l'objectif affiché serait proche de 10 milliards d'euros, soit 0,5 point de PIB.

En 2009, pour contrôler la croissance de la dépense publique, le gouvernement prévoit une légère diminution des dépenses de l'État (0,3 %) (1,8 % en euros courants), malgré une croissance encore dynamique de la charge de la dette (6,6 % soit 2,7 milliards d'euros) et des dépenses de pension en hausse de 7,1 % (2,4 milliards). Cela nécessite donc un ajustement très fort sur les dépenses de fonctionnement, d'intervention et d'investissement. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement compte sur la mise en œuvre des préconisations issues de la Révision générale des politiques publiques (RGPP), notamment la montée en charge du non remplacement d'un certain nombre de fonctionnaires partant en retraite (33 600 en 2009 contre 22 900 en 2008).

Les dépenses sociales accéléreraient en 2009 (4,9 % en valeur et 2,8 % en euros constants) en raison des règles d'indexation de certaines prestations et de l'effet du contrecoup de la hausse non anticipée de l'inflation en 2008. Les mécanismes de revalorisation en vigueur qui permettent de compenser le surcroît d'inflation non anticipé en 2008 (2,9 % en 2008 contre 1,6 % prévu) devrait entraîner une revalorisation des allocations familiales de 3,5 % et des pensions de retraite de 2,6 % en moyenne annuelle en 2009. Au final, les prestations « vieillesse »

augmenteraient de 5,4 % en 2009 et les prestations « familiales » de 3,7 %. Cependant, selon le PLFSS 2009, les dépenses de l'ONDAM continueraient à croître de seulement 3,3 % en valeur en 2009, ce qui suppose une maîtrise forte des dépenses de soins de ville et d'hôpital.

Dans le cadre de notre prévision de croissance de la dépense publique, nous avons retenu l'hypothèse d'une évolution spontanée de l'ONDAM de 4,7 % en 2009 qui intègre les effets des mesures engagées ou prévues (plan de santé publique, revalorisations, baisses des prix des médicaments réalisées en 2008…). Cette différence sur l'hypothèse de croissance de l'ONDAM représente une différence de plus de 2 milliards d'euros et justifie dans notre prévision une croissance de la dépense publique de 0,2 point supérieure à celle du gouvernement (1,4 % en volume contre 1,2 % pour le gouvernement). Enfin, les dépenses des collectivités locales repartiraient à la hausse (1,3 % en euros constants) en 2009 en raison d'une masse salariale dynamique (3,9 % en euros constants). Elles seraient cependant en partie compensées par le ralentissement des dépenses relatives à l'Allocation personnalisée d'autonomie (APA) et la Prestation de compensation du handicap (PCH) qui arriverait à maturité, mais aussi par un investissement toujours atone.

…et légère baisse des prélèvements obligatoires

En 2007, le taux de PO a baissé de 0,6 point de PIB pour s'établir à 43,3 % alors que l'ensemble des mesures votées pour l'année 2007 réduisaient la fiscalité de plus de 12 milliards d'euros (0,7 point de PIB). Aux mesures qui avaient été décidées par le gouvernement Villepin pour un montant de 11,4 milliards d'euros (modification du barème de l'IRPP, revalorisation de la prime pour l'emploi, création du « bouclier fiscal », réforme de la taxe professionnelle, abaissement du taux réduit sur les plus-values à long terme…), s'ajoutent les mesures du paquet fiscal votées à l'été 2007 dont certaines ont eu des effets dès 2007 (550 millions d'euros liés aux allègements de charges salariales sur les heures supplémentaires et 400 millions d'euros pour la réforme des droits de successions et de donations).

Les différentes mesures votées représentent un allègement de prélèvements d'environ 6,5 milliards d'euros en 2008 qui profiteront essentiellement aux ménages (4 milliards). Avec une élasticité des recettes fiscales des APU au PIB unitaire, le taux de PO devrait donc baisser de 0,3 point de PIB en 2008. Les mesures liées au paquet fiscal représentent une diminution des PO de 6 milliards d'euros en 2008, dont 3 milliards liés aux allègements de charges et la défiscalisation des heures supplémentaires. Les autres grandes mesures sont celles concernant la réforme des droits de successions et donations (1,6 milliard) et celles relatives à l'ISF et au bouclier fiscal (1,2 milliard). Enfin, les mesures décidées dans la PLFSS 2008 visant à trouver de nouvelles sources de

financement pour la Sécurité sociale vont représenter une hausse des prélèvements obligatoires de 3 milliards d'euros, les principales mesures concernant la mise en place d'un prélèvement à la source sur les contributions sociales et fiscales sur les dividendes pour 1,9 milliard d'euros et la création d'une taxe et d'une cotisation employeur de 2,5 % sur les stocks options pour 400 millions d'euros. Enfin, le dégrèvement de la taxe professionnelle représente pour les entreprises une baisse des PO de 2 milliards.

En 2009, les mesures fiscales devraient conduire à une relative stabilité des prélèvements (hausse de 0,2 milliard d'euros) (tableau 16). Avec un ralentissement marqué de certaines assiettes fiscales en phase de retournement de cycle (impôts sur les sociétés, impôt sur le revenu, taxes assises sur les actifs…), l'élasticité des recettes fiscales des APU au PIB passerait légèrement sous l'unité en 2009 (0,9). Cette contraction en 2009 des assiettes sera particulièrement visible du côté des résultats des sociétés financières en lien direct avec la crise financière, mais aussi du côté des entreprises non financières qui devraient connaître une dégradation de leurs bénéfices en raison de la pression au désendettement qu'elles vont subir. Au total, le taux de PO baisserait de 0,1 point de PIB en 2009.

Les ménages verraient leur fiscalité diminuer de 2 milliards d'euros en raison de la montée en charge du paquet fiscal (1,8 milliard d'euros) et du contrecoup des mesures de prélèvements fiscaux et sociaux sur les dividendes décidées en 2008 (2,1 milliards). En revanche, la création d'une taxe sur les revenus du patrimoine pour financer le RSA et la réduction des avantages fiscaux sur les biocarburants augmentent les PO des ménages de 1,9 milliard. Enfin, il est prévu que la hausse des cotisations retraite soit compensée par une baisse des cotisations chômage, ce qui n'aurait pas d'impact sur les PO. Cependant, avec le retournement du marché du travail, la dégradation probable des comptes de l'Unedic pourrait remettre en cause la diminution des cotisations chômage.

Pour les entreprises, les mesures fiscales entraîneraient une hausse de PO de près de 1,3 milliard d'euros, en raison notamment des mesures prises dans le cadre du PLFSS 2009 pour redresser les comptes de l'assurance maladie : augmentation de la contribution des complémentaires santé pour 1 milliard d'euros et instauration d'une cotisation patronale de 2 % sur l'épargne salariale (400 millions). Afin de financer la suppression de la publicité sur les chaînes de télévision du service public, le gouvernement prévoit également de créer une taxe sur le chiffre d'affaires des opérateurs de téléphonie mobile et fournisseurs d'accès Internet qui rapporterait 460 millions. En revanche, les mesures prises dans le cadre de la Loi de finances 2008 vont réduire les PO des entreprises de 900 millions d'euros en 2009, dont 600 millions en raison de la modification du crédit impôt recherche et 340 millions avec la suppression progressive de l'impôt forfaitaire annuel.

16. Mesures concernant les PO* en 2009

	2009
Ménages	**-2010**
PLF 2009	**1900**
Taxes RSA sur les revenus du capital	1500
Réduction avantages fiscaux biocarburants	400
LF 2008	**-2910**
Exonération d'heures supplémentaires IRPP (paquet fiscal)	-730
Crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunt (paquet fiscal)	-900
Allègement droits de succession et de donation (paquet fiscal)	-180
Imposition des dividendes au prélèvement forfaitaire libératoire	-1100
PLFSS 2009	**0**
Hausse de 0,3 % des cotisations retraite	1500
Baisse des cotisations chômage	-1500
LFSS 2008	-1000
Prélèvement à la source de CSG sur les dividendes	-1000
Entreprises	**1270**
PLF 2009	**460**
Taxe sur les opérateurs Internet et mobiles	460
LF 2008	**-890**
Modification du crédit impôt recherche	-600
Suppression de l'imposition forfaitaire annuelle	-340
Imposition au taux normal des plus-values des sociétés à prépondérance immobilière	150
Taxe à l'essieu	-100
PLFSS 2009	**1400**
Hausse de la contribution des complémentaires santé	1000
Cotisation patronale de 2 % sur l'épargne salariale	400
LFSS 2008	**300**
Prélèvement sur les indemnités de mise à la retraite d'office	300
Autres mesures	**935**
Mesures Grenelle de l'Environnement (PLF 2009)	200
Loi de modernisation de l'économie	-100
TOTAL	**195**

* les PO sont affectés entre ménages et entreprises suivant le principe de la base fiscale, ce qui ne préjuge donc pas de la répartition de l'incidence fiscale des mesures entre les entreprises et les ménages
Sources : MINEFI, calculs OFCE.

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2007	2008	2009
En % de variation aux prix chaînés :			
PIB	2.1	0.9	0.7
Importations	5.9	2.4	3.5
Dépenses de consommation des ménages	2.5	0.9	1.3
FBCF totale, dont :	4.9	0.2	-2.9
Sociétés non financières	7.3	1.9	-2.6
Ménages	3.0	-2.8	-4.5
Administrations publiques	1.7	-0.3	-1.4
Exportations	3.2	2.6	3.4
Contribution des stocks à la croissance, en %	0.2	0.0	0.1
Demande intérieure hors stocks	2.7	0.9	0.7
Compte des ménages, en termes réels %			
Salaires bruts	2.4	0.4	0.5
Salaires nets	2.5	0.8	0.4
Prestations sociales	1.6	1.2	3.0
Prélèvements sociaux et fiscaux	0.3	-1.0	1.8
Revenu disponible	3.3	0.9	1.3
Taux d'épargne, en % du RDB	15.7	15.8	15.8
Déflateur de la consommation en glissement %	2.6	2.9	1.7
en moyenne %	2.0	3.1	2.0
Compte des sociétés non financières, en %			
Taux de marge	31.3	30.7	31.2
Taux d'épargne	12.7	11.9	13.2
Taux d'investissement (en volume)	19.5	19.8	19.2
Taux d'autofinancement (hors stock)	60.8	56.0	65.3
Compte du reste du monde et des administrations			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	43.3	43.0	42.9
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-2.7	-3.1	-3.5
Solde commercial, en milliards € (1)	-36.1	-50.9	-42.1
Emploi salarié, en glissement annuel %	1.4	-0.4	-0.1
Emploi total, en glissement annuel %	1.3	-0.5	-0.1
Chômage BIT, en millions	2.2	2.1	2.2
Taux de chômage BIT moyen, en %	7.9	7.4	7.7
Taux de change $/€	1.37	1.48	1.44
Taux d'intérêt à court terme (2)	4.3	4.7	4.5
Taux d'intérêt à long terme (3)	4.3	4.3	4.1

(1) FAB/FAB, au sens de la comptabilité nationale.
(2) Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.
(3) Taux des OAT à 10 ans.
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE en 2008-2009, octobre 2008.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2006	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
PIB	1600	0,,6	0,6	0,7	0,4	0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	2,1	0,9	0,7
Importations	505	2,0	2,0	1,5	-1,2	1,7	-0,3	0,6	0,6	1,0	1,2	1,2	1,1	5,9	2,4	3,5
Dépenses de consommation	905	0,7	0,9	0,8	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	2,5	0,9	1,3
Dépenses de conso. des admin.	364	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4	1,3	1,6	2,1
FBCF totale, dont :	328	1,2	0,7	0,9	1,0	0,7	-1,5	-1,0	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	4,9	0,2	-2,9
Sociétés non financières	178	2,0	1,3	1,5	1,1	1,3	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2	7,3	1,9	-2,6
Sociétés financières	15	-2,1	-1,1	-0,1	1,0	1,3	1,0	-0,7	-1,4	-1,0	-1,2	-0,4	-0,3	0,4	1,7	-3,4
Ménages	84	0,5	0,1	0,4	0,9	-0,1	-2,9	-2,2	-1,5	-0,8	-0,5	-0,6	-0,5	3,0	-2,8	-4,5
Administrations publiques	50	1,1	0,3	-0,2	1,0	0,1	-1,5	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	1,7	-0,3	-1,4
ISBLSM	2	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	-0,1	-0,7	1,5
Exportations	479	0,8	1,8	0,3	0,4	2,6	-1,7	0,5	0,6	1,2	1,2	1,3	1,3	3,2	2,6	3,4
Contribution																
Demande intérieure hors stocks		0,7	0,7	0,7	0,5	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	2,7	0,9	0,7
Variations de stocks		0,2	-0,1	0,3	-0,6	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
Solde extérieur		-0,4	-0,1	-0,4	0,5	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,1	0,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
Déflateur de la consommation	0,5	0,6	0,5	0,9	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	2,0	3,1	2,0
Taux de salaire horaire	1,2	0,2	0,6	0,8	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	3,1	3,5	2,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.

IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
Branches principalement marchandes															
Effectifs	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,5	0,5	-0,4
Productivité par tête	0,1	0,2	0,5	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,9	0,2	0,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.

V. Eléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
Salaires bruts (1)	1,0	0,1	0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	2,4	0,4	0,5
Salaires nets (1)	1,1	0,1	0,4	0,2	0,5	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3	2,5	0,8	0,4
Prestations sociales (1)	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	1,6	1,2	3,0
Revenu disponible réel (1)	0,7	0,7	0,6	0,9	0,0	-0,4	-0,1	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	3,3	0,9	1,3
Taux d'épargne en % du RDB	15,9	15,7	15,5	15,9	16,0	15,7	15,7	15,8	15,8	15,8	15,7	15,8	15,7	15,8	15,8
Taux d'épargne en logement	9,1	9,2	9,2	9,3	9,3	9,0	8,9	8,7	8,6	8,5	8,4	8,4	9,2	9,0	8,5
Taux d'épargne financière	5,3	5,1	4,9	5,3	5,4	5,4	5,6	5,8	6,0	6,0	6,1	6,2	5,2	5,6	6,1

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.

VI. Commerce extérieur et part de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
Importations en volume	2,0	2,0	1,5	-1,2	1,7	-0,3	0,6	0,6	1,0	1,2	1,2	1,1	5,9	2,4	3,5
Prix des importations	-1,1	1,3	1,0	2,1	0,4	1,6	0,7	0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	4,5	0,4
Demande interne	1,0	1,1	0,9	0,5	0,8	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	3,6	1,6	1,1
Exportations en volume	0,8	1,8	0,3	0,4	2,6	-1,7	0,5	0,6	1,2	1,2	1,3	1,3	3,2	2,6	3,4
Prix des exportations	-0,9	0,8	0,4	-0,1	1,0	0,1	0,7	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,5	1,9	2,6
Demande mondiale	2,0	1,4	3,1	0,4	1,1	0,1	0,8	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	7,3	4,1	4,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2007.1	2007.2	2007.3	2007.4	2008.1	2008.2	2008.3	2008.4	2009.1	2009.2	2009.3	2009.4	2007	2008	2009
Taux d'intérêt :															
A court terme (1)	3,8	4,1	4,5	4,7	4,5	4,9	5,0	4,6	4,5	4,4	4,4	4,5	4,3	4,7	4,5
A long terme (2)	4,1	4,4	4,4	4,3	4,1	4,5	4,6	4,2	4,1	4,0	4,0	4,1	4,3	4,3	4,1
1 euro = ... Dollar	1,31	1,35	1,37	1,45	1,50	1,57	1,51	1,35	1,40	1,45	1,45	1,45	1,37	1,48	1,44

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois
(2) Taux des OAT à 10 ans
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2008.