

## FRANCE: RELANCE ISOLÉE

### Perspectives 2007-2008 pour l'économie française \*

Les mauvaises nouvelles de cet été (crise financière, euro fort, croissance du deuxième trimestre décevante) ne seront pas suffisantes pour casser l'élan de croissance initié en 2006 en zone euro et par conséquent hypothéquer les perspectives de reprise en France à l'horizon 2008.

Outre un changement de cap de la politique budgétaire, qui pour la première fois depuis 5 ans sera expansionniste, l'année 2008 s'annonce plutôt bien par ailleurs : les contraintes qui bridait la croissance ces dernières années se desserrent, notamment celles liées aux effets de la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne et de la forte augmentation du prix du pétrole. L'inflation est maîtrisée, les grandes économies de la zone euro se portent mieux, le taux d'épargne des ménages, élevé, laisse des marges de progression pour la consommation, d'autant que le pouvoir d'achat des ménages devrait être soutenu par la baisse du chômage et l'entrée en vigueur du « paquet fiscal ». Non contraint par une situation financière des entreprises en nette amélioration, illustrée par les bénéfiques records des sociétés du CAC 40, et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des sociétés non financières devrait suivre la demande. En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 2,6 % en 2008 après 1,9 % en 2007 et le taux de chômage continuerait sa décline pour atteindre 7,8 % à la fin de 2008. Cependant, en allant à contre-courant des politiques budgétaires menées ailleurs en zone euro — qui seront neutres ou plus souvent restrictives dans les pays ayant des déficits publics —, la France s'isole. Cette « relance isolée » soutiendra sans aucun doute l'activité dans l'Hexagone mais pas suffisamment pour que les finances publiques s'améliorent. Le déficit public devrait se creuser et dépasser, pour la première fois depuis 2004, la barre des 3 % du PIB.

Bien entendu, des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario. Pour l'essentiel, ils sont relatifs à l'environnement international et notamment à l'émergence d'une crise financière d'une plus grande ampleur.

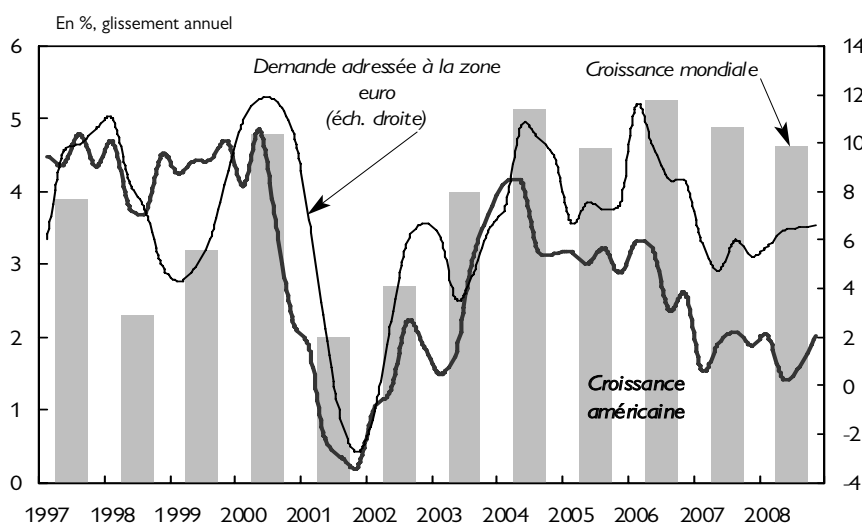
\* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Éric Heyer, composée de Marion Cochard, Matthieu Lemoine, Hervé Pélérax et Mathieu Plane. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2007 et intègre les comptes nationaux trimestriels d'août 2007, à savoir le compte emplois-ressources jusqu'au deuxième trimestre 2007 et les comptes d'agents jusqu'au premier trimestre 2007. 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 présentée aux prix de l'année précédente chaînés.

## Vue d'ensemble \*

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

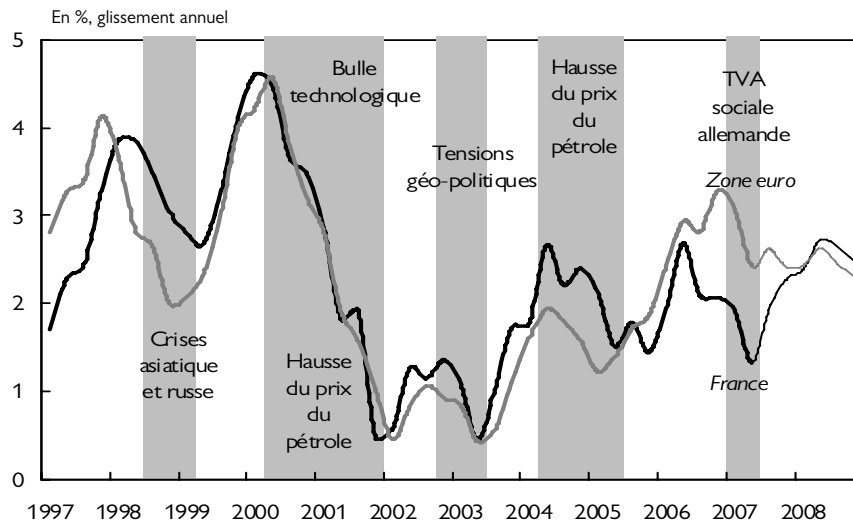
Tout d'abord, l'onde de choc de la crise financière ne semble pas en mesure de menacer la prospérité mondiale et restera principalement cantonnée à l'économie américaine : le ralentissement économique, consécutif à la crise du secteur des prêts immobiliers à risque (*subprimes*), devrait y être plus brutal qu'escompté au printemps dernier, mais pas aussi fort qu'en 2001 après l'éclatement de la bulle internet (graphique 1). Ce ralentissement de l'économie américaine rognera quelque peu la croissance mondiale mais n'interrompra pas son dynamisme, en particulier dans les zones avec lesquelles les pays de la zone euro ont plus d'échanges commerciaux (en premier lieu les pays d'Europe centrale et orientale). La demande adressée aux économies de la zone euro accélérera, permettant enfin, une période de croissance plus durable dans la zone euro qu'auparavant (graphiques 1 et 2).

### 1. Environnement international



\* Cette partie a été rédigée par Éric Heyer.

## 2. 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 2007.

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

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

## Une croissance française inférieure à celle de la zone euro depuis 2005

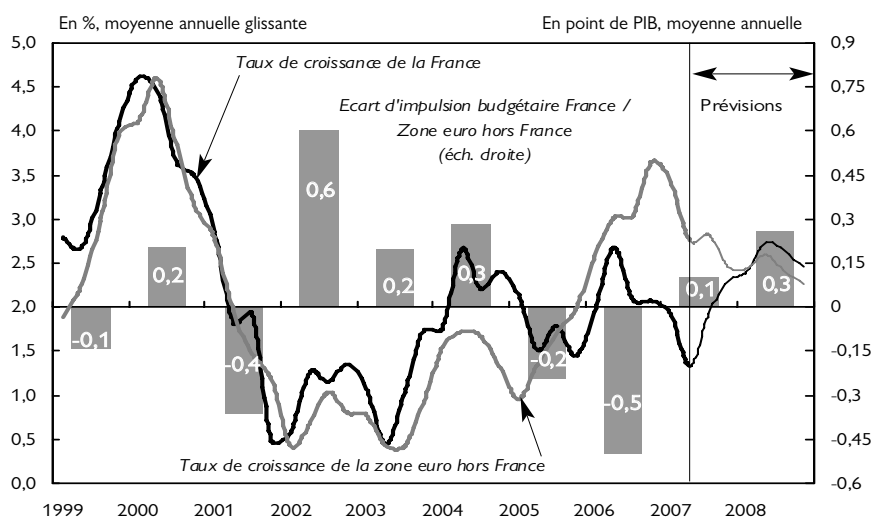
Dans la période récente (2005-2006), la croissance française se caractérise par des performances inférieures, pour la première fois depuis la mise en place de la monnaie unique, à celles enregistrées dans le reste de la zone euro (graphique 3).

Ainsi, au cours de la période 1997-2002, l'économie française, stimulée par un marché du travail dynamique et une baisse du taux d'épargne des ménages, a enregistré un surplus annuel de croissance de 0,3 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.

Suite à l'éclatement de la bulle Internet, la reprise des années 2002-2004, confirme ce schéma : certes molle en France (1,5 % en moyenne annuelle), celle-ci est toujours supérieure à celle observée dans le reste de la zone (1,1 %). 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 de la zone.

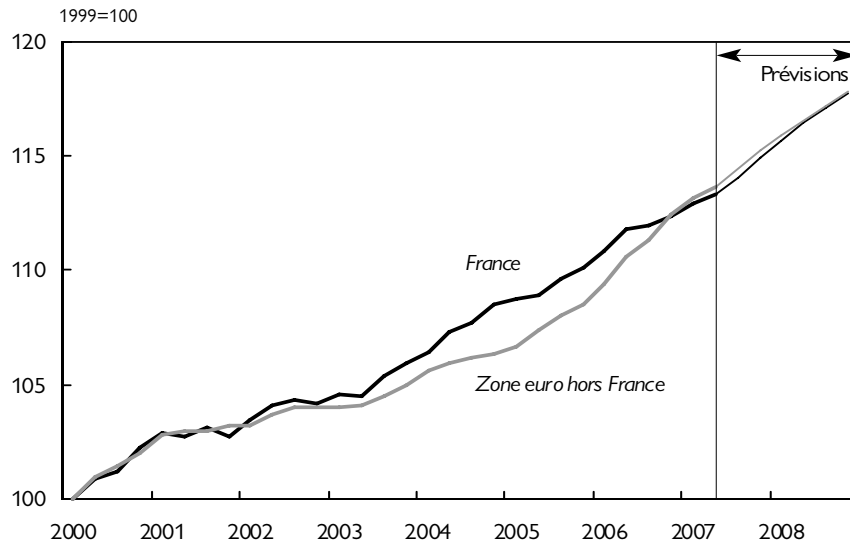
Depuis 2005, cette logique s'est inversée. Les politiques budgétaires sont, en moyenne, devenues moins restrictives en zone euro qu'en France, freinant alors les performances relatives de cette dernière : la reprise engagée dès 2005 dans la plupart des économies de la zone (2,3 %) a été retardée et d'une ampleur moindre pour l'économie française (2,0 %), permettant à la zone euro de combler son retard de croissance accumulé depuis 2002 avec l'hexagone (graphique 4).

### 3. Évolution du PIB en France et chez ses partenaires de la zone euro



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, e-mod.fr de 2007 à 2008.

## 4. Niveau du PIB en indice en France et chez ses partenaires de la zone euro



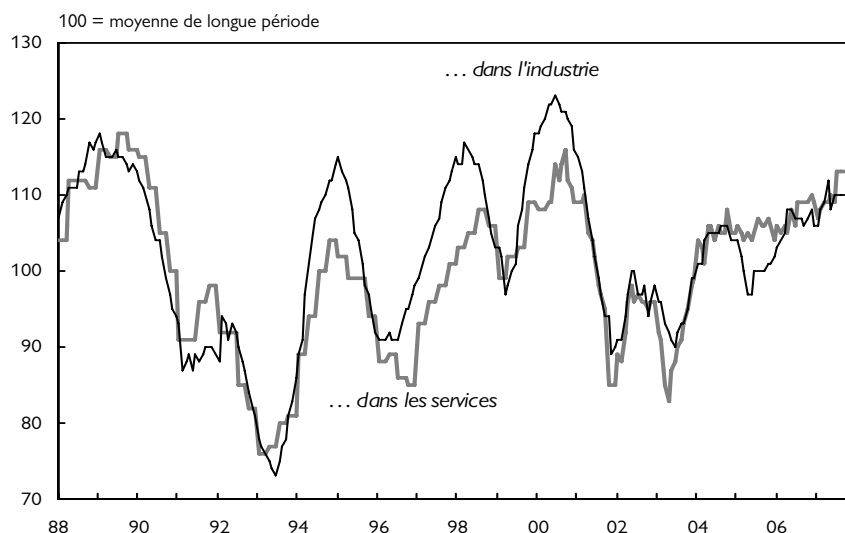
## 2007 en demi-teinte

L'activité économique décrite par les comptes trimestriels de l'INSEE pour le premier semestre 2007 — particulièrement le deuxième trimestre 2007 (0,3 %) — est décevante et bien plus faible que suggérée par les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages. On s'attendait cependant à ce que l'activité au cours du premier semestre soit bridée par deux événements ponctuels. D'une part, par les effets restrictifs des cinq hausses successives du taux directeur de la Banque Centrale Européenne (BCE) au cours de l'année 2006, qui, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire à l'activité, se sont faits sentir en ce début d'année. D'autre part, par la mise en place depuis le 1<sup>er</sup> janvier de la TVA sociale en Allemagne qui renforce la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000. Si le ralentissement est apparemment plus fort que prévu, il ne nous apparaît toutefois pas si inquiétant : rappelons d'abord que celui-ci se base sur une estimation provisoire de l'activité qui peut être significativement révisée dans les versions ultérieures des comptes trimestriels. L'analyse des révisions passées nous indique qu'en période de reprise, les comptes préliminaires ont tendance à sous estimer l'activité (encadré 1). Par ailleurs, signalons que depuis le premier trimestre 2007, les volumes des comptes trimestriels

## ■ Département analyse et prévision

sont présentés aux prix de l'année précédente chaînés et non plus à prix constants de l'année 2000 (encadré 2). Ce changement méthodologique a induit une révision à la baisse de 0,1 point de la croissance au premier trimestre, expliquant une partie de la révision de la croissance escomptée pour l'année 2007. Ensuite, le ralentissement de la croissance de l'investissement productif observé au cours du deuxième trimestre résulte essentiellement d'une dégradation temporaire de la rentabilité des entreprises au cours du second semestre 2006. Ces dernières ont dû effectuer des versements importants d'acompte au titre de l'Impôt sur les Sociétés (IS) après les bénéfices records enregistrés l'an dernier. Mais ce phénomène n'est que transitoire. La situation financière des entreprises est en réalité en nette amélioration, avec une profitabilité du capital très élevée, et de bonnes conditions de financement<sup>1</sup>. Dans ces conditions, le cycle d'investissement nécessaire à une reprise durable n'est pas remis en cause : l'investissement productif des sociétés non financières devrait croître à un rythme de 4,7 % en 2007, rythme toutefois largement inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (8,6 % en moyenne au cours de la période 1998-2000). Enfin, le redressement des enquêtes de conjoncture amorcé en 2006 s'est confirmé au premier semestre 2007, laissant envisager un rebond prochain de l'activité (graphique 5).

### 5. Indicateurs synthétiques du climat des affaires...



Source : INSEE.

1. Pour plus de détails, le lecteur peut se référer à la partie Entreprise.

L'indicateur avancé de l'OFCE, qui exploite l'information contenue dans ces enquêtes, confirme ce schéma : l'économie française devrait connaître un rebond au cours du second semestre, avec des hausses du PIB de 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres, assurant une croissance de 1,9 % en moyenne en 2007<sup>2</sup>.

## En 2008, changement de cap de la politique budgétaire...

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

## ... et relâchement des contraintes extérieures

Outre ce changement de cap de la politique budgétaire, l'année 2008 s'annonce plutôt bien : les contraintes qui bridaient la croissance ces dernières années se desserrent, notamment celles liées aux effets de la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne<sup>4</sup> et à la forte augmentation du prix du pétrole. L'inflation est maîtrisée, les grandes économies de la zone euro se portent mieux, le taux d'épargne des

2. Cette estimation est à prix chaînés. À prix constants de l'année 2000, la croissance pour 2007 serait de 2,1 %.

3. Pour plus de détails, se référer à la partie « Finances publiques : la France à contre courant ».

4. Pour plus de détails, se référer à la partie « Commerce extérieur : haro sur l'euro ».

## ■ Département analyse et prévision

ménages, élevé, laisse des marges de progression pour la consommation, d'autant que le pouvoir d'achat des ménages devrait être soutenu par la baisse du chômage et l'entrée en vigueur du « paquet fiscal ».

Ainsi, après une hausse de 0,7 point en 2007 faisant suite à une baisse continue depuis 4 ans, le taux d'épargne devrait baisser de 0,6 point en 2008 et s'établir à 15,5 %, niveau toujours supérieur à celui observé des 15 dernières années (14,9 %) (tableau 1, graphique 6). Selon nos hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 3,6 % en 2008, rythme soutenu mais qui reste toutefois inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,8 %) <sup>5</sup>.

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

En points

	2002-2006	2007 *	2008 *
Variations	-1,5	0,7	-0,6
Ecart critique (g - r) **	-0,5	0,5	-0,4
Effet richesse immobilière ***	-0,9	0,3	0,1
Variation du chômage	0,1	-0,2	-0,3
Mesures Sarkozy	-0,1	-	-
Réforme fiscale	-	0,1	0,1

\* 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

1. L'impact de l'écart critique, des effets de richesse et des variations du chômage sur l'activité est un impact cumulé. Il dépend des variations aux instants t, à t-4.

Source : Calculs OFCE, e-mod.fr.

Par ailleurs, la phase de resserrement monétaire de la BCE prendrait fin en 2008. Non contraint par une situation financière des entreprises en nette amélioration, illustrée par les bénéfiques records des sociétés du CAC 40, et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des sociétés non financières devrait suivre la demande et croître à un rythme de 3,5 % en 2008, rythme très largement inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise <sup>6</sup> (9 % en moyenne au cours de la période 1998-2000).

Ce dynamisme de la demande intérieure est facilité par l'atténuation des contraintes qui avaient pesé fortement sur l'économie française depuis 2004. Certes, l'euro devrait continuer de s'apprécier atteignant un niveau historique au deuxième trimestre 2008 (1 € = 1,5 \$) et s'établir à 1,44 dollar en moyenne sur l'ensemble de l'année 2008, soit une augmentation de 6 % par rapport à 2007. Compte tenu des délais

5. Pour plus de détails, se référer à la partie « Facilités budgétaires pour les ménages ».

6. Pour plus de détails, se référer à la partie « Les entreprises suivent la reprise ».



## 6. Taux d'investissement et taux d'épargne



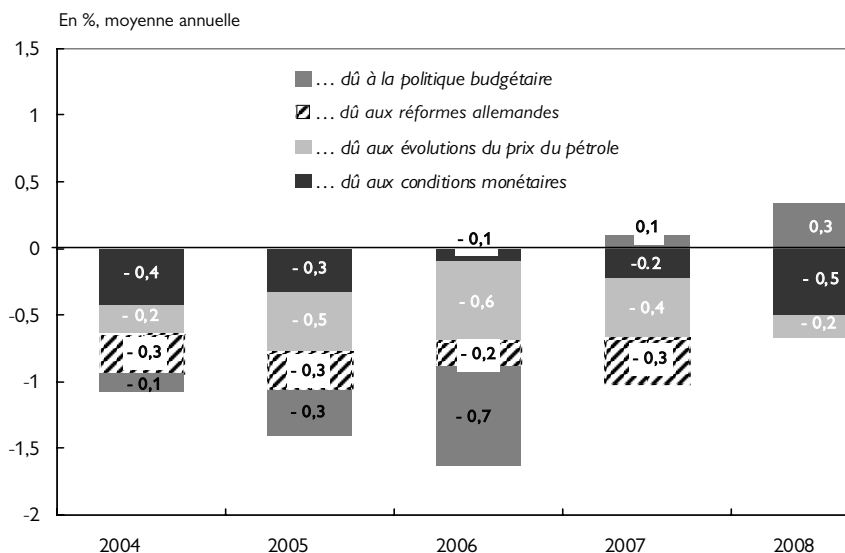
de transmission d'une appréciation de la monnaie sur l'activité, l'impact de cette nouvelle forte hausse en 2008 se fera sentir essentiellement en 2009 mais rognera tout de même la croissance française de près 1/2 point l'année prochaine contre - 0,2 point en 2007 et - 0,1 point en 2006. Mais, dans le même temps, cette appréciation de l'euro permettra de limiter l'impact négatif sur l'activité de la hausse du prix du Brent (-0,2 point en 2008 contre - 0,4 point en 2007 et - 0,6 point en 2006). Ainsi, libellé en euros, le prix du pétrole devrait baisser de près de 6 % en 2008. Par ailleurs, la fin de la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin se traduira par une hausse des salaires réels en Allemagne de 1,5 % en 2008 (contre - 0,5 % en moyenne entre 2002 et 2006)<sup>7</sup>. Cela soutiendra nos exportations et limitera nos pertes de parts de marché.

Au total, après avoir amputé la croissance de 0,8 point en 2007, et de 1,6 point en 2006 et 1,4 point en 2005, l'impact cumulé de l'ensemble des contraintes — extérieures et de politique budgétaire — rognerait la croissance de 2008 de moins d'1/2 point (graphique 7).

7. Pour plus de détails, se référer à la fiche « Allemagne : la quadrature du cercle ? ».

## ■ Département analyse et prévision

### 7. Impacts des chocs extérieurs et des politiques économiques sur l'économie française...



Note : L'impact du prix du pétrole et du taux de change sur l'activité est un impact cumulé. Il dépend des variations aux instants t, t-1 et t-2.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, e-mod.fr de 2007 à 2008.

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

### 2. Contributions à la croissance du PIB

En %, moyenne annuelle

	2004	2005	2006	2007	2008
Taux de croissance du PIB	2,3	1,7	2,2	1,9	2,6
Dépenses des ménages	1,7	1,6	1,6	1,3	2,0
Investissements et stocks des entreprises	0,8	0,3	0,5	0,4	0,5
Dépenses des administrations	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
Total de la demande intérieure	3,2	2,3	2,5	2,2	2,9
Solde extérieur	-0,9	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4
Taux de croissance du PIB (zone euro)	1,7	1,6	2,9	2,6	2,5

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

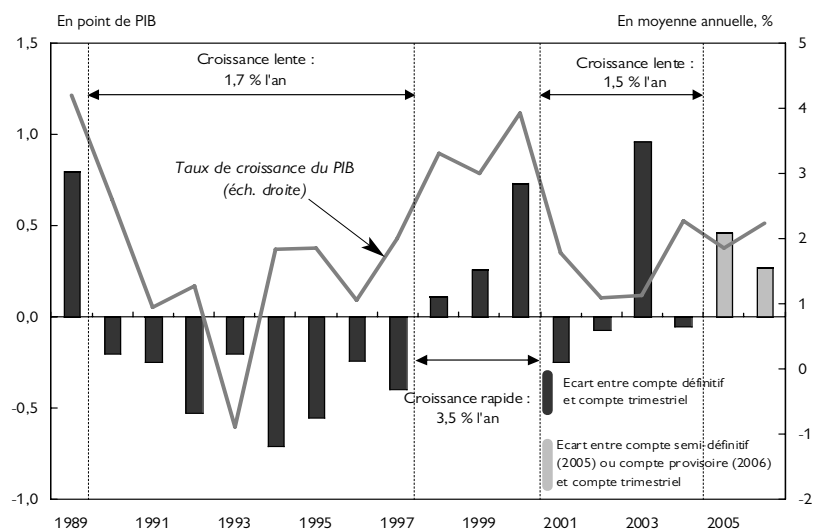
### 1. Les prévisions de l'OFCE sont-elles optimistes ?

Depuis 2005, l'OFCE a des perspectives de croissance pour l'économie française systématiquement supérieures à celles de la moyenne des autres instituts de conjoncture, présentée dans Consensus Forecasts et nommée Consensus. Cet écart est, en moyenne, de 0,3 point de croissance du PIB en moyenne annuelle. Cela a conduit de nombreux commentateurs et experts économiques à considérer les analyses de l'OFCE « optimistes », et celles issues du Consensus plus « réalistes ». Les premières versions des comptes trimestriels fournies par l'INSEE confortent cette perception : en 2005 comme en 2006, la première estimation de la croissance du PIB était inférieure à celle envisagée par l'OFCE et même parfois par le Consensus.

Mais, ces premières estimations sont par principe amenées à être révisées, notamment quand sont connus les comptes annuels. Ces révisions sont d'ampleurs inégales : elles se sont élevées à près d'1 point en 2003 et ont été quasi nulles en 2004. Depuis le début des années 1990, la croissance annuelle est révisée en moyenne d'1/2 point, à la hausse comme à la baisse : en période de ralentissement (resp. reprise), la première version des comptes a tendance à sous estimer (resp. surestimer) l'activité (graphique 1).

Si nous comparons les prévisions de l'OFCE et du Consensus, non plus à la première version des comptes, mais à la dernière version connue, le diagnostic s'inverse (graphique 2). La croissance du PIB ayant été révisée d'1/2 point en 2005 et de 0,3 point en 2006, elle dépasse maintenant les prévisions de l'OFCE, qui apparaissent finalement comme trop pessimistes pour ces années !

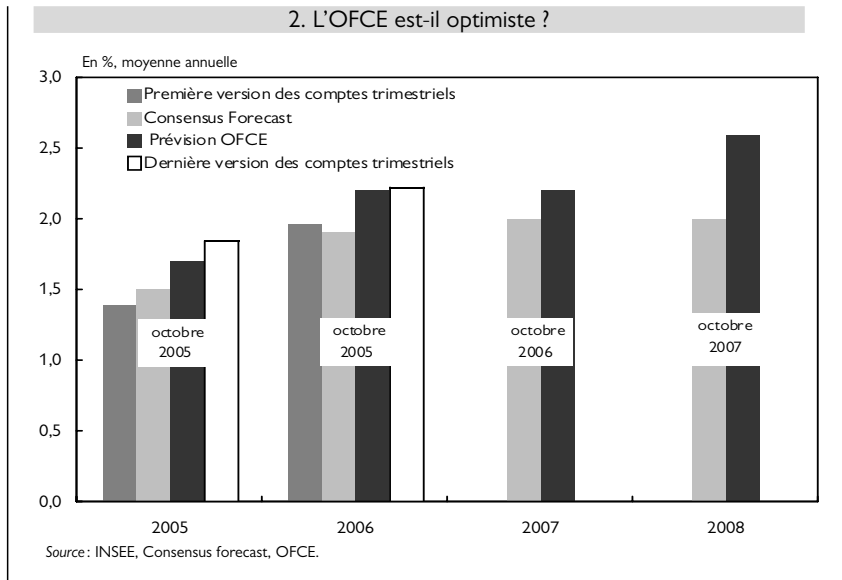
#### 1. Révisions de la croissance par l'INSEE \*



\* Jusqu'en 1998 inclus, les comptes provisoires sont ceux de la base 1980, en vigueur jusqu'à la mi-1999. De 1999 à 2002, les comptes provisoires sont ceux de la base 1995. Enfin, les comptes définitifs sont ceux de la base 2000, entrée en vigueur à la mi-2005.

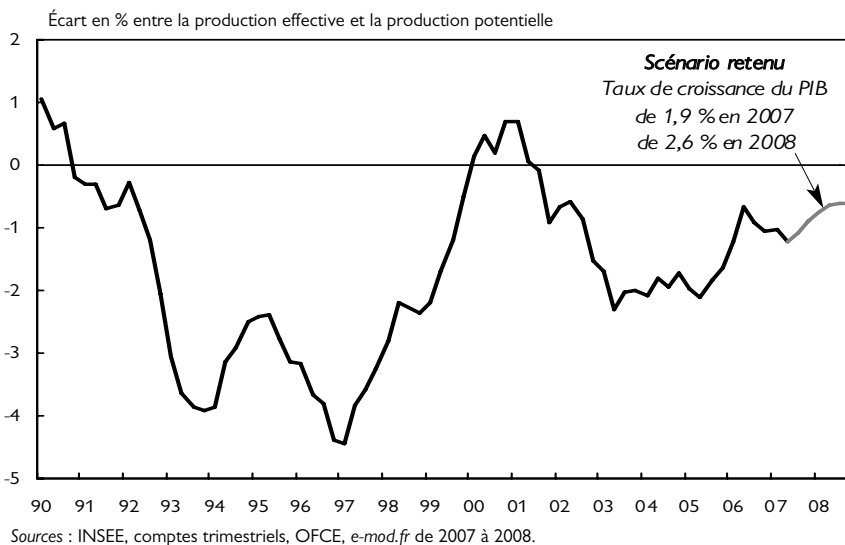
Sources : INSEE, calculs OFCE.

## ■ Département analyse et prévision



Cette performance resterait somme toute modeste au regard des précédentes périodes de reprise : en 2000, l'économie française affichait un taux de croissance proche de 4 %. Une croissance de 2,6 % en 2008 alors que l'activité au cours des six dernières années (1,7 % en moyenne annuelle) a été très inférieure à son potentiel (2,2 %), ne permettrait pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2001 (graphique 8).

## 8. Écart de production en France



En s'installant au-dessus de 2 %, la croissance devrait permettre à elle seule la poursuite de la décroissance du chômage engagée mi-2005. Plus précisément, compte tenu d'un rattrapage de la productivité du travail mis à mal au premier semestre 2007, le taux de chômage connaîtrait une baisse limitée en 2008 (de -0,2 point) qui proviendrait pour l'essentiel des créations d'emplois marchands (tableau 3).

Le taux de chômage s'établirait à 7,8 % de la population active fin 2008, contre 8,0 % fin 2007 et 8,6 % fin 2006. Le recalage du taux de chômage, reporté à l'automne par l'INSEE, pourrait conduire à une révision à la hausse de 0,4 point<sup>8</sup>.

### 3. Déterminants de la baisse du chômage depuis 2006

Variations en fin d'année

	2006		2007		2008	
	Milliers	Point	Milliers	Point	Milliers	Point
Chômage	- 269,3	- 1,0	- 144	- 0,6	- 48	- 0,2
Effet emploi marchand	- 213,4	- 0,8	- 142,4	- 0,6	- 48,5	- 0,2
Effet emploi non marchand	- 55,9	- 0,2	- 1,7	0,0	0,5	0,0

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

## Les risques

Les risques qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2008 sont, pour l'essentiel, relatifs à l'environnement international : crise financière internationale de liquidité, crise pétrolière majeure, ralentissement plus marqué de la croissance américaine, puis transmission aux économies européennes, chute prolongée du dollar, reprise avortée outre-Rhin, etc. La réalisation de ces risques amputerait la croissance à l'horizon 2008 : de 0,2 à 0,3 point si le prix du baril de pétrole se maintenait à 80 dollars et si l'euro s'établissait à 1,5 dollar en moyenne sur l'année 2008 (tableau 4).

Des scénarios de dynamique interne plus noirs sont également envisageables. Le premier serait initié par un impact direct de la crise financière sur le secteur bancaire : les banques reporteraient leurs mauvaises situations sur la distribution de crédit, ce qui fragiliserait la demande intérieure. Les réactions positives de banques centrales et la déconnexion entre la distribution du crédit et le profit des banques éloignent la possibilité de réalisation d'un tel scénario. Deux autres risques peuvent être envisagés. L'un réside dans un ajustement plus fort des prix de l'immobilier : une baisse supplémentaire de 20 % du prix de l'immobilier amputerait la croissance de 0,1 point de PIB en 2007

8. Pour plus de détails, se référer à la partie « Emploi : vers un retour de bâton ? ».

## ■ Département analyse et prévision

et de 0,3 point en 2008 (tableau 4). Le deuxième risque est celui d'une politique budgétaire restrictive. Le gouvernement annonce un contrôle strict des dépenses publiques, qui progresseraient de 1,2 % en 2008<sup>9</sup> contre plus de 2,4 % au cours des cinq dernières années. Le respect de cet engagement amputerait la croissance de près de 0,5 point par rapport à notre scénario central — qui prévoit une augmentation de 1,8 % des dépenses publiques —, maintiendrait l'économie française sur un rythme inférieur à son potentiel de croissance, l'empêchant de réduire son retard de production accumulé depuis 2001 et stopperait la baisse du chômage.

### 4. Des scénarios illustratifs des risques sur la croissance française

En %

	2007	2008
Scénario central	1,9	2,6
Appréciation de l'€ à 1,5 \$ en moyenne en 2008	1,9	2,4
Maintien du prix du pétrole à 80 \$	1,8	2,3
Chute de 20 % du prix de l'immobilier	1,8	2,3
Politique budgétaire conforme aux hypothèses du gouvernement	1,9	2,1
Retour à un prix du pétrole à 45 \$ le baril	1,9	2,9

Source : Calculs OFCE.

## 2. Écarts entre les comptes à prix constants et à prix chaînés

Depuis mai 2007, l'INSEE publie, comme les autres instituts européens et américains, des comptes trimestriels chaînés aux prix de l'année précédente. Ceux-ci étaient auparavant présentés à prix constants de l'année 2000. Ce changement de méthode a un impact non négligeable : la croissance trimestrielle du PIB a ainsi été révisée de 0,7 % à 0,6 % au premier trimestre de 2007.

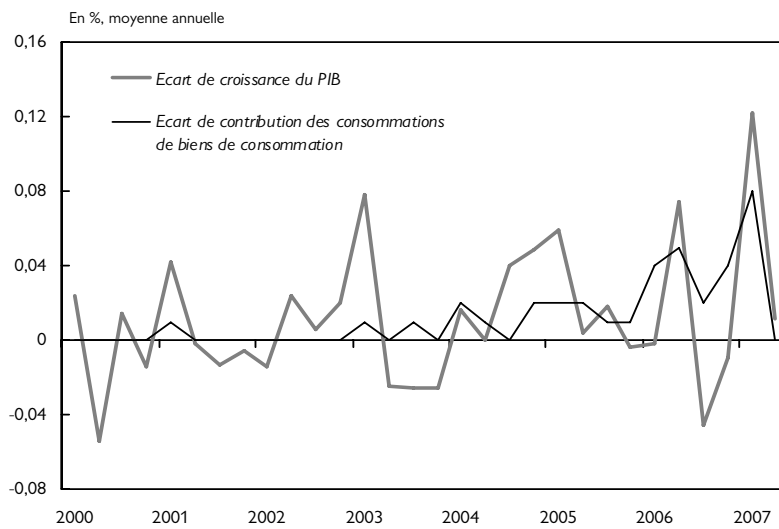
Cet écart semble provenir des biens de consommation, dont les prix ont fortement fluctué aux cours des derniers trimestres. L'écart observé entre les deux types de comptes a été similaire sur les derniers trimestres pour la croissance du PIB et la contribution de la consommation de ces types de biens (graphique). Ces écarts se résorbent au deuxième trimestre.

L'avantage des comptes à prix chaînés est de mieux refléter la réalité et c'est pour cette raison que l'INSEE a choisi ce mode de calcul. Cependant, cette méthode présente également un inconvénient pour les modélisateurs : les identités comptables des modèles macroéconométriques ne sont plus respectées.

9. La croissance des dépenses publiques prévue par le gouvernement pour 2008 est de 1,4 % en volume lorsqu'on les déflate de l'IPC hors tabac et de 1,2 % en volume lorsqu'on utilise le prix du PIB comme déflateur, méthodologie utilisée pour le calcul de l'impulsion budgétaire. Pour plus de détails, se référer à la partie APU.

Nous réalisons nos prévisions à l'aide du modèle *e-mod*, qui est estimé sur les comptes à prix constants. En prévision, nous supposons que le prix des biens de consommation évolue comme celui des autres biens et que l'écart entre les comptes à prix chaînés et à prix constants est nul. Cela nous permet de réaliser nos prévisions à l'aide du modèle *e-mod*, puis de relier nos prévisions aux comptes à prix chaînés.

#### Contribution des biens de consommation à l'écart entre la croissance du PIB à prix chaînés et à prix constants



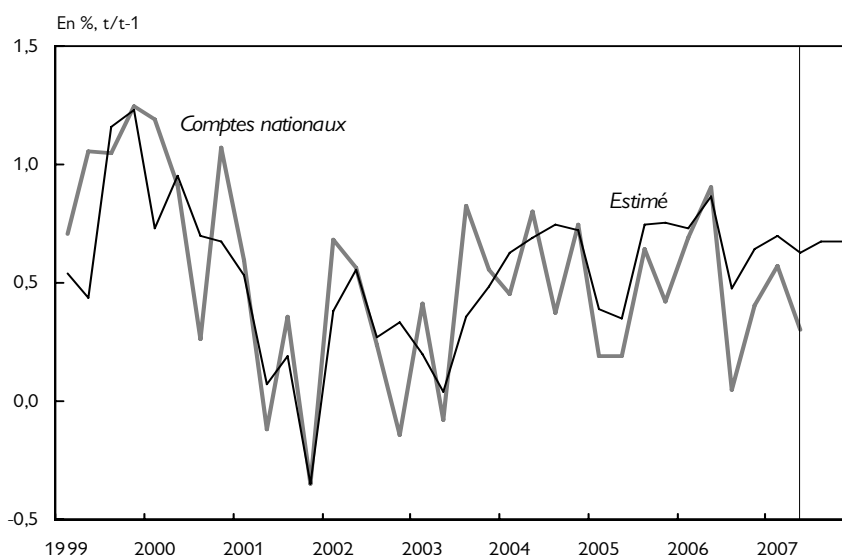
Source : INSEE, calculs OFCE.

## Comptes nationaux : rien n'est acquis \*

Depuis 2005, la croissance décrite par les comptes nationaux trimestriels est faible au regard des indicateurs conjoncturels (graphique 9). Le rebond de l'activité au premier semestre 2006 paraît n'avoir été qu'un feu de paille et dès le troisième trimestre, l'économie française a renoué avec des taux de croissance médiocres, anéantissant au fil des trimestres l'espoir de voir le PIB s'élever de plus de 2 % en 2007. De fait, avec un acquis de croissance au deuxième trimestre 2007 inférieur à 1,5 %, tant selon les comptes nationaux à prix chaînés (1,36 %) qu'à prix 2000 (1,48 %), seuls des taux de croissance supérieurs à 1 % aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres permettraient d'atteindre le milieu de la fourchette du gouvernement, comprise entre 2 % et 2,5 %.

Or, le climat conjoncturel n'est pas propice à de telles performances, et en suivant les prévisions de l'indicateur, au demeurant nettement supérieures aux évaluations de l'INSEE depuis un an, la croissance en 2007 s'élèverait à 1,9 % (tableau 5). Si ces prévisions pour la fin de l'année étaient une nouvelle fois démenties et si la croissance se poursuivait au rythme du premier semestre (0,4 % en moyenne par trimestre), le PIB ne s'élèverait que d'un peu plus de 1,6 % en 2007.

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



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

\* Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.



Ce scénario « catastrophe » reste dans l'ordre du possible, mais l'indicateur propose un scénario alternatif bien plus favorable. En effet, depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2006, un écart positif persistant entre les estimations de l'indicateur et les comptes nationaux est apparu. L'indicateur ne peut certes retracer complètement la volatilité du taux de croissance du PIB, mais les erreurs qui résultent de cette incapacité ne sont en général pas durables et sont compensées par une erreur de sens contraire au trimestre suivant. De fait, la croissance estimée passe souvent au travers des irrégularités du taux de croissance.

Tel n'est plus le cas depuis un an, puisque l'erreur cumulée entre les comptes trimestriels et les estimations s'élève à plus d'un point. On pourrait en déduire soit que l'indicateur surestime la croissance, soit à l'inverse que les comptes nationaux la sous-estiment.

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

En % du PIB, t/t-1

	2006-T3	2006-T4	2007-T1	2007-T2	2007-T3	2007-T4
INSEE	0,1	0,4	0,6	0,3	–	–
Indicateur	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7*	0,7*

\* Prévisions de l'indicateur.

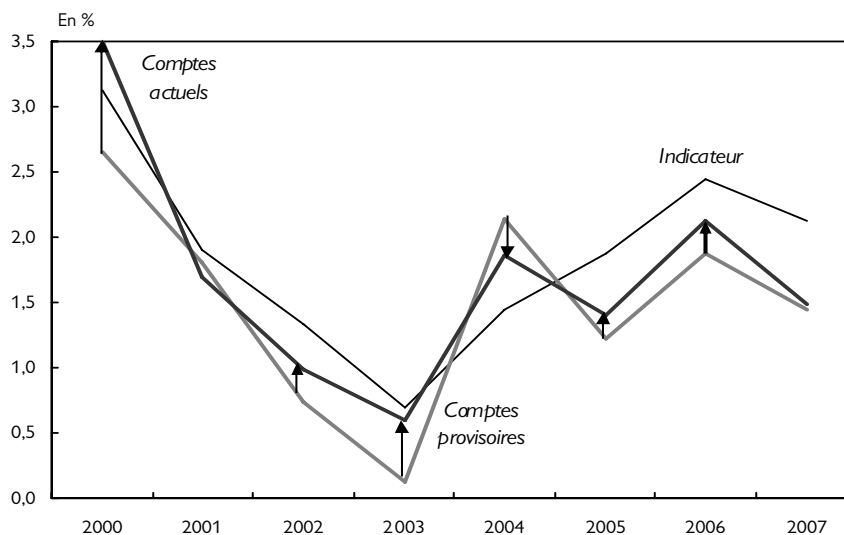
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Sans prétendre pouvoir trancher définitivement la question, un examen comparatif des capacités prédictives des comptes trimestriels et de l'indicateur vis-à-vis des comptes annuels peut permettre d'anticiper le sens, voire l'ampleur, des révisions ultérieures. Pour ce faire, on se place au mois de septembre de chaque année et on calcule l'acquis de croissance au deuxième trimestre selon les comptes tels qu'ils étaient connus et selon les estimations déduites de l'indicateur avec les données de l'époque<sup>10</sup> ; ces deux évaluations de l'acquis sont ensuite comparées à l'acquis issu des comptes nationaux actuels (graphique 10)<sup>11</sup>.

10. On se place ici dans les conditions de la prévision en « temps réel », c'est-à-dire en utilisant les données disponibles au moment où est faite la prévision. Les évaluations issues de l'indicateur sont dynamiques, c'est-à-dire que les acquis ou les taux de croissance annuels sont déduits du seul chaînage des estimations des taux de croissance trimestriels sans aucune référence aux comptes de l'INSEE. L'exercice d'évaluation des révisions est ici mené sur les comptes à prix 2000, les comptes à prix chaînés introduits récemment n'ayant pas d'historique de révisions.

11. L'acquis de croissance donné par les comptes trimestriels en cours d'année est différent de l'acquis de croissance issu des comptes actuels dans la mesure où ces derniers ont fait l'objet d'un calage sur les comptes annuels. En septembre 2007, les comptes annuels sont définitif jusqu'à 2004. Le compte 2005 est semi-définitif, c'est-à-dire qu'il doit encore faire l'objet d'une révision lors de la prochaine campagne de comptes en mai 2008. Le compte annuel 2006, provisoire, doit encore être révisé deux fois. Enfin, les données partielles sur 2007, purement trimestrielles, sont complètement autonomes vis-à-vis de mesures annuelles de la croissance.

10. L'acquis de croissance au deuxième trimestre selon les comptes provisoires, l'indicateur avancé et les comptes actuels



Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'acquis issu des évaluations trimestrielles s'écarte en moyenne de 0,47 point de celui des comptes définitifs sur la période 2000-2004, contre 0,31 pour les estimations de l'acquis déduites de l'indicateur. Le moins bon comportement des comptes trimestriels s'explique certes par les fortes révisions de l'acquis des années 2000 et 2003, respectivement 0,84 point et 0,46 point. Mais il n'en reste pas moins que les estimations de l'indicateur, beaucoup plus proches des estimations actuelles des comptes, signalaient à l'époque que de fortes révisions en hausse étaient possibles. À un degré moindre, les autres années ont produit des révisions dans le sens de l'indicateur, même si ce dernier diffère finalement du résultat final en 2002 et en 2004.

En ce qui concerne les années 2005 et 2006, les écarts d'évaluation entre les comptes actuels et l'indicateur restent importants, malgré les révisions en hausse des comptes trimestriels initiaux. Mais le processus d'élaboration des comptes annuels n'est pas achevé : le compte semi-définitif de 2005 et le compte provisoire actuel de 2006 peuvent encore être réévalués. À titre indicatif, l'indicateur estime la croissance sur l'ensemble de l'année 2005 à 2,5 %, et celle de l'année 2006 à 2,8 % (tableau 6). En minorant ces estimations de l'erreur moyenne de l'indicateur vis-à-vis des comptes annuels définitifs, 0,3 point, la croissance en 2005 se serait élevée à 2,2 % et en 2006 à 2,5 %, ce qui laisse une marge de révision à la hausse des comptes annuels de 0,55 point pour 2005 et de 0,3 point pour 2006.

On peut confronter les ordres de grandeur précédents, basés sur l'indicateur, avec l'ampleur de la révision possible des comptes pour 2005 et 2006 en majorant le compte trimestriel de son erreur moyenne vis-à-vis du compte annuel, 0,55 point. Dans ce cas la croissance de 2005 serait de 1,94 %, et l'essentiel des révisions aurait déjà été effectué. L'estimation de la croissance par l'indicateur resterait alors incompatible avec celle des comptes nationaux, l'écart subsistant s'élevant à 0,3 point. En revanche pour 2006, les deux évaluations coïncident à 2,5 %.

6. Le taux de croissance annuel du PIB selon les comptes nationaux\* et selon l'indicateur avancé

	Comptes trimestriels	Indicateur avancé	Comptes annuels
2000	3,19	3,77	3,91
2001	2,03	2,01	1,78
2002	1,16	1,46	1,09
2003	0,17	0,99	1,14
2004	2,32	1,82	2,27
Erreur moyenne <sup>1</sup>	0,55	0,3	-
2005	1,39	2,51	1,85
2006	1,96	2,81	2,23
2007 <sup>2</sup>	1,48	2,12	-

\* Les comptes considérés ici sont les comptes à prix 2000.

1. Erreur quadratique moyenne entre les comptes trimestriels ou l'indicateur et les comptes annuels.

2. Acquis de croissance au deuxième trimestre 2007.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

En appliquant la même démarche aux chiffres partiels de 2007, l'acquis selon l'indicateur, minoré de son erreur moyenne avec l'acquis des comptes annuels, 0,31 point, s'élèverait à 1,81 %. Cette évaluation converge, au dixième de point près, avec celle issue des comptes trimestriels, 1,48 % majorés de leur erreur moyenne vis-à-vis des comptes annuels, 0,47 point. En prolongeant les comptes trimestriels actuels corrigés de la sorte avec les prévisions issues de l'indicateur pour les 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres, la croissance sur l'ensemble de l'année 2007 pourrait s'élever à 2,5 %. Le haut de la fourchette du gouvernement n'apparaît donc plus si irréaliste.

## Crispations dans l'immobilier \*

La crise de l'immobilier américain peut légitimement nourrir des inquiétudes pour le marché français. Les signaux de tassement apparus en 2005, après une décade de hausse exceptionnelle durant laquelle les prix ont doublé, pourraient faire craindre l'enclenchement d'un processus de correction « à l'américaine », conduisant à un effondrement du marché à la mesure de la hausse précédente.

Affirmons d'emblée ici que le scénario américain n'est pas transposable à la France. D'abord, le risque de contagion directe est inexistant, car les marchés immobiliers sont avant tout locaux et n'impliquent les acteurs que sur leur territoire respectif. Les spécificités nationales affectant un marché n'ont donc aucune raison de se répercuter sur les autres. Un effondrement des prix aux États-Unis n'a donc en soi aucune incidence directe sur les prix en Europe ou en France.

Ensuite, les règles prudentielles en matière de crédit sont beaucoup plus contraignantes en France qu'outre-Atlantique, et empêchent les engagements de type *subprime* entre prêteurs et emprunteurs. Notamment, n'existent pas en France les montages financiers spéculatifs destinés à faciliter l'accès au crédit des catégories les plus fragiles, qui font reposer la viabilité du dossier au moment de l'emprunt sur l'appréciation future du bien acquis. Le système des prêts à taux variables, permettant de faire profiter de taux plus bas les ménages les moins aisés et ainsi de débloquer leur accès au crédit, peut certes être préjudiciable à certains emprunteurs en cas de remontée des taux. Mais ici encore la prudence prévaut, puisque les taux variables sont « capés », c'est-à-dire qu'ils ne peuvent excéder un certain plafond qui protège les emprunteurs. Enfin, la faible diffusion des crédits à taux variables en France, 16 % des encours en 2004 selon la Banque de France, limite les conséquences macroéconomiques d'une recrudescence des défaillances d'emprunteurs en cas de remontée des taux.

Le risque d'une hausse du taux de défaut des ménages, susceptible de déstabiliser le marché comme aux États-Unis, est faible en France. D'abord parce les dispositifs de financement protègent, on l'a vu, les emprunteurs. Ensuite parce que les perspectives de croissance restent favorables en Europe et en France, ce qui permet d'écarter le scénario d'un freinage brutal du revenu des ménages à même de provoquer une remontée du taux de défaut. Dans ces conditions, une arrivée sur le marché de logements saisis par les créanciers pour défaut de remboursement, est, à la différence des États-Unis, peu probable. De plus les ménages, les promoteurs, les institutionnels n'ont pas de positions spéculatives. Ils ne chercheront pas à sortir précipitamment du marché au premier signal de baisse. L'hypothèse d'un effondrement des prix,

\* Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.

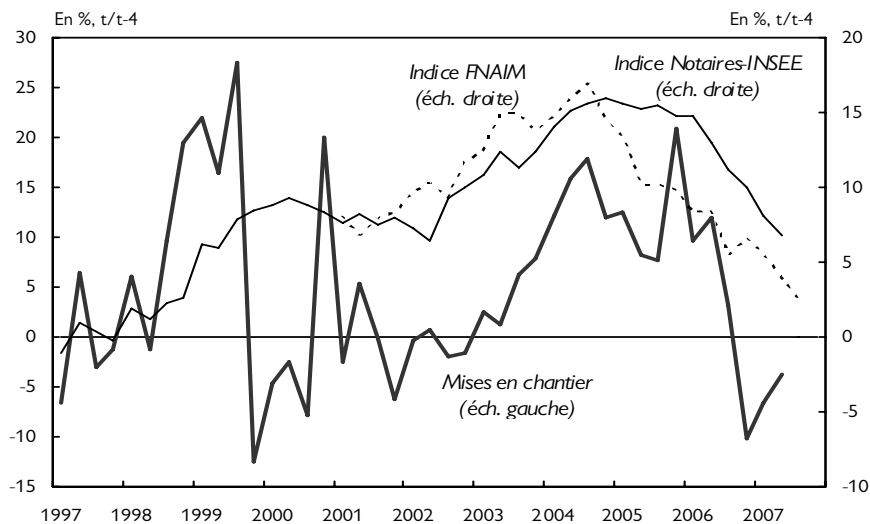
mettant en jeu la tectonique du château de cartes selon laquelle le déblocage de positions spéculatives entraîne la baisse des prix et la baisse des prix le déblocage forcé d'autres positions spéculatives, est infondée.

Le ralentissement actuel des prix relève du mécanisme de l'ajustement d'un marché en excès d'offre dans un contexte où la demande est moins vive. Et même s'ils reculaient dans l'avenir, il ne s'agirait que du jeu normal du cycle où le flux et le reflux de l'offre et de la demande se traduisent par des fluctuations de prix. Dans la situation actuelle, la baisse des prix résoudrait les ménages dont le pouvoir d'achat a été mis à mal par la hausse passée. En l'absence de remontée des taux d'intérêt, elle redonnerait aussi de l'intérêt à l'investissement locatif dont le rendement a été érodé par la montée des prix. Enfin, la baisse des prix accentuerait le reflux de l'offre excédentaire et rapprocherait le terme de l'ajustement.

La crise financière de l'été 2007 est encore trop récente pour en évaluer l'impact sur le marché français. Si les marchés immobiliers nationaux sont cloisonnés, il n'en n'est pas de même pour les marchés financiers. La crise des *subprime* aux États-Unis pourrait alors entraîner un mouvement de défiance généralisée des prêteurs vis-à-vis du prêt immobilier, à même d'entraîner une montée en flèche des primes de risque. La hausse des taux pourrait donc être bien plus conséquente qu'elle ne l'a été jusqu'à présent. Jusqu'en juillet, c'est-à-dire avant la crise de l'été, les conditions de crédit faites par les banques restaient très avantageuses pour les ménages : les taux hypothécaire à plus d'un an apparaissaient toujours faibles au regard des taux auxquels se refinancent les banques, mais aussi des taux rémunérant les actifs sans risque (en juillet, la rémunération de l'OAT 10 ans se montait à 4,58 %, le taux hypothécaire à plus d'un an s'élevait à 4,21 % selon la Banque de France). Ici l'information manque pour juger des évolutions très récentes, et les futures publications des taux hypothécaires pour août et septembre donneront une première mesure de la réaction, face à la crise, de la prime de risque sur les crédits immobiliers.

Même s'il n'est pas, à ce jour, menacé d'un cataclysme, le marché a néanmoins perdu de son dynamisme comme en témoigne l'évolution des indices FNAIM ou Notaires-INSEE (graphique 11). Le rythme de progression des prix dans l'ancien est passé, en deux ans, d'environ 15 % à 2,5 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2007 selon la FNAIM. Ces signaux de tassement du marché sont le reflet du déséquilibre qui est apparu progressivement entre l'offre et la demande de logements, sous l'impulsion de l'arrivée sur le marché de nouveaux logements mis en chantier auparavant. La forte reprise des mises en chantier à partir de la mi-2003, portant leur volume à 420 000 en 2005 et à 435 000 en 2006, soit 100 000 de plus que le niveau moyen depuis 1996, a compte tenu des délais de construction, alimenté l'offre et modelé le profil des

11. Taux de croissance du prix des logements anciens et mises en chantier

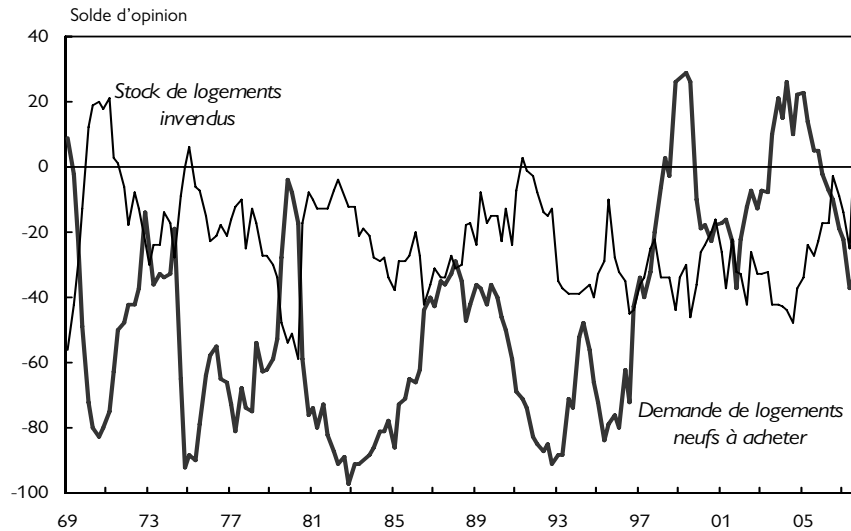


Sources : INSEE, FNAIM, ministère du Logement.

prix avec un décalage. Ce décalage explique aussi probablement le retard avec lequel l'encours de crédits hypothécaires réagit à l'ajustement du marché. Selon les statistiques de la Banque de France, l'encours de dette n'avait pas encore ralenti au 1<sup>er</sup> trimestre 2007, augmentant toujours à un rythme voisin de 15 % l'an. Les données de la Banque centrale européenne, plus récentes mais sur un champ plus large que le champ français, font néanmoins état d'un net ralentissement de l'encours de dette depuis la mi-2006, passé d'une progression de 12 à 8 % à la mi-2007. Les futures publications de la Banque de France devraient enfin traduire l'affaiblissement du courant acheteur en France.

Le dynamisme du neuf s'est transformé en un excès d'offre qui appelait un ajustement quand la demande est devenue moins vigoureuse sous l'effet notamment de l'arrêt de la baisse, puis de la remontée, des taux d'intérêt. Le recul des mises en chantier depuis la seconde moitié de 2006 fait écho à la dégradation de l'opinion des promoteurs, interrogés au cours de l'enquête dans la construction immobilière (graphique 12). L'opinion sur la demande de logements neufs à acheter est revenue, au 3<sup>e</sup> trimestre 2007, à ses niveaux les plus bas de la décennie passée, quand, dans le même temps, les promoteurs déclarent un fort gonflement des stocks. La poursuite de l'ajustement de l'offre témoigne de la persistance de déséquilibres sur le marché, ce qui devrait conduire à la poursuite du mouvement de correction des prix.

## 12. Enquête trimestrielle dans la construction immobilière



Source : INSEE.

D'autant que l'arrêt, puis la remontée, des taux d'intérêt ont pesé sur la demande par l'exclusion, ou le découragement, d'acheteurs potentiels. La persistance, et même l'aggravation, d'une prime de risque négative pour les actifs immobiliers comparés aux obligations sans risque pousse toujours à une correction des prix qui pourrait aller au-delà d'un simple ralentissement (graphique 13). L'arrêt de la baisse des taux longs réels et la poursuite de la hausse des prix a annulé la prime de risque, longtemps positive depuis 1997. Le marché est donc passé progressivement d'une situation de valorisation normale, justifiée par la baisse des taux d'intérêt, à une situation de survalorisation<sup>12</sup>.

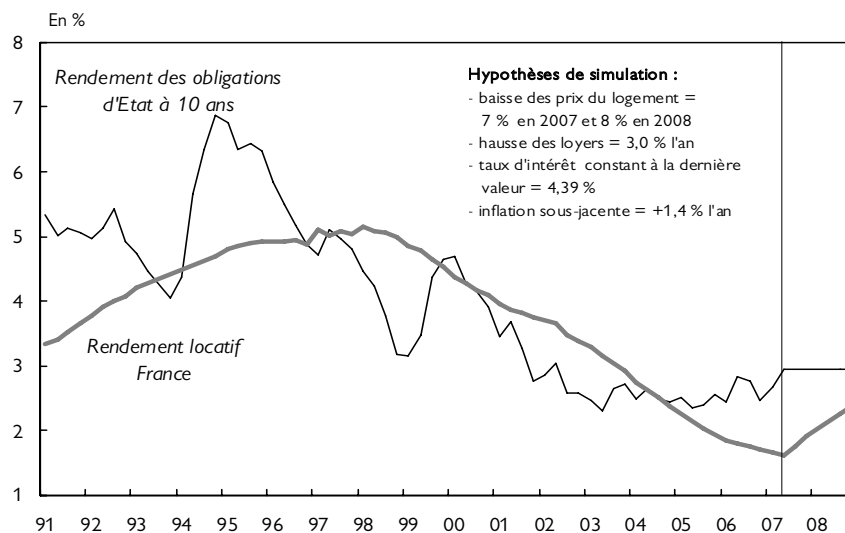
L'exemple historique montre que de telles configurations de marché peuvent être durables, comme de 1991 à 1997, mais pas permanentes. La situation actuelle induit à terme une baisse des prix des logements, dont le ralentissement avéré depuis deux ans devrait être la préfiguration. Ainsi, un recul des prix de 7 % en 2007 et de 8 % en 2008

12. 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 m<sup>2</sup> 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 dégressé 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.

## ■ Département analyse et prévision

permettrait de récupérer environ les deux tiers de l'écart affiché par les rendements au 2<sup>e</sup> trimestre 2007. Encore ne s'agit-il ici que d'un cadrage et non d'une prévision au sens strict. La vitesse de convergence des rendements n'est pas mesurable, et donc non extrapolable. Cette évaluation est également conditionnelle à la stabilisation des taux d'intérêt longs et de l'inflation à leur dernière valeur. Enfin les loyers ont également fait l'objet d'une hypothèse, celle de la poursuite de leur hausse au taux moyen observé ces dernières années, soit 3 % l'an. L'incertitude demeure donc quant à l'évolution future effective des prix de l'immobilier. La seule certitude étant que sans l'appui d'une baisse des taux d'intérêt, la configuration actuelle a ouvert un potentiel de correction.

### 13. Taux d'intérêt long réel \* et rendement locatif de l'immobilier



\* Le rendement nominal des obligations a été déflaté par l'indice des prix sous-jacent  
Sources : INSEE, FNAIM, Chambre des notaires de Paris, J. Friggit (CGPC), Datastream, calculs OFCE.

La mesure de déductibilité des intérêts d'emprunt incluse dans le « paquet fiscal » est susceptible de redonner un peu d'attrait à l'investissement dans l'immobilier<sup>13</sup>, mais pas par une augmentation du pouvoir d'achat des ménages au moment du montage du dossier de crédit. Il est peu probable en effet que le crédit d'impôt attendu sur les cinq années soit réintégré par les banques dans la capacité d'emprunt des ménages au cas où ils dépasseraient leur contrainte d'endettement<sup>14</sup>.

13. Sur le paquet fiscal, voir : « France, seule contre tous ».

14. La capacité d'endettement est définie par la règle couramment pratiquée selon laquelle la mensualité de remboursement ne doit pas excéder un tiers du revenu.



Le gain fiscal est en effet étalé sur cinq années, et commence à être perçu avec une année de décalage, c'est-à-dire avec les impôts de l'année suivant l'acquisition.

L'effet positif de la mesure devrait plutôt transiter par la réévaluation du rendement attendu d'une opération immobilière. Cette mesure ne concerne certes que l'achat de la résidence principale, qui n'est pas assorti d'un rendement en tant que tel, à savoir un loyer rapporté à la valeur du bien. Mais le loyer qui n'est pas payé à un bailleur constitue un rendement implicite pour le ménage acquéreur de son logement. Ce rendement implicite peut être comparé au coût de l'investissement, c'est-à-dire les intérêts payés, pour évaluer son opportunité. L'abaissement du coût du crédit lié à la remise d'impôt se résout en une baisse du taux d'intérêt pour l'emprunteur qui mécaniquement relève le rendement net de l'opération. Dans la situation actuelle de surévaluation des actifs immobiliers (graphique 13), la mesure est donc bienvenue en corrigeant de manière exogène une fraction du déséquilibre. Mais la baisse d'un peu plus de 0,3 point du taux d'intérêt pour un ménage profitant au maximum des dispositions<sup>15</sup> laisse toujours une large place à un ajustement endogène du marché, c'est-à-dire par les prix.

15. Un ménage composé d'un couple et de deux enfants à charge empruntant 240 000 euros sur 20 ans au taux fixe de 4,2 % à mensualités constantes, profite au maximum de la défiscalisation, c'est-à-dire qu'il bénéficie d'un crédit d'impôt correspondant au plafond (3 000 euros la première année auxquels s'ajoute 200 euros par enfant à charge, et 1 500 euros plus 100 euros par enfant à charge les quatre années suivantes). La restitution fiscale totale s'élève à 10 200 euros sur les cinq années, équivalente à une baisse du taux d'intérêt de 0,33 point.

## Facilités budgétaires pour les ménages \*

### Allègement de la charge fiscale

Avec un acquis de croissance de 2,6 % en termes réels au 2<sup>e</sup> trimestre 2007, le revenu disponible brut des ménages (RDB) poursuit la reprise qu'il a engagée en 2006 après la période de vaches maigres des années 2003 à 2005. Après une augmentation de 2,4 % en 2006, le RDB a non seulement accéléré par rapport à la hausse moyenne de 1,7 % des trois années précédentes, mais a aussi retrouvé un rythme de progression nettement supérieur aux 2,3 % l'an enregistrés au cours des vingt dernières années (tableau 7).

Le principal facteur de ce renouveau est la réactivation du marché du travail. La reprise des créations d'emploi en 2006, 0,7 % contre 0,3 % en 2005, a dopé la masse salariale brute, de 1,5 % en 2005 à 1,9 % en 2006. Avec un acquis de 2,3 % au 2<sup>e</sup> trimestre, la masse salariale devrait à nouveau accélérer en 2007 pour croître sur l'ensemble de l'année de 2,8 % en termes réels, sous le double effet des nombreuses créations d'emploi et de l'accélération des salaires individuels entraînée par la baisse du chômage.

Les fortes créations d'emplois en 2007, dans un contexte où la croissance affichée par l'INSEE pour le premier semestre est décevante, à une contrepartie favorable, le dynamisme de la masse salariale, mais aussi une contrepartie défavorable, le tassement des gains de productivité par tête. Ces derniers devraient en effet ralentir de 1,5 % en 2006

#### 7. Croissance du revenu réel des ménages

En %, volume, moyenne annuelle

	2006	2007	2008	Moyenne 1985-2006
Revenu disponible brut	2,4	3,0	2,8	2,3
dont :				
Salaires bruts	1,9	2,8	2,3	2,2
Cotisations sociales	2,7	2,8	0,3	1,9
Prestations sociales	1,7	2,5	1,6	2,5
Revenu brut des entreprises individuelles	3,6	2,1	3,0	0,6
Dividendes et intérêts nets	-0,2	2,5	3,6	3,3
Impôts (yc CSG et ISF)	0,5	0,1	-0,8	4,3
Déflateur de la consommation	1,9	1,4	1,5	1,9
Consommation	2,3	2,1	3,6	2,2
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,4	16,1	15,5	14,6

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

\* Cette partie a été rédigée par Hervé Péléraux.

à 0,7 % en 2007, une évolution très inférieure à leur rythme tendanciel de 1,5 % l'an sur les dix dernières années<sup>16</sup>. Cette évolution atypique n'est pas appelée à se prolonger, et en 2008, la productivité retrouverait une évolution plus dynamique, 1,9 %, ce qui limiterait alors les créations d'emploi, 0,7 % en 2008 contre 1,1 % l'année précédente, malgré le regain d'activité. La masse salariale ralentirait donc à 2,3 % en 2008.

Par contre, le revenu des ménages en 2008 profitera largement du « paquet fiscal » mis en œuvre par le gouvernement. Les cotisations sociales versées par les ménages ne progresseront quasiment pas en 2008, sous l'effet de la réduction des cotisations sur les heures supplémentaires, pour un montant de 3,3 milliards. Le volet fiscal de ce dispositif conduira aussi, en 2008, à une économie d'impôt de 400 millions sur le revenu pour les ménages au titre de la défiscalisation des revenus tirés des heures supplémentaires<sup>17</sup>.

Les ménages bénéficieront également des réformes du bouclier fiscal, passant de 60 % à 50 % des revenus, de l'impôt de solidarité sur la fortune par le biais de la déduction jusqu'à 50 000 euros du montant de l'ISF s'ils sont investis dans les PME et du relèvement de l'abattement sur la résidence principale en matière d'ISF. Les remises d'impôts au titre de ces trois dispositifs s'élèveraient à 1,9 milliard en 2008. La diminution des droits de mutation réduira la charge fiscale des ménages de 1,57 milliard d'euros et le crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunt de 220 millions. Au total, c'est environ 7,4 milliards qui reviendront aux ménages, conduisant à un recul des impôts de 0,8 % en termes réels en 2008.

## Montée en régime de la consommation

Avec une hausse sur un an inférieure à 2 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2007, la consommation des ménages a marqué le pas depuis la seconde moitié de 2006, passant sous le rythme moyen de hausse de 2,3 % l'an qui s'était instauré en 2001. Ce faisant, le taux de croissance de la consommation n'a fait que rejoindre la borne basse de son intervalle de fluctuations, ce qui n'invalide pas ce régime de progression (graphique 14).

La consommation n'a pas eu un rôle vraiment moteur de la croissance lors de la reprise de l'activité engagée à la mi-2005, à la différence des reprises de la fin des années 1980 ou des années 1990. Cette caractéristique est probablement la contrepartie du soutien à l'activité qu'a représenté la consommation durant la phase de ralentissement du début

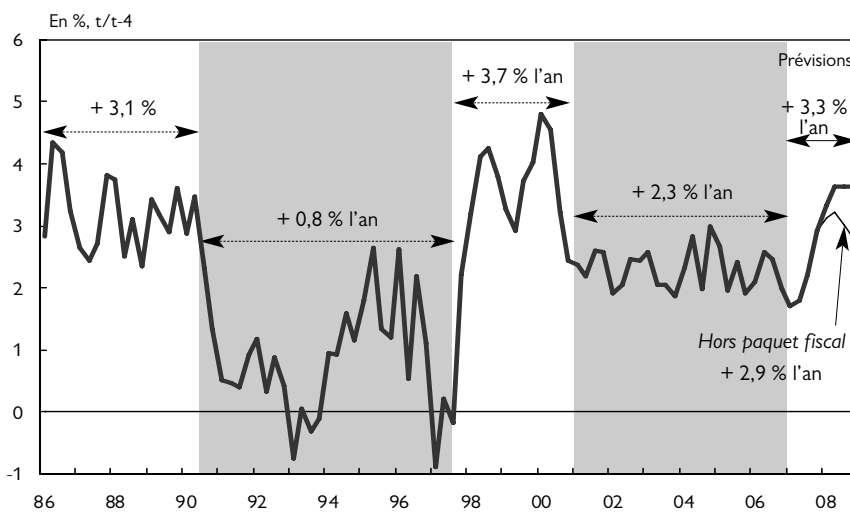
16. Voir sur ce point la partie : « Emploi : vers un retour de bâton ».

17. Sur le paquet fiscal, voir : « France, seule contre tous ».

## ■ Département analyse et prévision

des années 2000. En conservant un comportement de dépense plutôt dynamique pour une phase de ralentissement, les ménages ont évité à l'économie française un creux plus marqué, mais ont aussi pour un temps amputé sa capacité de rebond une fois les turbulences passées, lissant sa trajectoire de moyen terme.

### 14. Taux de croissance de la consommation des ménages



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

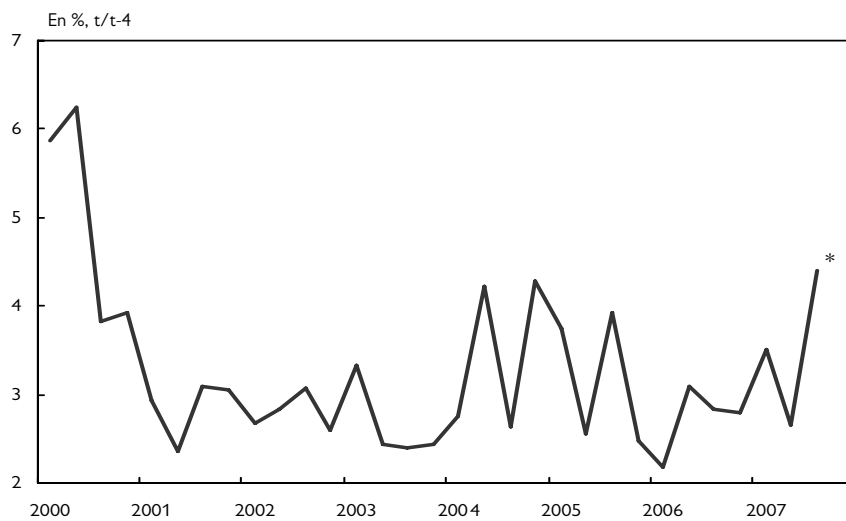
La consommation a en effet été soutenue durant la phase basse du cycle par le recul du taux d'épargne, 1,5 point entre 2002 et 2006. La baisse des taux d'intérêt longs sur la période a poussé les ménages à s'endetter, notamment dans l'immobilier. Liée à l'expansion du crédit, la forte progression des prix de l'immobilier témoigne du dynamisme des transactions qui a permis à beaucoup de ménages de concrétiser leurs plus-values. La fraction de ces plus-values consommée sans contrepartie en termes de revenu explique la baisse du taux d'épargne (voir tableau 6 de la synthèse France).

Depuis la seconde moitié de 2006, ces facteurs qui avaient poussé à la baisse du taux d'épargne jouent en sens inverse. La remontée des taux d'intérêt longs a entamé la capacité d'endettement des ménages et tempéré le dynamisme de l'immobilier, freinant la consommation et provoquant une remontée du taux d'épargne, sensible dans la première moitié de l'année 2007. Cet effet a été renforcé par la mise en application de la réforme fiscale du gouvernement Villepin qui avait institué des réductions d'impôts en 2007. Ce supplément de revenu, qui n'est habituellement pas consommé en totalité, est pour partie épargné, contribuant alors la remontée du taux d'épargne en 2007.

Au final, avec une hausse de 2,2 % en moyenne annuelle, la consommation croîtrait en 2007 à un rythme voisin de celui de 2006, mais son profil serait nettement plus dynamique dans la seconde moitié de l'année que dans la première, dopée par la retombée, puis le maintien jusqu'à 2008, du taux d'épargne à un niveau conforme à sa moyenne des vingt dernières années.

Les derniers chiffres concernant la consommation de produits manufacturés en juillet et en août confortent ce scénario d'une reprise des dépenses dans la seconde moitié de l'année 2007 (graphique 15). Avec des hausses de 0,9 % en juillet et de 1 % en août, faisant suite à une progression déjà conséquente de 1,5 % en juin, la consommation de produits manufacturés devrait augmenter d'environ 4,5 % au troisième trimestre 2007 par rapport au même trimestre de l'année précédente, rythme nettement plus élevé que celui des trimestres précédents et qui témoigne d'une reprise déjà en cours.

#### 15. Taux de croissance de la consommation de produits manufacturés



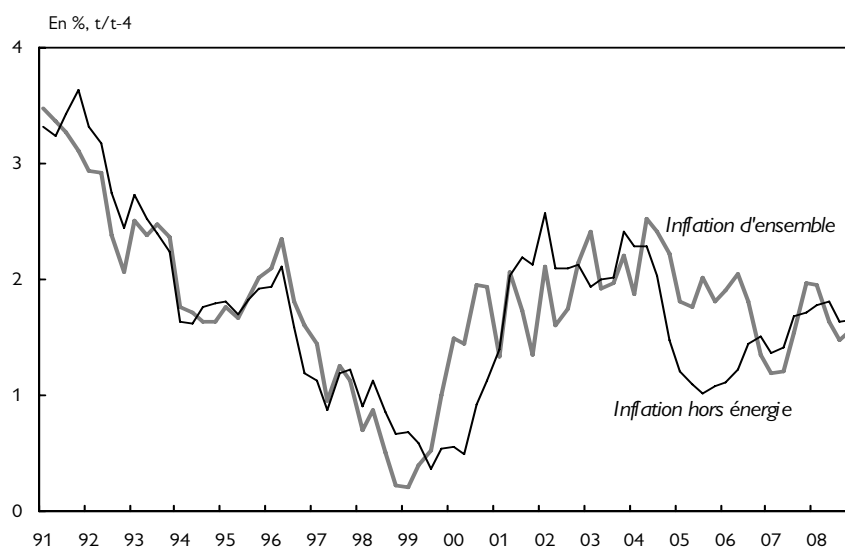
\* 3<sup>e</sup> trimestre 2007 calculé avec les seules données de juillet et d'août  
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

En 2008, la consommation monterait en régime, portée par les effets du « paquet fiscal » et par la baisse du taux de chômage qui poussera à la baisse l'épargne de précaution. Sa hausse en moyenne annuelle serait de 3,6 %, progression proche de celles enregistrées lors du dernier pic cyclique.

## Inflation maîtrisée

Depuis un an, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation a fortement ralenti : proche de 2 % en glissement annuel à l'été 2006, elle est, un an plus tard, tout juste supérieure à 1 % (graphique 16). Mais ce ralentissement n'est pas appelé à durer. Il est lié au recul des prix du pétrole, d'environ 28 % entre juillet 2006 et janvier 2007. Ce recul s'est mécaniquement répercuté sur la composante « énergie » de l'indice des prix à la consommation, dont la progression annuelle de plus de 10 % il y a un an s'est annulée pour faire place à l'heure actuelle à une baisse. Les effets désinflationnistes de la baisse du prix du pétrole sont arrivés à leur terme. D'abord par un effet de base de calcul des évolutions d'une année sur l'autre, les prix à venir de l'énergie seront moins dépréciés par rapport à leur niveau d'un an auparavant. Par ce simple effet mécanique, le creux de la désinflation a été atteint à l'été 2007. À cet effet, s'ajoutera le regain du prix du brut depuis son point bas du début d'année, mais guère au-delà des plus hauts de l'année précédente, de sorte qu'au-delà de ces embardées, la pression inflationniste liée au pétrole ne devrait pas s'accroître.

16. Taux d'inflation en France



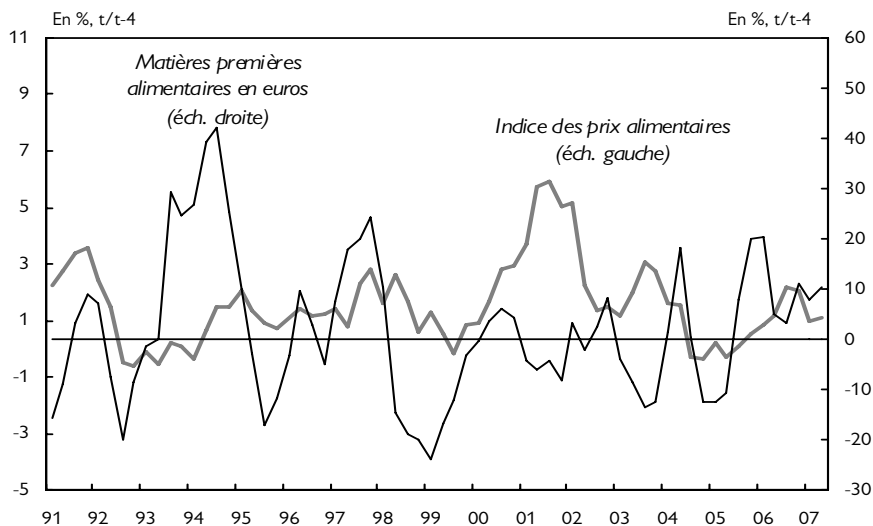
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

L'inflation hors énergie a évolué dans un sens opposé à celui de l'inflation d'ensemble depuis la mi-2005. En phase d'accélération depuis la mi-2005, où elle a atteint un point bas à 1 %, l'inflation hors énergie s'est redressée pour atteindre 1,4 % à l'été 2007. Ce regain relève pour partie d'un phénomène induit de diffusion de la hausse du prix du pétrole en 2004 et en 2005 aux prix des produits incorporant du pétrole. Mais cette inflation n'a pas dégénéré en effets de second tour, selon lesquels la hausse du coût des approvisionnements en énergie est répercutée par les entreprises sur les prix de vente, suscitant en retour des revendications salariales de la part des ménages, confrontés à l'érosion de leur pouvoir d'achat. L'économie française, tout comme les économies développées dépendantes de l'extérieur pour leurs approvisionnements en pétrole, est restée prémunie de l'enclenchement d'une spirale prix-salaires qui par le passé, s'est résolue en une récession. Les entreprises sont restées sages en matière de prix, contraintes par la concurrence des pays émergents, dans un contexte d'appréciation de l'euro, à modérer la hausse des prix de vente. La composante « produits manufacturés » de l'indice des prix recule d'ailleurs continûment depuis le début de 2005, même si depuis lors, le rythme de la baisse a ralenti.

La flambée du prix des matières premières alimentaires sur les marchés internationaux fait craindre un regain de vigueur de l'inflation liée aux produits alimentaires en France (graphique 17). Ces craintes paraissent toutefois bien exagérées. La vigueur de l'euro atténuée fortement la hausse des matières premières. Exprimées en dollar, les matières premières alimentaires ont crû de 85 % depuis leur point bas d'octobre 2001. Converties en euro, les matières premières n'ont plus augmenté que de 22 %. Le lien entre les variations de l'indice du prix des matières premières et l'indice des prix alimentaires en France est par ailleurs lâche et ne permet pas de transposer l'amplitude des fluctuations du premier sur le second. La dernière vague de hausse des matières premières s'est semble-t-il déjà répercutée sur l'indice des prix alimentaires dont la hausse est restée cantonnée sous 2 %, et bien loin de ses records de 2001 à plus de 6 %.

L'effet des salaires sur l'inflation provient davantage de la baisse du chômage depuis la mi-2005, lié à la reprise de l'activité dans la seconde moitié de l'année. L'accélération des salaires réels, qui en 2005 et en 2006 ont crû plus vite que la productivité, témoigne du plus grand dynamisme du marché du travail. La poursuite des créations d'emplois et de la baisse du chômage dans la seconde moitié de 2007 et en 2008 accentuera ces tensions, mais l'accélération des prix hors énergie resterait modérée, bridée par les facteurs désinflationnistes. Au total, l'inflation d'ensemble rebondirait à 2 % en 2007 en glissement annuel, et une fois les effets de base liés à l'énergie disparus, reviendrait à 1,6 % à la fin 2008.

17. Prix alimentaires



Sources : INSEE, calculs OFCE.

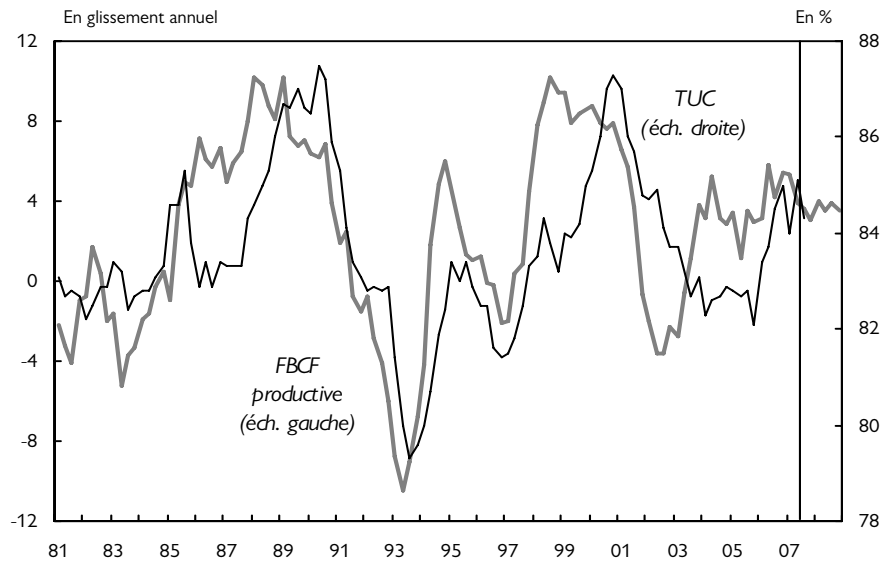
## Les entreprises suivent la reprise\*

L'année 2006 a confirmé la reprise de l'investissement amorcée deux années auparavant, avec une croissance de la formation brute de capital fixe (FBCF) de 4,7 % après 3,6 % en 2004 et 2,8 % en 2005. Le taux d'investissement en volume (en % de la valeur ajoutée (VA) des sociétés non financières (SNF)) s'est redressé de 1,3 point depuis le point bas atteint début 2003. Il s'élève au deuxième trimestre 2007 à 18,7 % de la VA, soit un niveau légèrement supérieur à celui de 2001, avant que les entreprises ne subissent le contrecoup de l'explosion de la bulle Internet. En 2007, la FBCF croîtrait de 4,7 % malgré la mauvaise performance du deuxième trimestre (0,4 % en volume) (graphique 18). Ce trou d'air s'explique essentiellement par une baisse des profits des SNF au second semestre 2006 due à des versements importants d'impôts sur les bénéfices des sociétés mais aussi par un ralentissement de l'activité au deuxième trimestre 2007. Les profits des entreprises s'étant relevés au 1<sup>er</sup> semestre 2007 et la croissance devant être plus dynamique au second semestre 2007, la FBCF se redresserait sur la fin de l'année (0,4 % au 3<sup>e</sup> trimestre et 1,2 % au 4<sup>e</sup> trimestre). En 2008, la croissance de l'investissement serait inférieure à celle de 2007 (3,5 %) en raison d'un effet d'acquis moins favorable. Elle resterait cependant assez dynamique en raison d'une profitabilité élevée des entreprises, de l'apparition de tension sur les capacités de production et d'une croissance soutenue.

\* Cette partie a été rédigée par Mathieu Plane.



## 18. FBCF productive des SNF (en volume) et taux d'utilisation



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

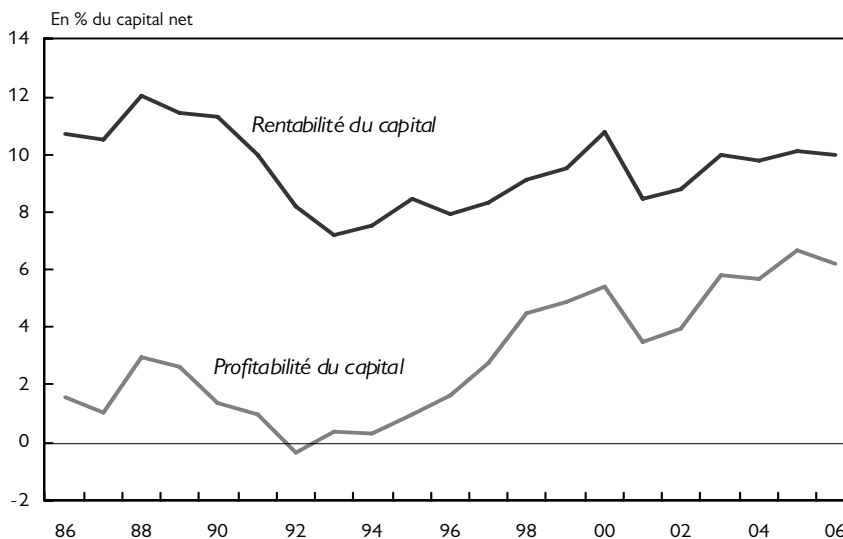
### Une profitabilité du capital élevée

La faiblesse des taux d'intérêt permet aux entreprises d'avoir une profitabilité<sup>18</sup> du capital élevée, atteignant des niveaux en 2005 et 2006 que l'on n'avait pas connus depuis la fin des années 1970, alors même que la rentabilité<sup>19</sup> du capital se situe au niveau moyen des vingt dernières années (graphique 19). La situation de l'ensemble des sociétés non financières en France ne serait donc pas complètement déconnectée de celle des multinationales du CAC 40 qui affichent des profits records depuis 2004 (voir partie « les profits du CAC 40 se ramassent à la pelle »). Avec une légère augmentation de la rentabilité du capital et une profitabilité élevée grâce à des taux longs toujours bas en 2007 et 2008, les entreprises françaises seront incitées à accroître leur capital productif, les nouveaux investissements ayant un rendement de plus de 6 points supérieur à celui d'un placement sans risque à long terme.

18. La profitabilité du capital des SNF est calculée comme la rentabilité du capital moins les taux d'intérêts nominaux à 10 ans.

19. La rentabilité du capital des SNF est calculée comme l'excédent brut d'exploitation plus les réévaluations du capital moins la consommation de capital fixe et l'impôt sur les sociétés rapporté au stock net de capital en valeur.

19. Rentabilité et profitabilité du capital des SNF



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Au second semestre 2006, pour la première fois depuis 2002, le taux d'utilisation des capacités de production est repassé au-dessus de sa moyenne de long terme. L'apparition de certaines tensions dans la production industrielle devrait soutenir l'investissement pour les trimestres à venir même si, selon les enquêtes réalisées auprès des industriels, les problèmes de demande restent supérieurs aux problèmes d'offre. La bonne tenue de la croissance au second semestre 2007 et en 2008 sera, via l'effet d'accélérateur, également un élément moteur de l'investissement. L'enquête réalisée auprès des chefs d'industries en juillet 2007 sur l'investissement va également dans le sens d'une bonne dynamique pour la FBCF en 2007 (prévision de 7 % en 2007 contre 1 % constaté en 2006).

### Pas de signes de retournement pour l'investissement

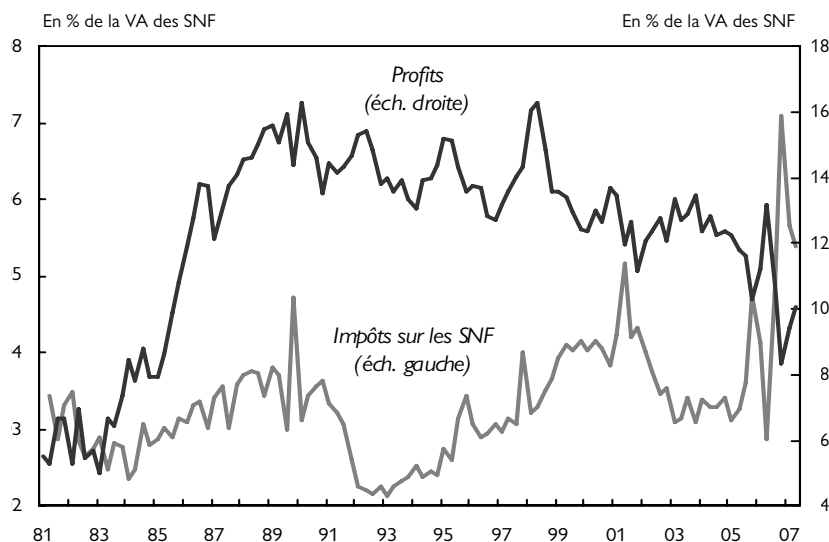
Le ralentissement net de la croissance de l'investissement au deuxième trimestre 2007 serait-il le signe d'un retournement de l'investissement? Selon notre équation (encadré), cette mauvaise performance de l'investissement serait passagère et s'explique essentiellement par deux facteurs. Premièrement, les profits<sup>20</sup> des SNF, qui jouent avec un

20. Les profits des SNF sont mesurés comme l'excédent brut d'exploitation moins la consommation de capital fixe moins l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

retard de trois trimestres sur l'investissement, ont chuté aux troisième et quatrième trimestres 2006 (graphique 3) en raison de versements d'acomptes élevés au titre de l'impôt sur les bénéfices de sociétés dus à une assiette fiscale particulièrement dynamique mais aussi d'un durcissement des règles de versement du dernier acompte pour les grandes sociétés. Deuxièmement, le ralentissement inattendu de la croissance au deuxième trimestre 2007 a également pesé sur l'investissement, via l'effet d'accélérateur.

Après un troisième trimestre 2007 que l'on prévoit en demi-teinte pour l'investissement des SNF (0,4 %), le redressement progressif des profits des SNF, notamment lié à une progression plus modérée de l'IS en 2007 et 2008, ainsi qu'une croissance dynamique à partir du second semestre 2007 devrait permettre à l'investissement de croître à nouveau à des rythmes trimestriels proches de 1 % fin 2007 et tout au long de l'année 2008. En moyenne annuelle, la FBCF devrait croître de 4,4 % en 2007 et 3,4 % en 2008. L'investissement, sans être un frein, ne serait pas l'élément moteur de la bonne performance de la croissance française en 2008, la dynamique de l'investissement étant encore loin de celle de la fin des années 1990 (8,6 % par an en moyenne entre 1997 et 2000).

## 20. Profits et impôts des SNF



Sources : INSEE, calculs OFCE.

### 3. Équation d'investissement

Nous estimons l'équation d'investissement sous forme d'un modèle à correction d'erreurs (MCE). Les équations sont estimées de 1978 à 2006 avec une fréquence trimestrielle. Le MCE représente une relation de cointégration et sa dynamique entre le taux d'investissement productif des SNFEI, le coût du capital, le taux de rentabilité et le taux d'utilisation des capacités de production. Les variables ont toutes des coefficients significativement différents de zéro et de signe attendu. La statistique de Student associée au coefficient devant le crochet s'élève à  $-3,59^*$ , validant l'hypothèse d'une relation de cointégration entre les variables figurant entre les crochets.

$$\begin{aligned} \Delta(\ln(I_t)) = & 1.51 * \Delta(\ln(VA\_vol_t)) + 0.237 * \Delta(\ln(TUC_t)) + 0.021 \\ & (3,12) \qquad (1,67) \qquad (1,98) \\ & * \Delta\left(\frac{\pi_{t-3}}{VA\_val_{t-3}}\right) - 0.585 * \Delta\left(\frac{Pinv_{t-4}}{Pva_{t-4}}\right) - 0.036 * d02q2 \\ & \qquad \qquad \qquad (-2,58) \qquad \qquad \qquad (-3,75) \\ & -0.079 \left[ \ln\left(\frac{I_{t-1}}{VA\_vol_{t-1}}\right) + 0.244 * \ln\left(\frac{CoutK_{t-1}}{Pva_{t-1}}\right) - 0.124 \right. \\ & \qquad \qquad \qquad (-3,84) \qquad \qquad \qquad (3,55) \qquad \qquad \qquad (-2,41) \\ & \qquad \qquad \qquad \left. * \ln\left(\frac{\pi_{t-1}}{VA\_val_{t-1}}\right) + 2.794 * \ln(TUC) + 14.38 \right] + \varepsilon_t \\ & \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad (3,66) \qquad \qquad \qquad (3,84) \end{aligned}$$

avec :

$I$  : formation brute de capital fixe des SNFEI

$VA\_vol$  : valeur ajoutée des SNFEI en volume

$VA\_val$  : valeur ajoutée des SNF en valeur

$TUC$  : taux d'utilisation des capacités de production

$Pinv$  : prix de l'investissement productif

$Pva$  : prix de la valeur ajoutée

$Ck$  : coût du capital =  $Pinv * (tx \text{ d'intérêt réel à 10 ans (déflaté Pinv)} + \text{taux de déclasserement})$

$\pi$  : profits des SNF = EBE – consommation de capital fixe – Impôt sur les sociétés

#### Diagnostic statistique

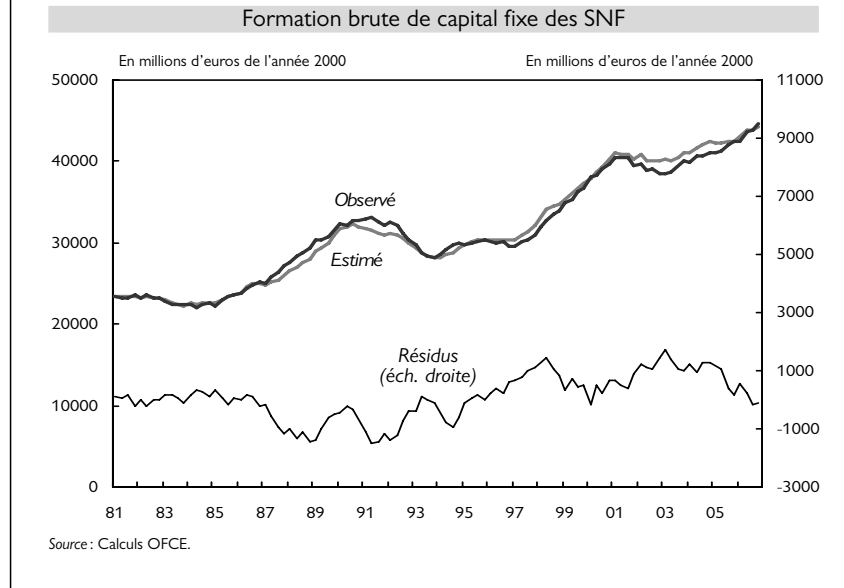
$$\begin{array}{lll} LM(1) = 0,032 & LM(4) = 0,994 & ARCH(4) = 0,067 \\ [\rho > 0,86] & [\rho > 0,42] & [\rho > 0,99] \end{array}$$

$$\begin{array}{lll} WHITE = 0,673 & RESET(4) = 0,822 & BERA JARQUE(2) = 4,716 \\ [\rho > 0,91] & [\rho > 0,51] & [\rho > 0,09] \end{array}$$

$$\hat{\varepsilon} \cdot \hat{\varepsilon} = 0,008 \quad \hat{\sigma} = 0,009$$

\* Les valeurs critiques calculées par Ericsson et MacKinnon (2002) sont de  $-3,19$ ,  $-3,51$  et  $-4,09$  à respectivement 10 %, 5 % et 1 %.

Cette équation a des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus de l'équation. Ces résidus sont homoscedastiques au regard du test de White et du test ARCH. La forme fonctionnelle de l'équation est validée par le test Reset. Enfin, selon le test de Bera Jarque, les résidus de l'équation suivent une loi normale.



## Des actifs plus dynamiques que la dette

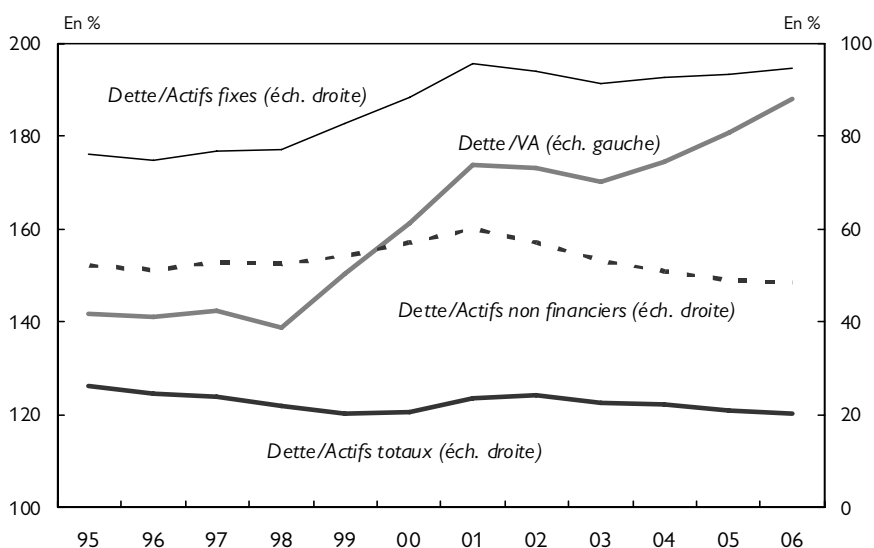
Dans un contexte de retournement des marchés financiers, les entreprises, contraintes de marquer une pause dans leur politique d'endettement en 2002 et 2003, ont assaini leur bilan et retrouvé une bonne situation financière à partir de 2004, disposant à nouveau d'une capacité à emprunter. Les SNF ont ainsi recouru massivement au crédit, augmentant ainsi leur taux d'endettement de 18 points entre 2003 et 2006, le portant ainsi à 188 % de la VA en 2006 (graphique 21). Après plus de trois ans de recours au financement par endettement, la situation des entreprises pourrait sembler inquiétante au regard de ce niveau historiquement haut. Cependant, la situation patrimoniale des entreprises nous apporte un éclairage rassurant. Premièrement, la dette brute a cru légèrement plus vite que les actifs fixes entre 2003 et 2006, mais beaucoup moins vite que les actifs non produits (composés essentiellement des terrains bâtis) et les actifs financiers (graphique 21). Au total, la dette brute des SNF qui représentait 24,3 % de la totalité des actifs des SNF en 2002 ne s'établissait plus qu'à 20,4 % en 2006, soit à un niveau identique à celui de 1999, point le plus bas de ces douze

## ■ Département analyse et prévision

dernières années. Les entreprises ont davantage investi en actifs financiers qu'en actifs non financiers entre 2003 et 2006 : le stock net des actifs non financiers, hors effets des réévaluations, a crû de 6,8 % sur la période contre 17,6 % pour les actifs financiers (38 % si l'on intègre les réévaluations). Au sein des actifs non financiers, les actifs non produits ont été fortement réévalués (+ 58 % entre 2003 et 2006) alors que ceux produits n'ont été réévalués que de 9 %. Au total, la part des actifs fixes dans les actifs totaux des SNF est passée de 29,6 % à 25,3 % entre 2003 et 2006 en raison à la fois de l'accumulation importante d'actifs financiers et de la forte revalorisation des actifs non produits (principalement les terrains). La faiblesse des taux d'intérêt a donc permis aux entreprises d'utiliser le levier de l'endettement pour accumuler des actifs, notamment financiers. En contrepartie la hausse de la valeur des actifs financiers et des actifs non produits ces trois dernières années liée aux bonnes performances des marchés financiers et immobiliers a également facilité les entreprises dans leur recours à l'endettement.

Malgré la hausse de l'endettement au cours des trois dernières années, les intérêts bruts versés par les SNF ont légèrement baissé (-0,3 point de VA entre 2003 et 2006), en raison de taux d'intérêt bas, mais aussi d'une bonne qualité de la signature du crédit des SNF, leur garantissant ainsi une prime de risque faible sur les emprunts obligataires. Dans un contexte de rentabilité élevée garantissant une bonne signature aux entreprises et des taux d'intérêts toujours bas, le coût du

### 21. Ratios d'endettement



Sources : INSEE, calcul OFCE.

financement par endettement pour les SNF devrait rester faible en 2007 et 2008, ce qui devrait continuer à jouer un rôle moteur dans l'acquisition d'actifs pour les trimestres à venir.

## Les profits du CAC 40 se ramassent à la pelle

Les bénéfices publiés par les 40 plus grosses capitalisations boursières de la place de Paris ne cessent d'atteindre des sommets. Depuis 2004, chaque année annonce un nouveau record : après 67 milliards d'euros en 2004, puis 85 milliards en 2005, l'ensemble des sociétés cotées du CAC 40 ont annoncé 92 milliards d'euros de profits en 2006. Au 1<sup>er</sup> semestre 2007, les bénéfices affichés par ces 40 sociétés ont crevé un nouveau plafond, se portant à 53 milliards d'euros, soit une hausse de 14 % sur un an.

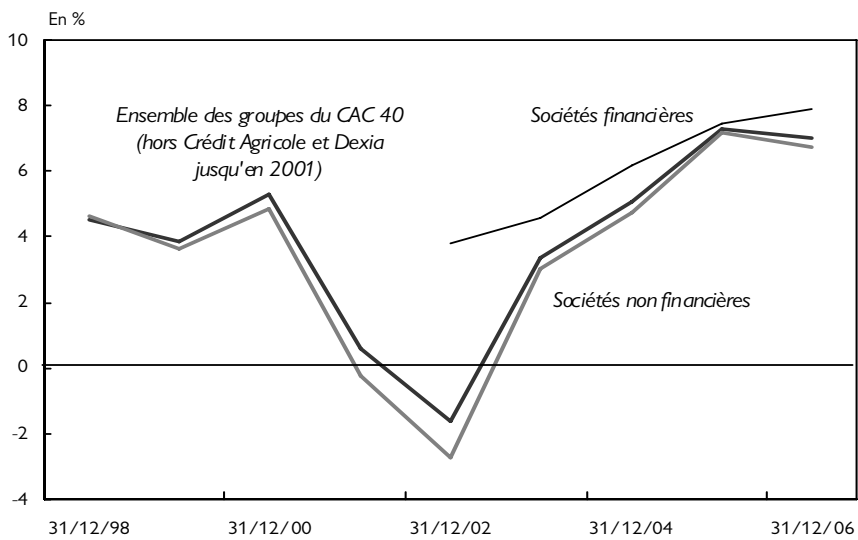
Cette hausse s'explique principalement par le fait que les groupes du CAC 40 ont, à la différence de la plupart des sociétés non cotées, des unités de production implantées dans les zones à très forte croissance. Très internationalisées, elles réalisent plus des deux tiers de leurs bénéfices à l'étranger et profitent ainsi pleinement du rythme élevé de la croissance mondiale depuis quatre ans : la production mondiale croît à un rythme moyen de 5 % depuis 2004 tandis que la France reste cantonnée à une croissance de 2,0 % en moyenne sur la même période. De plus, dans un contexte monétaire porteur où l'abondance d'épargne se traduit par des taux d'intérêts bas, les entreprises du CAC 40 peuvent financer leurs projets à moindre coût et utiliser pleinement l'effet de levier pour améliorer la rentabilité de leurs fonds propres. Enfin, les profits du CAC 40 ont été tirés vers le haut par les sociétés financières au 1<sup>er</sup> semestre 2007. Ces dernières ont en effet annoncé 16,6 milliards de profits (ce qui correspond à un tiers des profits du CAC 40 alors qu'elles ne représentent que 5 entreprises sur 40), soit une hausse de 25 % sur l'année.

Cependant, certains signes semblent annoncer un certain essoufflement dans la croissance des profits. Premièrement, si la rentabilité des groupes du CAC 40 reste très élevée en 2006 (les bénéfices des entreprises représentant 7 % du chiffre d'affaires), elle a été inférieure à celle de 2005 (7,3 %), et ce malgré la bonne performance des sociétés financières (graphique 22). Deuxièmement, le second semestre 2007 devrait être plus difficile pour les profits des groupes du CAC 40. D'une part, les sociétés financières qui jouaient jusque là un rôle moteur au sein du CAC 40 devraient rencontrer des difficultés au second semestre 2007 en raison de la crise des « subprime » qui laissera vraisemblablement des traces dans les comptes de résultat des banques. D'autre part, pas moins de 10 sociétés non financières, qui se concentrent essentiellement dans l'industrie, commencent à rencontrer des difficultés, dont deux affichent des pertes au 1<sup>er</sup> semestre 2007 et huit

## ■ Département analyse et prévision

autres des résultats en baisse en raison notamment d'une hausse des coûts liés aux matières premières. Dans ce contexte à la fois de crise financière qui va toucher le secteur financier mais aussi de hausse du prix des matières premières qui va pénaliser une partie de l'industrie, on voit mal comment les profits du CAC 40 pourraient battre un nouveau record au second semestre 2007.

### 22. Profitabilité\* des groupes du CAC 40



\* Calculée comme le résultat net rapporté au chiffre d'affaires.  
Sources : Datastream, calculs OFCE.



## Emploi : vers un retour de bâton? \*

À la mi-2007, la situation du marché du travail s'est nettement améliorée, notamment grâce à des créations d'emplois plus nombreuses dans le secteur marchand (+ 150 500 au premier semestre 2007, après + 168 000 en 2006, tableau 8). Le gouvernement a également poursuivi la relance des contrats aidés non marchands (+ 15 000 au premier semestre 2007, après + 39 000 en 2006) du plan de cohésion sociale. Dans notre scénario, alors que le gouvernement va relâcher la pression sur les emplois aidés (– 34 000 en 2008), les chefs d'entreprise vont chercher à restaurer leurs gains de productivité, engendrant ainsi de moindres créations d'emplois marchands (120 600 en 2008, après 281 100 en 2007). En conséquence, la baisse du chômage connaîtrait un ralentissement en 2008 (– 49 100 personnes, après – 188 400 en 2007). De plus, suite à des changements méthodologiques que devraient prochainement adopter l'INSEE, le taux de chômage devrait connaître une révision à la hausse de 0,4 point et descendrait alors de 8,4 % en août (au lieu de 8,0 %) à 8,2 % fin 2008.

### 8. Emploi et chômage

Variations, en milliers, en fin d'année

	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>Population active observée</b>	<b>227,7</b>	<b>50,0</b>	<b>37,0</b>	<b>– 57,3</b>	<b>95,9</b>	<b>70,2</b>
<b>Emploi total, dont :</b>	<b>– 9,0</b>	<b>60,0</b>	<b>139,0</b>	<b>212,0</b>	<b>284,3</b>	<b>119,2</b>
Emplois marchands	– 68,0	21,0	82,0	168,0	281,1	120,6
Emplois aidés non marchands	– 104,0	– 96,0	– 40,0	39,0	– 37,0	– 34,0
Autres emplois	163,0	135,0	97,0	5,0	40,3	32,7
<b>Chômage</b>	<b>236,7</b>	<b>– 10,0</b>	<b>– 102,0</b>	<b>– 269,3</b>	<b>– 188,4</b>	<b>– 49,1</b>

\* Prévisions OFCE.

Sources : INSEE et Ministère du travail ; prévisions OFCE.

## Vers une reprise pauvre en emplois?

À la mi-2007, les gains de productivité dans les branches marchandes (0,1 % en glissement) étaient très inférieurs à leur rythme de long terme (1,5 % par an depuis 1992). Vont-ils remonter par la suite ou correspondent-ils à un enrichissement durable de la croissance en emplois? Alors que la politique d'allègement de charges sociales a contribué dans les années 1990 à ralentir les gains de productivité en créant 340 000 emplois (évaluation de la Dares), le nouveau gouvernement a préféré cibler de nouveaux allègements sur les heures

\* Cette partie a été rédigée par Matthieu Lemoine.

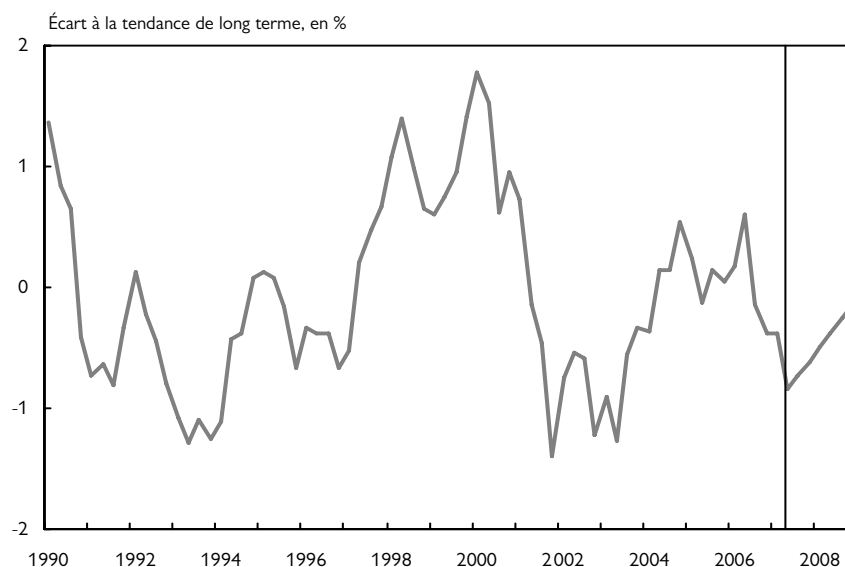
## ■ Département analyse et prévision

supplémentaires, poussant ainsi les entreprises à augmenter la durée du travail et à moins recruter. L'effet de ces allègements sur le coût moyen du travail devrait toutefois être compensé par le surcoût lié à l'alignement de la majoration des heures supplémentaires à 25 % dans les entreprises de moins de vingt salariés <sup>21</sup>.

Le plan « services à la personne » lancé en 2005 visait également à enrichir la croissance en emplois, en créant le chèque emploi service universel (CESU) et en cherchant à stimuler l'industrialisation du secteur *via* de grandes enseignes. Les services personnels et domestiques sont ainsi passés d'un rythme annuel moyen de 16 400 à presque 60 000 créations d'emplois entre la période 1999-2004 et la période la plus récente. Mais un surplus annuel de 44 000 créations d'emplois ne suffit pas à expliquer la faiblesse observée des gains de productivité.

La productivité devrait rejoindre son sentier de long terme à l'horizon de notre prévision (graphique 23) et, selon l'équation de productivité du modèle e-mod, accélérerait de 1,1 % à la fin 2007 à 2,0 % à la fin 2008. L'emploi salarié marchand connaîtrait un ralentissement (0,6 % en 2008, après 1,6 % en 2007, en glissement), en dépit d'une croissance toujours soutenue de la valeur ajoutée marchande (2,7 % en 2008, comme en 2007, en glissement).

### 23. Productivité du travail dans les branches marchandes



Sources : Comptes nationaux, modèle e-mod.fr.

21. Pour plus de détails, voir Heyer E., Plane M. et Timbeau X., 2007, « Le choc fiscal tiendra-t-il ses promesses ? », *Lettre de l'OFCE* n° 288.

Un élément pourrait remettre en cause notre scénario de ralentissement de l'emploi. Si les comptes du premier semestre étaient révisés à la hausse comme nous l'envisageons dans la partie « Comptes nationaux : rien n'est acquis », les gains de productivité du premier semestre connaîtraient également une révision à la hausse et l'emploi pourrait continuer sa progression en prévision.

### Politique de l'emploi : problème de « timing » ?

Face à la forte baisse du chômage de ces derniers mois, le gouvernement a décidé de réduire son effort sur les emplois aidés et de se concentrer sur la réforme du marché du travail (tableau 9). La réduction pourrait même être plus brutale, si les arbitrages budgétaires ne se limitaient pas à bénéficier de la fin des derniers contrats emplois consolidés, mais conduisaient également à limiter les nouveaux contrats de type contrat d'accompagnement à l'emploi ou contrat d'avenir.

Les partenaires sociaux doivent négocier une réforme du contrat de travail avant la fin 2007. Le MEDEF propose un allongement de la période d'essai, suivi d'une éventuelle période de « validation économique du contrat » et la création d'un nouveau CDI conclu pour la réalisation d'un projet précis, dont le motif de rupture serait donc défini à l'avance. Les syndicats voudraient instaurer une transférabilité des droits acquis entre contrats de travail. En cas d'absence d'accord, le gouvernement reprendra la main début 2008. L'objectif, annoncé par Sarkozy au cours de la campagne présidentielle, consiste à fusionner le CDI et le CDD en un contrat unique, dans lequel l'obligation de justifier le licenciement serait remplacée par une indemnité croissante avec l'ancienneté.

De plus, Christine Lagarde a lancé la fusion de l'ANPE et de l'UNÉDIC qui devrait être effective d'ici la fin 2008. Il s'agirait de fusionner le réseau de l'UNÉDIC à celui de l'ANPE. Mais l'UNÉDIC, gérée par les partenaires sociaux, continuerait de fixer les règles d'indemnisation. L'objectif serait d'améliorer le service d'accompagnement : étant donnés les effectifs actuels de l'ANPE (27 600 agents pour 3 477 200 inscrits en juin 2007) et de l'UNÉDIC (environ 14 000 agents), chaque agent du réseau fusionné pourrait suivre 80 demandeurs d'emploi, contre environ 130 actuellement.

En tout état de cause, la politique de l'emploi pèserait sur le marché du travail en 2008. Dans un contexte moins favorable du côté marchand, un changement d'orientation trop brutal de la politique de l'emploi prendrait le risque de casser la baisse du chômage, avant que les effets des réformes engagées ne puissent se faire sentir.

## ■ Département analyse et prévision

### 9. Contrats aidés dans le secteur non marchand

En fin d'année

		EJ	CEC	CAE	CA	Total
Durée du contrat (en mois)*		60	33	9	13	-
Entrées cumulées (en milliers)	2006	3,7	0,0	256,8	93,4	350,2
	2007**	1,3	0,0	247,5	102,9	350,4
	2008**	0,0	0,0	240,0	84,0	324,0
Effectifs (en milliers)	2006	30,8	25,2	167,7	68,7	292,5
	2007**	0,0	1,7	176,0	74,2	254,7
	2008**	0,0	0,0	174,1	47,0	221,1

\* Évaluation OFCE.

\*\* Préviation OFCE.

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

Sources : Ministère du Travail, prévisions OFCE.

## Effets progressifs de la réforme des retraites

En juillet 2006, l'INSEE a proposé de nouvelles projections tendancielles de population active pour la période 2006-2050. Nous retenons la variante, dans laquelle les effets de la réforme du barème (allongement de la durée de cotisation nécessaire pour que la pension de retraite ne soit pas diminuée par la décote) sont divisés par deux. Cette variante semble en effet mieux rendre compte des effets progressifs de la réforme des retraites de 2003 que le scénario central proposé par l'INSEE <sup>22</sup>.

Le ralentissement de la population active lié au départ en retraite des baby-boomers, qui devait avoir lieu à partir de 2006, a débuté plus tôt en raison du dispositif de retraite anticipée mis en place en 2004. Plusieurs mesures visant à augmenter le taux d'activité des seniors pourraient limiter ce ralentissement. Les préretraites d'entreprises (28 000 en 2006, selon le fonds de solidarité vieillesse) seront taxées deux fois plus, le taux passant de 24,15 % à 50 %. Les dispenses de recherche d'emploi pour les seniors de plus de 57 ans (399 700 en juillet 2007) seraient progressivement supprimées. En 2007 et en 2008, hors effet de ces mesures encore difficilement quantifiable, la population active connaîtrait une progression de respectivement 115 700 et 69 900 personnes.

22. Pour des détails, voir « France : espoir de reprise », *Revue de l'OFCE* n° 101, Avril 2007.

## 10. Projection de population active

Variations en milliers, en fin d'année

	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>(1) Population active potentielle</b>	<b>161,4</b>	<b>127,5</b>	<b>145,3</b>	<b>144,2</b>	<b>115,7</b>	<b>69,9</b>
(2) Population active tendancielle	202,0	135,4	140,8	141,2	73,5	57,9
(3) Effet de flexion	- 42,6	- 16,9	- 1,6	17,0	42,2	12,0
(4) Effet retrait d'activité	2,0	9,0	6,0	- 14,0	0,0	0,0
<b>(5) Population active observée</b>	<b>227,7</b>	<b>50,0</b>	<b>37,0</b>	<b>- 57,3</b>	<b>95,9</b>	<b>70,2</b>
<b>(6) Déficit de bouclage = (5) - (1)</b>	<b>66,3</b>	<b>- 77,5</b>	<b>- 108,3</b>	<b>- 201,5</b>	<b>- 19,8</b>	<b>0,0</b>

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; prévisions OFCE.

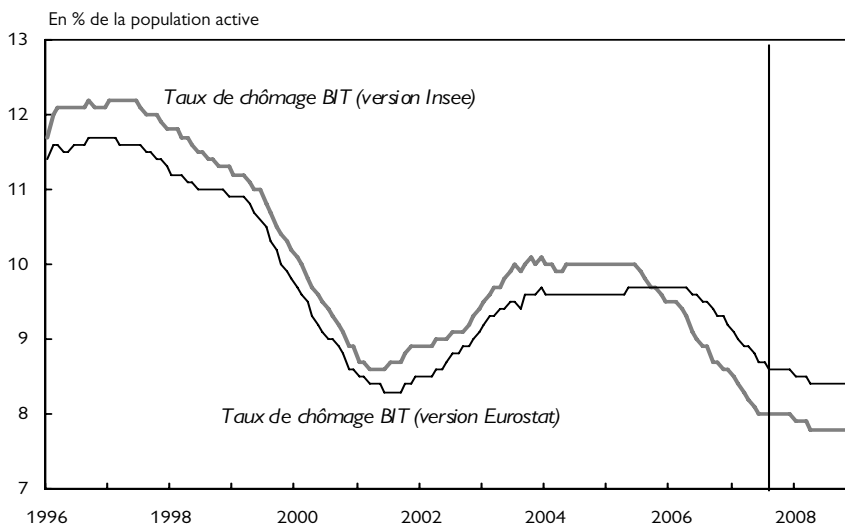
## Enquête emploi réhabilitée, chômage rehaussé

Suite au rapport Durieux, dont les orientations ont été acceptées par la ministre de l'Economie et par l'INSEE, le taux de chômage BIT ne sera plus publié qu'à une fréquence trimestrielle en ne se fondant plus que sur l'enquête emploi<sup>23</sup>. De plus, les critères utilisés pour le calcul du taux de chômage seront alignés sur ceux retenus par Eurostat pour supprimer les divergences entre les taux de chômage publiés par l'INSEE et par Eurostat. Notamment, l'inscription à l'ANPE ne sera plus considérée comme une démarche active de recherche d'emploi. Enfin, la précision de l'enquête emploi devrait être améliorée en augmentant la taille de son échantillon. Le rapport rappelle en effet que la forte incertitude qui entoure l'estimation du taux de chômage trimestriel à partir de l'enquête emploi (de  $\pm 0,4$  point) provient d'un échantillon deux ou trois fois plus faible que ceux des autres grands pays européens.

En conséquence, le taux de chômage devrait se rapprocher de celui d'Eurostat. Au deuxième trimestre 2007, il serait ainsi révisé à la hausse de 8,1 % à 8,5 %. Finalement, compte tenu de la progression de la population active et des créations d'emplois, le taux de chômage atteindrait 7,8 % fin 2008. Avec la révision attendue du taux de chômage (de environ + 0,4), le taux de chômage atteindrait en fait fin 2008 un niveau d'environ 8,2 %.

23. Cela n'empêcherait pas l'ANPE de publier indépendamment à une fréquence mensuelle les nombres de demandeurs d'emplois inscrits en fin de mois (DEFM), en veillant à indiquer « les évolutions en cours des règles de gestion susceptibles d'avoir un impact statistique ».

24. Taux de chômage français selon l'INSEE et selon Eurostat



Légende : La version révisée du taux de chômage de l'INSEE devrait se rapprocher de celle d'Eurostat.  
Sources : INSEE, Eurostat, calculs OFCE.

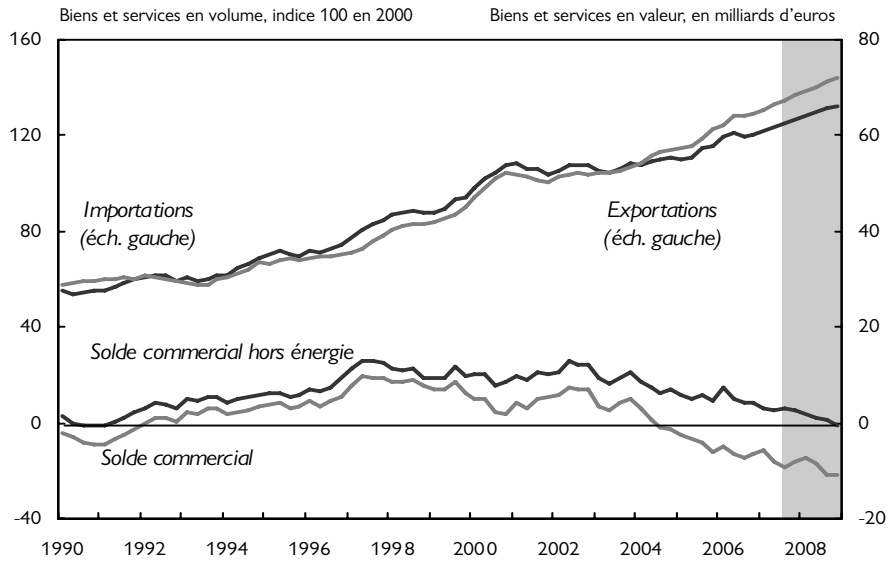
## Commerce extérieur : haro sur l'euro \*

Après un léger mieux au premier trimestre 2007, imputable à l'allègement de la facture énergétique, le déficit commercial français a atteint un nouveau record au deuxième trimestre, à 7,9 milliards d'euros. Le déficit cumulé pour le premier semestre atteint désormais 13,8 milliards d'euros, et laisse présager le creusement du déficit annuel, qui avait atteint 25,2 milliards d'euros en 2006. La dégradation du commerce extérieur français a amputé la croissance de 0,3 point au deuxième trimestre, après une contribution positive (+ 0,2 point) au 1<sup>er</sup> trimestre.

Ce creusement du déficit commercial français provient en premier lieu du dynamisme des importations, tirées par un euro en constante appréciation et une demande intérieure vigoureuse. Leur croissance de 1,9 % au 2<sup>e</sup> trimestre porte l'acquis de croissance à 3,3 %. Malgré l'impact attendu de la hausse de TVA allemande, les exportations ont été relativement soutenues (+ 1,4 au T1 et + 0,9 % au T2), en partie par un effet de rattrapage du faible second semestre 2006. Les parts de marché se sont stabilisées au premier semestre, après 5 ans de chute quasi-continue. Compte tenu des délais de transmission, l'appréciation de l'euro en 2006, qui se poursuivrait jusqu'à mi-2008, pèserait davantage sur les exportations françaises à l'horizon de notre prévision.

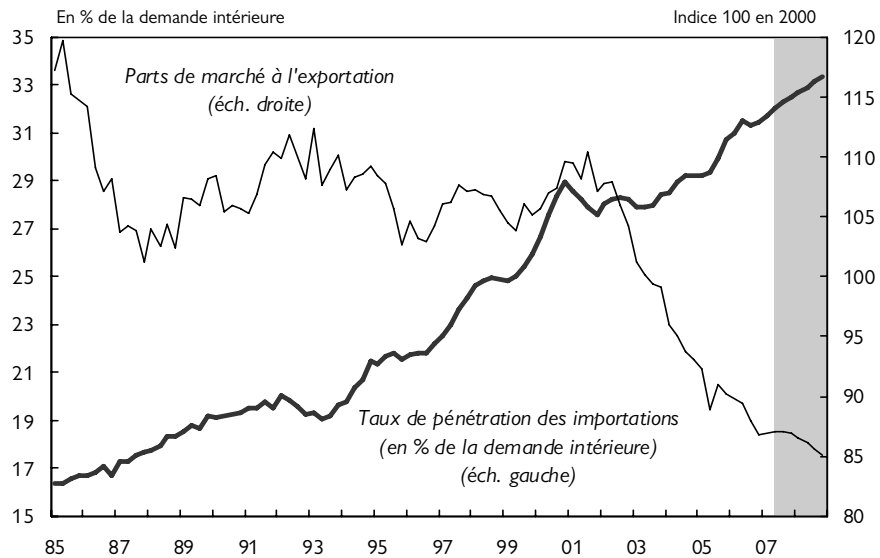
\* Cette partie a été rédigée par Marion Cochard.

## 25. Commerce extérieur français



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, e-mod.fr de 2007 à 2008.

## 26. Taux de pénétration des importations et parts de marché à l'exportation



Sources : INSEE, comptes trimestriels, OFCE, e-mod.fr de 2007 à 2008.

## Importations : hausse du taux de pénétration

Avec des hausses trimestrielles de 0,6 % au 1<sup>er</sup> trimestre et 1,9 % au 2<sup>e</sup> trimestre, les importations françaises ont à nouveau été dynamiques au début de l'année 2007. Elles ont bénéficié d'une demande intérieure toujours soutenue et de l'appréciation de l'euro, qui pèse sur la compétitivité à l'importation française (définie comme le rapport des prix intérieurs aux prix des importations). Après le ralentissement fin 2006, qui avait endigué la hausse tendancielle du taux de pénétration, les importations semblent retrouver les rythmes de croissance observés depuis 2005. Le taux de pénétration des importations a ainsi crû de 0,9 % au premier semestre 2007, et dépasse aujourd'hui 32 % (graphique 26).

La forte croissance des importations au 2<sup>e</sup> trimestre est principalement due aux achats de biens industriels, en provenance de l'UE et des pays émergents. Elle a cependant été contenue par un net repli des importations en produits énergétiques (- 6,7 % en volume au premier semestre, par rapport au second semestre 2006), en réaction à la forte hausse du prix des matières premières.

Nos prévisions de poursuite de l'appréciation de l'euro nous conduisent à prolonger l'augmentation du taux de pénétration des imports, de 0,8 point en 2007 et 0,9 point en 2008. Le dynamisme de la demande intérieure française, tirée toujours par la consommation des ménages, devrait ainsi conduire à une hausse des importations françaises de 4,3 % en 2007 et 5,8 % en 2008.

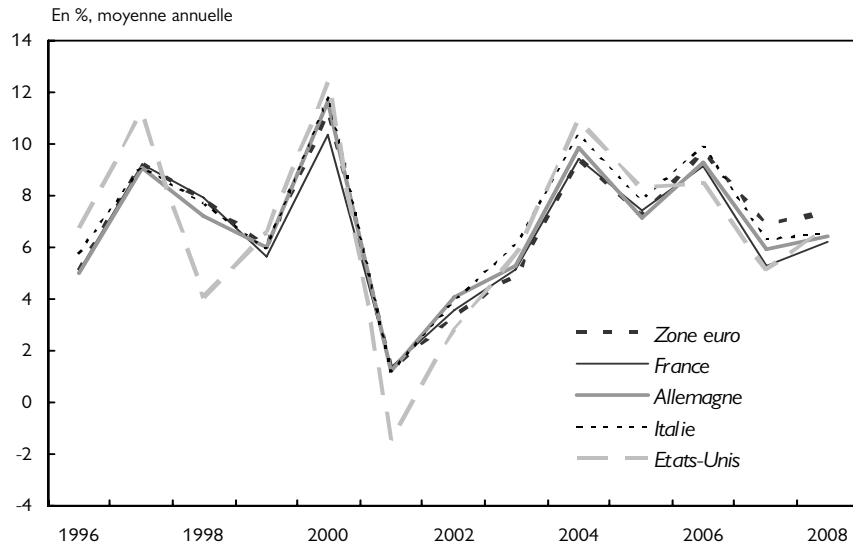
## Exportations : l'euro toujours plus haut

Les exportations françaises sont restées dynamiques au premier semestre 2007 (avec respectivement 1,4 et 0,9 % aux 1<sup>er</sup> et 2<sup>e</sup> trimestres, soit un acquis de croissance de 2,4 % pour l'année 2007). Cette croissance a été tirée par les biens industriels, et notamment par les exportations de biens intermédiaires et d'équipement. Les exportations de l'industrie automobile se sont quant à elles redressées au premier trimestre, après deux mauvaises années.

Dans un contexte de ralentissement du commerce mondial lié principalement au ralentissement américain et à la hausse de TVA allemande, ce dynamisme a permis de mettre fin à la chute des parts de marché françaises observées depuis 2002. En l'espace de cinq ans, la France a perdu plus de 15 points de parts de marché à l'exportation. Avec une croissance de 1,1 et 0,9 % de la demande adressée à la France aux premier et deuxième trimestres 2007 (graphique 27), les parts de marché françaises ont augmenté de 0,3 % au premier semestre 2007. Cette bonne performance s'explique en partie par un effet de rattrapage après un second semestre 2006 en régression.



## 27. Demandes adressées



Cependant, les éléments qui ont contribué à la dégradation des performances françaises à l'exportation depuis 2002 devraient continuer à peser sur l'évolution de nos parts de marché à l'horizon de la prévision :

— D'abord, l'appréciation de l'euro depuis début 2002 (graphique 28) a pesé sur la compétitivité française. L'euro s'est apprécié de plus de 45 % par rapport au dollar en l'espace de cinq ans (dont 8 % au cours de l'année de 2006), et de plus de 20 % en taux de change effectif réel (3 % au cours de l'année 2006). Notre équation de parts de marché indique que la seule appréciation de l'euro aurait coûté à la France près de 20 % de ses parts de marché depuis 2002. Depuis fin 2005, cependant, l'impact de l'appréciation de l'euro sur la compétitivité française a semblé bien moindre qu'au cours des années 2002-2004 (graphique 28), ce qui explique le ralentissement récent de la dégradation des parts de marché françaises.

Ce relatif maintien de la compétitivité française, malgré la forte appréciation de l'euro, provient à la fois d'un effort de modération des coûts salariaux (beaucoup plus important, par exemple qu'en Italie ou en Espagne) et d'une contraction des marges à l'exportation consenties par les entreprises françaises depuis le début de l'année 2005, et évaluées par l'effort de marge <sup>24</sup>. La baisse de 3,4 % de l'effort de marge

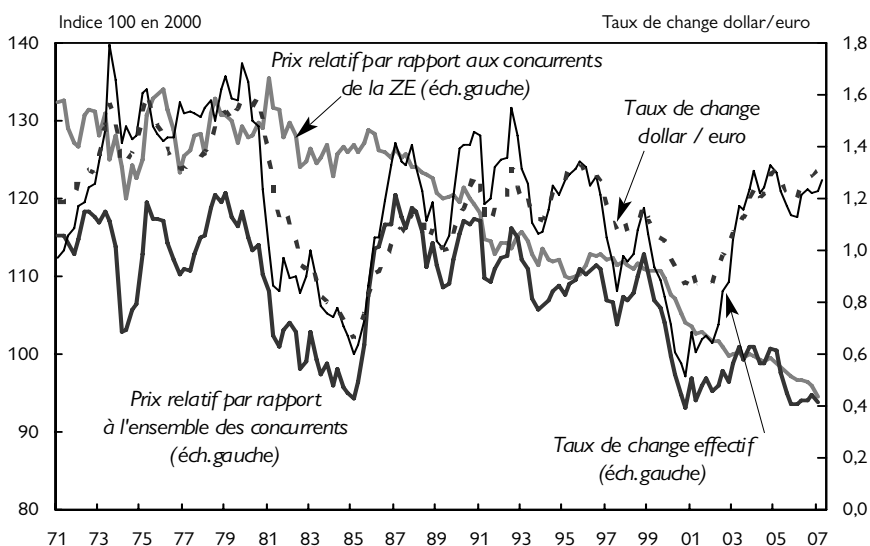
24. Calculé comme le rapport de la compétitivité-prix à la compétitivité-coût.

## ■ Département analyse et prévision

va bien au-delà de l'évolution du taux de marge de l'ensemble des entreprises françaises (graphique 29), et révèle que les entreprises exportatrices, contraintes par le change défavorable, ont été amenées à réduire davantage leurs marges que les entreprises non-exportatrices. Cet effort a permis de limiter la dégradation du commerce extérieur français en 2006 et début 2007, notamment en redressant fortement la compétitivité-prix de la France par rapport à ses concurrents de la zone euro. Cependant, il témoigne de la contrainte exercée sur les entreprises exportatrices, dont le nombre ne cesse de décroître depuis 2002, signe de leur difficulté croissante à faire face à l'intensification de la concurrence internationale et à l'appréciation de l'euro. Les statistiques fournies par les douanes indiquent ainsi qu'en 2006, la France comptait 98 900 entreprises exportatrices, soit près de 10 000 entreprises de moins qu'en 2002.

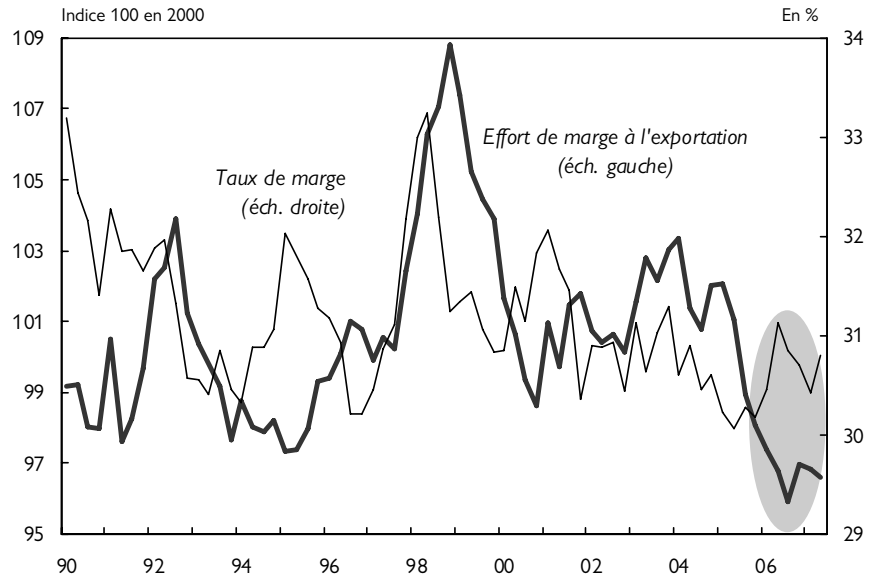
Le calcul de l'effort de marge des principaux partenaires européens de la France montre qu'à l'exception des entreprises allemandes qui ont bénéficié de baisses de coûts, les entreprises des autres grands pays de la zone euro ont aussi souffert de l'appréciation de la monnaie unique. Les marges à l'exportation ont aussi chuté en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni (graphique 30), mais ces trois pays ont profité de la dépréciation survenue en 2005 pour les redresser beaucoup plus que ne l'ont fait les entreprises françaises. Au prix d'importants efforts de marges, mais aussi de modération salariale, les entreprises françaises ont ainsi bien mieux maintenu leur compétitivité que leurs concurrentes italiennes ou espagnoles.

### 28. Taux de change et compétitivité française



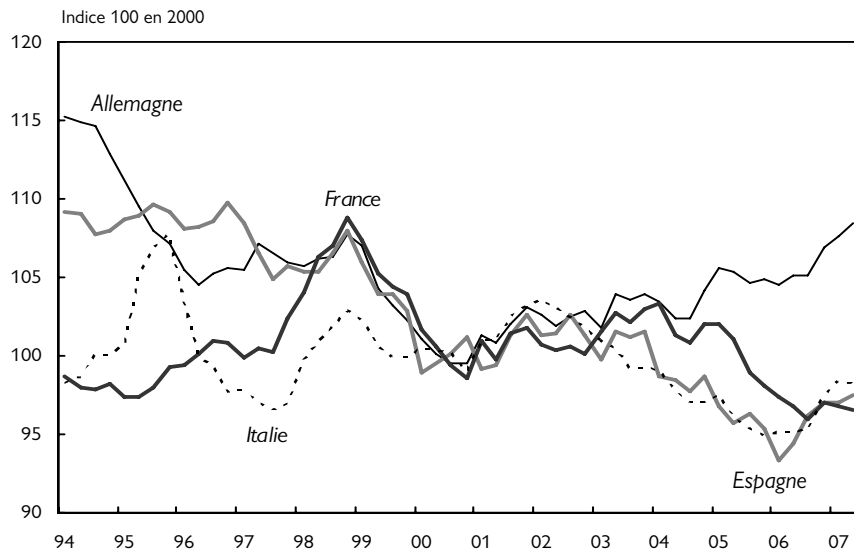
Sources : FMI, données nationales, calculs OFCE.

29. Effort de marge à l'exportation et taux de marge



Sources : OCDE, données nationales, calculs OFCE.

30. Effort de marge dans la zone euro



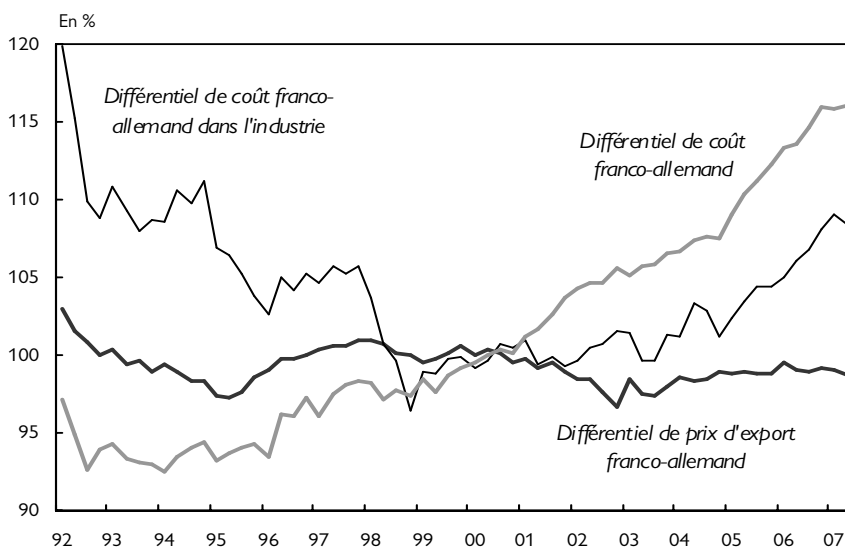
Sources : OCDE, calculs OFCE.

## ■ Département analyse et prévision

— Outre l'effet de l'appréciation de l'euro sur la compétitivité française, la France a souffert depuis le début des années 2000 de la politique de désinflation compétitive menée par l'Allemagne pour remédier aux conséquences de la réunification. Depuis 2002, les négociations d'accords de branches puis les réformes Hartz ont conduit à des baisses sensibles de coûts salariaux. Entre 2002 et 2006, les coûts salariaux unitaires ont ainsi été réduits de plus de 10 % en Allemagne, quand ils s'appréciaient de 7 % en France (graphique 31). Cette politique a eu un double effet sur les exportations françaises, puisqu'elles ont conduit à la fois à la contraction de la demande intérieure et au rétablissement de la compétitivité de notre principal partenaire et concurrent.

Cette politique de désinflation compétitive a été renforcée au 1<sup>er</sup> janvier 2007 par l'instauration d'une pseudo-TVA sociale, qui a permis une baisse supplémentaire des coûts salariaux unitaires allemands. S'il est encore trop tôt pour en dresser un bilan définitif, cette réforme de la TVA semble pourtant avoir eu un effet plus modéré que nous l'attendions. Son impact sur la compétitivité allemande a été modeste, mais la France a souffert de la forte contraction de la demande intérieure aux deux premiers trimestres 2007.

31. Désinflation compétitive allemande



Sources : OCDE, données nationales.

Nos prévisions de commerce extérieur intègrent un ralentissement du commerce mondial en 2007 et une légère accélération en 2008, avec une croissance de la demande adressée à la France de 5,3 % en 2007 et 6,2 % en 2008 (contre 9,1 % en 2006). L'euro continuerait de s'apprécier jusqu'au deuxième trimestre 2008, où il atteindrait 1,50 dollar. Les entreprises françaises ont réussi à résister à l'appréciation de l'euro en 2006 en réduisant leurs marges à l'exportation, mais nous prévoyons l'arrêt de l'intensification de l'effort de marge à l'exportation. L'euro pèserait donc défavorablement sur la compétitivité française en 2007 et 2008, en raison de l'effet décalé du taux de change sur la croissance des exportations. Cela coûterait à la France 4 % de parts de marché en 2007 et 2,5 % en 2008. Par ailleurs, la pseudo-TVA sociale allemande devrait peser encore légèrement sur les exportations françaises au deuxième semestre 2007. En revanche, la reprise des salaires en Allemagne devrait marquer l'arrêt de la politique de désinflation compétitive allemande pour l'année 2008.

À l'horizon de notre prévision, c'est donc l'euro qui pèsera sur les exportations françaises, qui afficheraient une croissance de 3,5 % en 2007 et 4,8 % en 2008. Les parts de marché continueraient à chuter, de 1,6 % en 2007 et 1,3 % en 2008.

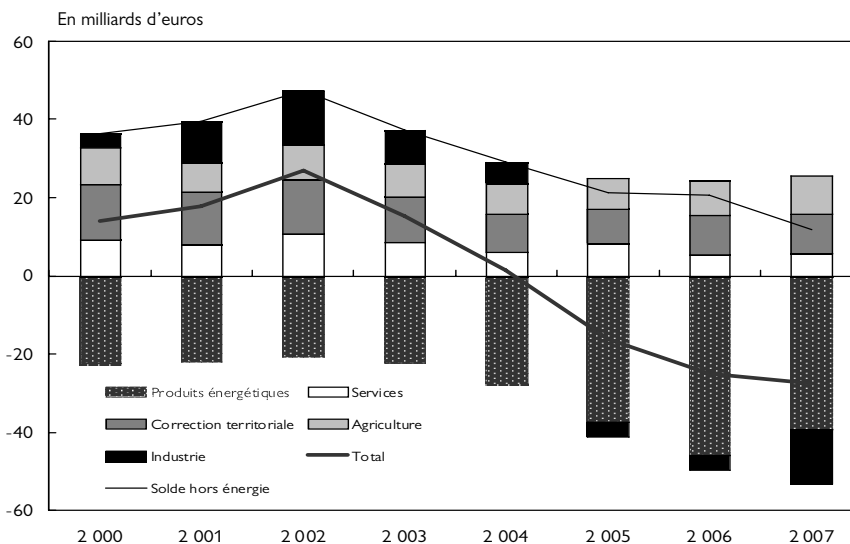
## Déficit commercial : le poids du pétrole

Depuis 2002, le solde commercial français s'est progressivement dégradé, et la France a renoué avec le déficit en 2004 (graphique 32). La forte hausse du prix des matières premières a fortement contribué à cette dégradation et le solde énergétique de la France est passé de 22,1 à 45,8 mds d'euros entre 2003 et 2006.

Au premier semestre 2007, le prix des matières premières s'est maintenu à un très haut niveau, mais a été compensé par l'appréciation continue de l'euro. La facture énergétique a donc moins lourdement pesé sur le déficit commercial français début 2007 qu'au cours de l'année 2006. Nos prévisions d'évolution du cours du pétrole (cf. partie pétrole), et d'appréciation continue de l'euro en 2007 et 2008 permettent d'anticiper un léger allègement du déficit énergétique, qui devrait s'élever à 42 milliards d'euros en 2007 et 40 milliards en 2008.

En revanche, la dégradation des parts de marché françaises liées à l'appréciation de l'euro devrait continuer à dégrader le déficit commercial hors énergie de la France. Après avoir dépassé 25 milliards d'euros en 2006, le déficit commercial français atteindrait 31 milliards en 2007 et 37 milliards d'euros en 2008.

32. Déficit commercial et facture énergétique



Note : Pour l'année 2007, les soldes calculés sont les acquis au T2-2007, c'est-à-dire en prolongeant au 2 trimestres suivant les valeurs des soldes du T2-2007.  
Sources : INSEE, comptes trimestriels et annuels.

## Finances publiques : la France à contre-courant \*

En 2006, le déficit public a été ramené à 2,5 % du PIB après avoir atteint 2,9 % en 2005 et 3,6 % en 2004. La réduction du déficit entre 2004 et 2006 s'est faite grâce à une hausse des prélèvements obligatoires (PO) liée à un fort dynamisme des assiettes fiscales. Les années 2007 et 2008 sont marquées par des allègements fiscaux importants, de plus de 20 milliards d'euros sur les deux années cumulées, soit une impulsion du côté des PO de 1,2 point de PIB. Après trois années de baisse consécutive, le déficit public repartirait donc à la hausse, atteignant 2,9 % en 2007 et 3,1 % en 2008 (tableau 11), dépassant à nouveau la barre « symbolique » des 3 % et ce malgré une croissance dynamique en 2008. Les quelques économies réalisées du côté de la dépense publique (mise en place d'une franchise médicale, non remplacement d'un fonctionnaire sur trois partant à la retraite...) seraient insuffisantes pour compenser les baisses programmées de PO. La France serait alors isolée en Europe, devenant le seul pays de la zone euro à afficher des déficits publics en hausse en 2007 et 2008. L'Allemagne et l'Italie, nos principaux partenaires, ont pris des orientations budgétaires inverses. L'Allemagne qui présentait de 2002 et 2005 une situation budgétaire

\* Cette partie a été rédigée par Mathieu Plane.

proche de celle de la France, avec un déficit public supérieur à 3 %, a mis en place une politique de rigueur ces dernières années qui devrait lui permettre d'être à l'équilibre budgétaire dès 2007. Et l'Italie qui affichait encore un déficit public à plus de 4 % du PIB en 2006, devrait dès cette année présenter un solde public inférieur au nôtre. Si la politique de réduction des déficits publics adoptée par la plupart des pays européens en période de croissance molle est discutable du point de vue de l'efficacité économique, il n'en reste pas moins qu'elle isole la France au sein de la zone euro, en devenant le seul pays à ne pas se plier aux règles du jeu fixées par le traité de Maastricht. En 2007 et 2008, la France mise sur une relance de la croissance par un « choc » fiscal. Cela retarde de deux ans la date de retour à l'équilibre des finances publiques de la France (2012) et cela pourrait conduire à des sanctions en cas de déficit supérieur à 3 % en 2008.

#### 11. Principaux agrégats des finances publiques

En points de PIB

	2005	2006	2007	2008
Solde public	- 2,9	- 2,5	- 2,9	- 3,1
Dépenses publiques (DP)	53,7	53,4	53,4	53,0
Taux de croissance des DP* ( <i>en volume</i> )	2,6	1,5	2,0	1,8
Prélèvements obligatoires	43,8	44,2	44,0	43,5
Dette publique	66,7	64,2	64,7	65,2

\* Déflatées par le prix du PIB.  
Sources : INSEE, MINEFE, calculs OFCE.

#### 4. Les différences de prévisions budgétaires entre l'OFCE et le ministère des Finances et de l'Emploi (MINEFE)

En 2007, le MINEFE prévoit un déficit public de 2,4 % du PIB en 2007 alors que nous pensons qu'il s'élèvera à 2,9 %. L'écart de 0,5 point de PIB entre notre prévision de déficit et celle du MINEFE s'explique par la différence de croissance du PIB (- 0,2) et par la différence d'impulsion budgétaire liée entre autres à des différences sur le déflateur pour calculer les volumes (- 0,3). En effet, le gouvernement affiche une croissance des dépenses publiques de 2 % en 2007 (déflaté par l'IPC hors tabac). Notre hypothèse de croissance de la dépense publique est également de 2 % en volume mais nous retenons comme déflateur le prix du PIB. En intégrant l'hypothèse du MINEFE pour le prix du PIB, la prévision de Bercy pour la croissance de la dépense publique serait alors de 1,5 % en volume pour 2007, ce qui explique la différence d'impulsion budgétaire entre le MINEFE et l'OFCE. En 2008, le gouvernement prévoit un déficit public de 2,3 % du PIB (3,1 % selon notre prévision), soit une baisse de 0,1 point de PIB alors que nous prévoyons une hausse de 0,2 point, en raison de la différence d'impulsion budgétaire (0,3 point de PIB pour l'OFCE et - 0,2 pour le

## ■ Département analyse et prévision

MINEFE). Cet écart d'impulsion s'explique pour 0,3 point de PIB par une dépense publique plus dynamique et pour 0,2 point par une élasticité des recettes fiscales au PIB plus faible dans notre scénario. En revanche, notre prévision de croissance du PIB est plus élevée que celle du MINEFE et contribue pour 0,2 point de PIB de plus à la baisse du déficit public.

### Différences budgétaires entre l'OFCE et le MINEFE

	MINEFE		OFCE	
	2007	2008	2007	2008
Déficit public ( <i>en % du PIB</i> )	2,4	2,3	2,9	3,1
Croissance ( <i>en %</i> )	2,25	2,25	1,9	2,6
Dépenses publiques* ( <i>en %, en volume</i> )	1,5	1,2	2,0	1,8
PO ( <i>en % du PIB</i> )	44,0	43,7	44,0	43,5
Variations du solde public ( <i>en points de PIB</i> )	0,1	0,1	- 0,4	- 0,2
dues...				
... à la croissance	0,0	0,0	- 0,15	0,2
... aux dépenses publiques	0,4	0,5	0,1	0,2
... aux PO	- 0,2	- 0,3	- 0,2	- 0,5
... aux recettes non fiscales	- 0,1	- 0,1	- 0,15	- 0,1

\* Déflatées par le prix du PIB.  
Sources : MINEFE, calculs OFCE.

Après s'être nettement dégradé entre 2001 et 2003 (2,6 points de PIB), le déficit public s'est réduit de 1,6 point entre 2003 et 2006, repassant en dessous de 3 % en 2005 (tableau 12). Cette réduction du déficit est principalement structurelle, le reste s'expliquant par la baisse du poids des charges d'intérêts et des recettes non fiscales exceptionnelles (soulte EDF-GDF, dividendes versés par les entreprises publiques...). La baisse du déficit structurel de 1,1 point de PIB en trois ans s'explique par la hausse de 1,3 point de PIB des PO. La croissance de la dépense publique primaire (c'est-à-dire hors charges d'intérêt) a alourdi le déficit de 0,2 point de PIB. Par ailleurs, l'augmentation des PO s'explique uniquement par le dynamisme des assiettes fiscales et nullement par des nouvelles mesures. 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, a été de seulement 0,1 point de PIB entre 2003 et 2006.

Après trois années de réduction du déficit structurel, celui-ci repartirait à la hausse en 2007 et 2008 (respectivement - 0,1 et - 0,3 point de PIB), en raison des mesures fiscales votées visant à réduire les PO de 1 point de PIB en l'espace de deux ans. Ces mesures seraient en



partie compensées par une forte élasticité des recettes fiscales au PIB en 2007 (1,3 selon le gouvernement) et par un ralentissement plus marqué de la dépense publique en 2008. La dérive du déficit public serait cependant moins marquée en 2008 en raison d'une croissance plus vigoureuse (2,6 %) qui contribuerait à diminuer le déficit public de 0,2 point de PIB en 2008 alors qu'elle le creuse de 0,1 en 2007.

## 12. Décomposition de la variation du solde public

Contribution à la croissance des importations hors corrections territoriales, en %

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Solde public</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,1</b>
Variation du solde public (E=A+B+C+D)	-1,6	-1,0	0,5	0,6	0,4	-0,4	-0,2
Variation des taux de PO (A=A1+A2)	-0,7	-0,2	0,3	0,6	0,4	-0,2	-0,5
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	-0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,7	-0,5
<i>dont élasticité spontanées recettes fiscales au PIB (A2)</i>	-0,3	-0,4	0,2	0,4	0,5	0,5	0,0
Gains dus à l'écart entre la progression des dépenses publiques et le PIB potentiel* (B=B1+B2)	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	0,4	0,1	0,2
<i>dont dépenses publiques primaires (B1)</i>	-0,6	-0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,1	0,2
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0	0,0
Variation solde conjoncturel (C)	-0,5	-0,5	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,2
Impact des recettes non fiscales (D)	0,1	-0,1	0,1	0,5	-0,3	-0,2	-0,1
Variation solde structurel primaire (E=A+B1)	-1,3	-0,4	0,1	0,3	0,7	-0,1	-0,3
Effort structurel** (F=A1+B1)	-1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,6	-0,3

\* Nous avons retenu un taux de croissance du PIB potentiel de 2,2 % en moyenne annuelle entre 2002 et 2008.

\*\* 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 2007, calculs OFCE.

## Une dette publique à nouveau en hausse

Après avoir atteint un niveau historiquement élevé en 2005 (66,7 % du PIB), la dette des administrations publiques (APU), au sens de Maastricht, a baissé à 64,2 % du PIB en 2006. Cette réduction de 2,5 points de PIB s'est faite grâce à la vente d'actifs considérés comme non stratégiques et à la réduction des excédents de trésorerie détenus par l'État. Ces deux opérations qui ont représenté environ 40 milliards d'euros en 2006 (dont 17 milliards pour les seules cessions d'actifs) permettent de réduire le montant de la dette brute, seul indicateur retenu par les autorités européennes pour mesurer le niveau d'endettement, mais ne modifie pas la situation patrimoniale nette des administrations publiques. Le produit des cessions a été en 2006 le plus élevé depuis la première vague de privatisations de 1986. La principale opération a porté sur la privatisation des sociétés d'autoroutes qui ont rapporté près de 15 milliards d'euros à l'État. Depuis le début de l'année 2007, le gouvernement a cédé 5 % du capital de France Telecom pour un montant de 2,7 milliards d'euros, soit 0,15 point de PIB. Néanmoins, avec l'aggravation du déficit public, la dette publique repartirait à la hausse pour atteindre 64,7 % du PIB. En 2008, la dette publique devrait continuer à se dégrader (65,2 % du PIB) sauf si de nouvelles cessions d'actifs sont réalisées. Notamment, l'État n'a pas encore fait connaître sa décision sur l'ouverture du capital d'EDF, dont il détient encore 87 % du capital.

Dans son programme pluriannuel des finances publiques, le gouvernement s'est fixé pour objectif de revenir au plus tard sous la barre des 60 % du PIB, en 2012. Cela nécessitera des ajustements structurels importants à partir de 2009 qui pèseront sur la croissance dans un horizon de moyen terme mais il faudra également que l'État trouve de nouvelles sources potentielles d'actifs non stratégiques à céder pour atteindre son objectif. Selon le ministère de Finances, les cessions d'actifs non stratégiques devraient se poursuivre entre 2009 et 2012 et contribueraient chaque année à réduire l'endettement de 5 à 10 milliards d'euros. L'État peut pour cela compter sur les 182 milliards de participations (soit 9,8 points de PIB) qu'il détenait fin septembre 2007 dans le capital des entreprises cotées, dont 118 milliards uniquement avec EDF.

## 5. La France est-elle en faillite ?

L'interrogation a repris de la vigueur à la suite des déclarations récentes du Premier ministre qui déplorait « être à la tête d'un État en situation de faillite sur le plan financier ». La question de la soutenabilité de la dette publique est toujours d'actualité et il est donc important d'y répondre.

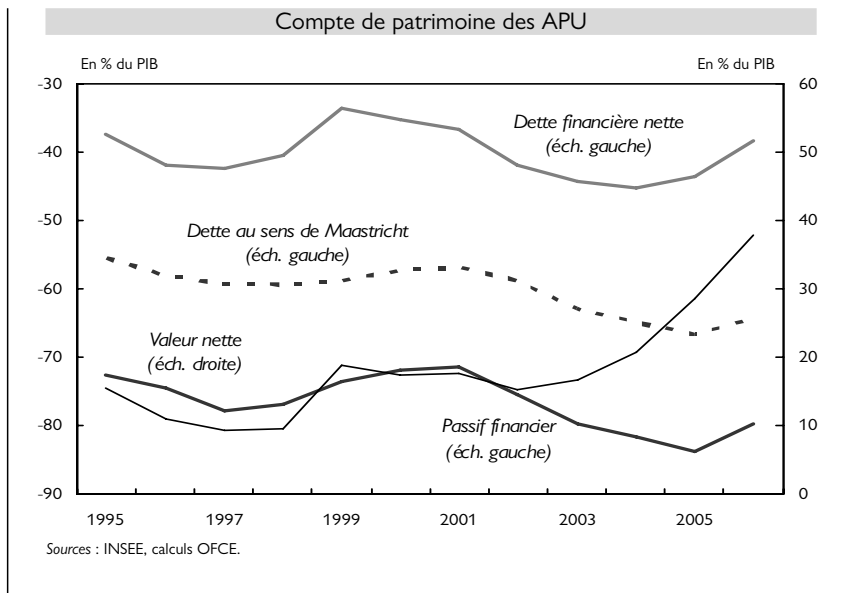
La dette publique au sens de Maastricht se situait en 2006 à 64,2 % du PIB en France, et a augmenté de plus de 7 points de PIB ces cinq dernières années. Si au regard de la dynamique de la dette la France fait moins bien que ses partenaires européens depuis 2001, il n'en reste pas moins qu'en termes de niveau de dette elle ne se distingue pas de ses partenaires et affiche même une position plus favorable que la plupart des grands pays. Elle se situe à un niveau inférieur à celui de la zone euro (69,1 %) et de l'Allemagne (67,9 %), approximativement au niveau des États-Unis (65 %) et nettement en dessous de l'Italie (107 %) et du Japon (159 %). Il n'y a donc pas de singularité française sur ce point. De plus, la dette au sens de Maastricht est une mesure brute qui ne prend pas en compte les actifs détenus par les administrations publiques. Or ces dernières possèdent des actifs financiers (actions cotées, dépôts...) mais surtout des actifs physiques (infrastructures). La dette financière nette était à 38,2 % du PIB en 2006, soit à un niveau proche de celui de 1995 alors que la dette au sens de Maastricht a augmenté de 8,7 points de PIB sur la même période (graphique). Cette différence s'explique par la forte valorisation des actions détenues par l'État au cours de ces dix dernières années. Si on comptabilise l'ensemble des actifs, c'est-à-dire aussi les actifs physiques, les administrations publiques ne présentent plus une dette mais une richesse nette (37,8 % du PIB en 2006). Cette dernière a d'ailleurs augmenté de plus de 22 points de PIB entre 1995 et 2006, ce qui veut dire que les administrations publiques se sont enrichies sur cette période, notamment en raison de la forte valorisation des terrains détenus par l'État qui se sont appréciés de plus de 200 % en 10 ans. Et comme le précisent Jérôme Creel et Henri Sterdyniak\* « le nouveau-né français hérite d'une dette publique, mais il hérite aussi d'actifs publics : routes, écoles, maternité, équipements sportifs... Évoquer l'une sans évoquer les autres n'a guère de sens économique. Le jeune Français qui entre dans la vie active à 20 ou 25 ans peut certes refuser de rembourser la dette publique, mais il serait juste qu'en contrepartie il rembourse à la génération précédente son éducation, ses dépenses de santé, les équipements collectifs ».

Enfin, selon les agences de notation (*Standard and Poor's*, *Fitch Ratings*), la dette publique française est notée AAA, la meilleure note qui soit en termes de qualité de dette et fait donc partie des meilleurs élèves de la classe mondiale quant à la gestion de ses finances publiques. Cela veut dire aussi que l'État français ne risque pas de faire défaut au remboursement de sa dette, ce qui explique par ailleurs la faiblesse du taux d'intérêt sur les obligations publiques (inférieurs à 4 % en moyenne depuis début 2005) considérées comme un placement sans risques. D'ailleurs, l'État français a émis en 2005 des obligations à 50 ans pour 13 milliards d'euros à un taux d'intérêt de 4 %, et n'a eu aucune difficulté à trouver des acheteurs, ce qui montre la solidité de sa capacité à rembourser sa dette même à très long terme. En outre, les ménages français possèdent une partie de la dette publique française qui est comptabilisée à leur actif et leur rapporte des intérêts chaque année.

Si la gestion des finances publiques doit être rigoureuse, d'autant plus que le choc du vieillissement va s'amplifier dans les prochaines années, à la lumière des différents éléments que nous avons présentés ici, rien n'indique que l'État français soit en situation de faillite.

\* J. Creel et H. Sterdyniak, « Faut-il réduire la dette publique », *Lettre de l'OFCE* n° 271, janvier 2006.

## ■ Département analyse et prévision

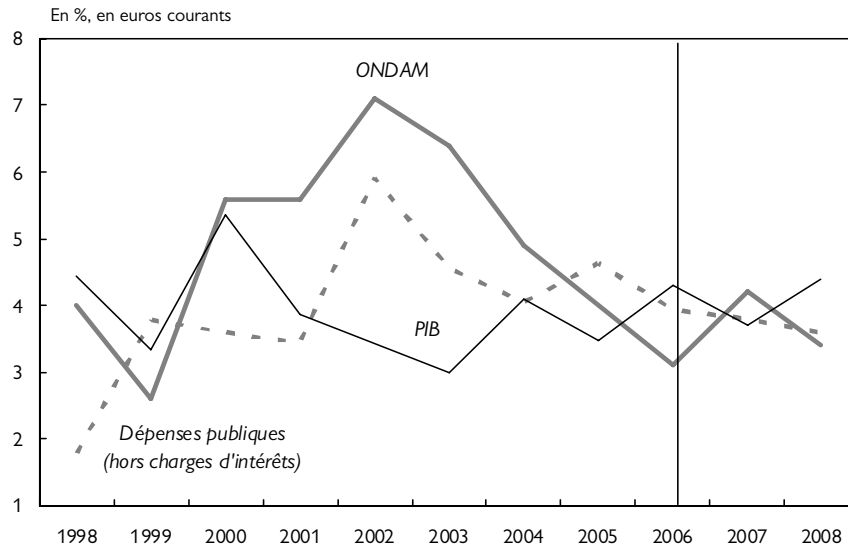


## Pas de rupture pour les dépenses publiques...

En 2006, les dépenses publiques (déflatées par le prix du PIB) ont crû de 1,5 % en volume (1,7 % hors charges d'intérêt). C'est la première fois, depuis 2001, que les dépenses publiques (hors charges d'intérêt) augmentent à un rythme inférieur à celui de la croissance potentielle et contribuent ainsi à l'amélioration du solde structurel (0,3 point de PIB). Entre 2001 et 2005, les dépenses publiques ont crû en moyenne à un rythme de 2,6 % en volume (2,9 % hors charges d'intérêt) et ont creusé le déficit structurel de 1,3 point de PIB. Le vecteur principal du ralentissement de la dépense publique en 2006 est issu du coup de frein sur les dépenses de protection sociale, notamment celles de l'assurance chômage, avec l'amélioration du marché du travail, et celle de l'assurance maladie. Les dépenses dans le champ de l'objectif national des dépenses d'assurance maladie (Ondam) ont augmenté de 3,1 % en valeur en 2006 (contre 2,7 % initialement prévu dans la loi de finances de la sécurité sociale (LFSS) pour 2007) alors que le rythme de croissance moyen de l'Ondam entre 1999 et 2005 se situait à 5,6 % (graphique 33).

En 2007, les dépenses publiques seraient plus dynamiques que prévues (2,0 % en volume contre 1,4 % prévu dans la loi de finances pour 2007) en raison principalement du dérapage des dépenses de la branche maladie, l'ONDAM dépassant de 2,9 milliards d'euros le

## 33. Croissance de la dépense publique, du PIB et de l'ONDAM



montant initialement prévu. L'accélération de la croissance des dépenses de santé s'explique par la nette augmentation des soins de ville dont l'enveloppe a été dépassée de 2,8 milliards d'euros en raison de la vigueur des prescriptions constatées ces derniers mois et les revalorisations tarifaires des médecins généralistes. De même, les prestations de retraite ont été plus vigoureuses que prévues en 2007 (6,2 % en valeur contre 5 % initialement prévu) en raison des départs massifs en retraite (environ 750 000), alors même que le rythme des départs anticipés ne s'est pas infléchi (environ 110 000). En revanche, les prestations familiales décélèrent en 2007 (2,9 % en valeur) avec l'arrivée à maturité de la Prestation d'accueil du jeune enfant (Paje) et de la décroissance en volume des principales prestations d'entretien (allocations familiales et complément familial). Aussi, la baisse du chômage en 2007 a permis une nouvelle décade des dépenses d'assurance chômage (- 6 %). À ce titre, le déficit du régime général de la sécurité sociale (- 11,7 milliards d'euros) auquel s'ajoute celui du Fonds de solidarité vieillesse et du Fonds de financement des prestations sociales agricoles (- 2,6 milliards au total) est partiellement compensé par les régimes de retraite complémentaire qui affichent un excédent de 8,2 milliards d'euros et l'UNÉDIC qui présente un excédent de 3 milliards. Au total, la situation des administrations de sécurité sociale est beaucoup moins dégradée que laisserait penser la seule situation du régime général en 2007.

## ■ Département analyse et prévision

Le taux de croissance des dépenses des administrations publiques locales resterait dynamique en 2007 en raison de la forte croissance des dépenses de fonctionnement liée à la poursuite des transferts de compétences, notamment les nouvelles charges de personnel liées au transfert des personnels techniques des lycées et des collèges. Enfin, les dépenses de l'État ont crû comme l'inflation en 2007, soit 0 % en volume pour la cinquième année consécutive. Ce bon chiffre reste cependant supérieur à ce que prévoyait le PLF 2007 (baisse de 1,25 % en volume des dépenses de l'État).

En 2008, le gouvernement prévoit un ralentissement significatif de la croissance de la dépense publique (1,4 % en volume en déflatant par les prix à la consommation et 1,2 % en volume en déflatant par les prix du PIB), contribuant ainsi à réduire le déficit structurel de 0,5 point de PIB. Pour atteindre cet objectif, le gouvernement table sur une stabilisation en euros constants des dépenses de l'État grâce notamment au non remplacement de 22 800 fonctionnaires qui partent en retraite. Du côté de la sécurité sociale, le gouvernement prévoit une croissance de l'ONDAM de 2,8 % en euros courants, niveau jamais atteint depuis 1999 (le rythme moyen de l'ONDAM est de 5,1 % par an depuis 2000), ce qui nécessite des mesures d'économies de l'ordre de 2 milliards d'euros, notamment par la mise en place d'une franchise médicale. Le gouvernement compte également sur un ralentissement significatif des dépenses de retraite (4,9 % en valeur) et de la branche famille (2,5 %), ainsi que sur une baisse des prestations chômage en lien avec l'amélioration du marché du travail. Enfin, le gouvernement table sur une maîtrise de l'évolution des dépenses des collectivités locales, et des prélèvements locaux, en raison des échéances électorales du mois de mars 2008. Si nous affichons un ralentissement de la dépense publique en 2008 (1,8 % en volume), notre prévision semble moins optimiste quant à l'ampleur de l'inflexion. Premièrement, au regard des tendances passées, l'objectif que s'est fixé le gouvernement semble difficile à atteindre. Le rythme de croissance moyen des dépenses publiques en volume entre 2001 et 2006 a été de 2,4 % (graphique), soit 0,7 point de plus que la croissance du PIB sur la même période. Sur plus longue période, c'est-à-dire depuis 1983, date à laquelle la France a mis en place une politique de rigueur, la moyenne de la croissance des dépenses publiques se situe à 2,5 %. L'infléchissement nécessaire pour atteindre l'objectif du projet de loi de finances pour 2008 est conséquent et les mesures d'économies décidées ne semblent pas suffisamment importantes pour infléchir significativement le rythme d'évolution des dépenses publiques : en effet, les mesures d'économies réalisées au niveau des dépenses d'assurance maladie (de l'ordre de 2 milliards d'euros) seront compensées par les 1,8 milliard d'euros de crédits supplémentaires en faveur de la recherche et de l'enseignement supérieur. Le non remplacement d'un fonctionnaire sur trois partants en retraite représentera une économie de 458 millions d'euros, dont

400 millions seront reversés sous forme d'augmentation de salaires pour les fonctionnaires en activité<sup>25</sup>. De plus, à partir de 2007, année durant laquelle les premières générations nombreuses du baby-boom atteignent l'âge de 60 ans, la part des personnes de plus de 60 ans dans la population totale s'accroît sensiblement : alors que ce ratio n'a varié en moyenne que de 0,1 point par an entre 2004 et 2006, celui-ci augmenterait de 0,5 point par an entre 2007 et 2010. Sous l'effet de la déformation de la pyramide des âges, les premiers effets du vieillissement se font sentir, entraînant des dépenses supplémentaires pour les branches « vieillesse » et « maladie ». Enfin, rien n'indique que la dépense des collectivités locales ralentira en 2008, les années d'élections municipales n'étant pas marquées par un infléchissement de la dépense locale au regard du passé.

Enfin, à la lumière des cinq projets de loi de finances précédents, les objectifs affichés en termes de ralentissement de la croissance des dépenses publiques ont été ambitieux (tableau 13). Ils ont en effet systématiquement sous-estimé la dynamique de croissance de la dépense publique. Cette dernière a, de 2003 à 2007, en moyenne crû de 0,9 point de pourcentage de plus que ce qui était affiché dans les projets de loi de finances, soit une erreur sur l'impulsion budgétaire du côté des dépenses publiques de 0,5 % du PIB chaque année.

13. Écart entre le taux de croissance des dépenses publiques en volume (déflatées par l'IPC hors tabac) prévu par les PLF et réalisé

	2003	2004	2005	2006	2007
PLF 2003	1,5 %				
Réalisation	2,3 %				
<b>Ecart (en points de %)</b>	<b>0,8</b>				
PLF 2004		1,1 %			
Réalisation		2,4 %			
<b>Ecart (en points de %)</b>		<b>1,3</b>			
PLF 2005			1,6 %		
Réalisation			2,7 %		
<b>Ecart (en points de %)</b>			<b>1,1</b>		
PLF 2006				1,6 %	
Réalisation				2,1 %	
<b>Ecart (en points de %)</b>				<b>0,5</b>	
PLF 2007					1,4 %
Réalisation estimée					2,0 %
<b>Ecart (en points de %)</b>					<b>0,6</b>

Sources : INSEE, PLF 2003-2007, calculs OFCE.

25. Les fonctionnaires bénéficieront d'un intéressement à hauteur de 50 % (225 millions d'euros) de l'économie générée par le non remplacement de 22 800 postes et 179 millions d'euros seront alloués pour permettre aux ministères de distribuer à leurs agents des gains de rémunération afin de rendre les carrières plus attractives.

## ■ Département analyse et prévision

Après analyse de ces différents éléments (mesures d'économies compensées par des nouvelles dépenses, impact du vieillissement sur les dépenses de protection sociale, dépassement systématique des objectifs affichés en matière de dépenses publiques), nous avons retenu une hypothèse moins restrictive de progression de la dépense publique (1,8 % en volume) que celle affichée par le gouvernement. L'impulsion budgétaire liée à la dépense publique retenue dans notre prévision est donc différente de celle du ministère des finances et de l'industrie (MINEFE) : l'écart d'impulsion représente en effet 0,3 point de PIB, ce qui a des conséquences sur la dynamique de croissance retenue en 2008.

### ... et plus de 21 milliards d'euros de baisse de prélèvements

En 2006, le taux de PO a augmenté de 0,4 point de PIB. La hausse des prélèvements pour 2006 ne s'explique pas par des nouvelles mesures fiscales mais par la forte élasticité des recettes fiscales au PIB (0,4 point de PIB). Le dynamisme des recettes fiscales de l'État à législation constante résulte de la très forte croissance de l'impôt sur les sociétés (17 %) grâce à la forte hausse du bénéfice fiscal des entreprises, de la forte croissance de la TVA (5,6 %) portée par une consommation des ménages vigoureuse, de la hausse de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) (3,9 %) ainsi que de la hausse des impôts assis sur des actifs en raison du dynamisme du marché des actifs immobiliers et financiers. Au total, les recettes fiscales nettes de l'État ont progressé de 6,8 % en 2006, soit 10 milliards d'euros de plus values fiscales par rapport à la LFI 2006.

En 2007, le taux de PO baisserait de 0,2 point de PIB pour s'établir à 44 % alors que l'ensemble des mesures fiscales votées pour l'année 2007 réduisent la fiscalité de près de 13 milliards d'euros (0,7 point de PIB). Aux mesures qui avaient été antérieurement 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 voté cet été dont certaines auront des effets dès 2007 (1,3 milliard d'euros liés aux allègements de charges salariales sur les heures supplémentaires et 360 millions d'euros pour la réforme des droits de successions et de donations). Les baisses programmées de PO, qui représentent 0,7 point de PIB en 2007, sont en partie compensées par le dynamisme des recettes fiscales dont l'élasticité au PIB resterait nettement supérieure à l'unité pour la quatrième année consécutive (0,5 point de PIB). Par conséquent, les recettes fiscales pour 2007 ont été réévaluées de 3,8 milliards d'euros par rapport aux prévisions de la LFI (en



raison de plus de 5 milliards d'euros de plus values pour l'impôt sur les sociétés, les recettes de TVA se situant au contraire 2,4 milliards d'euros en-dessous du niveau prévu dans la LFI) et ce malgré une croissance du PIB plus faible que prévue.

En 2008, le taux de PO diminuerait de 0,5 point de PIB (0,3 point de PIB selon le gouvernement), pour s'établir à 43,5 % du PIB. Contrairement au gouvernement, nous retenons une élasticité des recettes fiscales au PIB de 1 (1,3 pour le gouvernement). Les recettes fiscales ont connu une augmentation nettement supérieure à celle du PIB depuis 2004, représentant un gain fiscal cumulé de 1,6 point de PIB en quatre ans. Cela s'explique par le dynamisme des impôts assis sur les revenus du capital et les plus-values (impôt sur le revenu, CSG, droits de mutation, ISF) en raison de la hausse cyclique du prix des actifs immobiliers et financiers, de la forte croissance de l'impôt sur les sociétés liée à l'augmentation des bénéfices fiscaux et de la hausse de la TVA en raison de l'accroissement de la part de la consommation des ménages dans le PIB. Cependant, rien ne garantit, même à court terme, que ce phénomène se poursuive en raison de la cyclicité des assiettes fiscales. En effet, sur longue période, cette élasticité est en moyenne égale à 1, les recettes fiscales tendant spontanément à croître comme le PIB nominal. Selon le Rapport du Sénat réalisé à l'occasion du débat d'orientation budgétaire pour 2008, les recettes publiques seraient supérieures de 1,2 point de PIB à leur moyenne de longue période en 2006. Et toujours selon ce rapport, les recettes publiques risquent donc, d'ici à 5 ans, de tendre spontanément à augmenter moins vite que le PIB de façon à converger vers leur équilibre de long terme. À la lumière de cette analyse et intégrant le retournement du marché immobilier, la moindre croissance de la valeur des actifs financiers et le ralentissement des profits en 2008, nous avons retenu une élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB de 1 pour l'année 2008.

Les différentes mesures votées représentent un allègement de prélèvements de 8,8 milliards d'euros en 2008 qui profiteront essentiellement aux ménages (6,6 milliards d'euros) (tableau 4). Les 1,8 milliards d'euros de baisse de prélèvements pour les entreprises sont le résultat de mesures votées avant 2007, la mesure concernant le dégrèvement de la taxe professionnelle représentant à elle seule plus de 2 milliards. Les mesures liées au paquet fiscal représentent une diminution des prélèvements obligatoires de 7,5 milliards d'euros pour 2008, dont 3,8 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<sup>26</sup> (1,9 milliard). La mesure concernant les crédits d'impôt sur

26. Pour un détail sur les mesures du paquet fiscal, voir la *Lettre de l'OFCE* n° 288 « Le choc fiscal tiendra-t-il ses promesses ? », É. Heyer, M. Plane et X. Timbeau, juillet 2007.

## ■ Département analyse et prévision

les intérêts d'emprunt hypothécaires ne représente que 440 millions d'euros en 2008 malgré le doublement de la mesure dans le PLF 2008 car elle se limite finalement uniquement aux emprunts contractés après le vote de la loi et n'a pas d'effet sur ceux contractés antérieurement comme cela avait été initialement présenté. 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 à hauteur de 2,6 milliards d'euros, la principale mesure concernant la mise en place d'un prélèvement à la source sur les contributions sociales et fiscales sur les dividendes pour 1,9 milliards d'euros.

## 14. Mesures concernant les prélèvements obligatoires en 2008

<b>Ménages</b>	<b>- 6 595</b>
<b>Paquet fiscal</b>	<b>- 4 135</b>
Heures supplémentaires IRPP	- 400
Crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunt	- 220
Droits de mutation à titre gratuit	- 1 570
Bouclier fiscal	- 625
Hausse de l'abattement résidence principale ISF	- 120
Déductions 50 000 euros ISF	- 1 200
Exonération IRPP travail étudiant	- 40
<b>PLF 2008</b>	<b>380</b>
Doublement du crédit d'impôt	- 220
Imposition des dividendes au prélèvement forfaitaire libérateur	600
<b>Sécurité sociale</b>	<b>- 1 670</b>
Heures supplémentaires cotisations salariales (paquet fiscal)	- 3 270
Alignement de la CSG sur les allocations de préretraites (PLFSS 2008)	300
Prélèvement à la source de la contribution sociale sur les dividendes (PLFSS 2008)	1 300
Mesures antérieures	- 1 170
Crédit d'impôt développement durable pour dépenses d'équipement	- 480
Exit tax	- 690
<b>Entreprises</b>	<b>- 1 800</b>
<b>Sécurité sociale</b>	<b>265</b>
Heures supplémentaires cotisations patronales (paquet fiscal)	- 580
Hausse de la majoration dans les entreprises de moins de 20 salariés (paquet fiscal)	485
Suppression de l'exonération de cotisations ATMP (PLFSS 2008)	180
Maintien à 1 % de la taxe sur le chiffre d'affaires des laboratoires pharmaceutiques (PLFSS 2008)	100
Hausse de la contribution sur les préretraites d'entreprises (PLFSS 2008)	80
<b>Mesures antérieures</b>	<b>- 2 065</b>
Dégrèvement de la taxe professionnelle (LF 2006)	- 2 065
<b>Autres mesures</b>	<b>- 380</b>
<b>Total</b>	<b>- 8 775</b>

Sources : Rapport économique, social et financier 2008, calculs OFCE.

Achevé de rédiger le 26 septembre 2007.

## ■ Département analyse et prévision

### I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle en %

	2006	2007	2008
<i>En % de variation aux prix chaînés :</i>			
PIB	2,2	1,9	2,6
Importations	7,1	4,3	5,8
Dépenses de consommation des ménages	2,3	2,1	3,6
FBCF totale dont :	4,1	3,7	2,8
– sociétés non financières	4,6	4,7	3,5
– ménages	4,5	1,3	1,6
– administrations publiques	1,3	4,6	2,7
Exportations	6,3	3,5	4,8
Contribution des stocks à la croissance, en %	0,0	– 0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	2,7	2,6	2,9
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Salaires bruts	1,9	2,8	2,3
Salaires nets	1,7	2,7	2,7
Prestations sociales	1,7	2,5	1,6
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,5	1,3	– 0,4
Revenu disponible	2,4	3,0	2,8
Taux d'épargne, en % du RDB	15,4	16,1	15,5
Déflateur de la consommation en glissement %	1,4	1,7	1,6
en moyenne %	1,9	1,4	1,5
<i>Compte des sociétés non financières, en %</i>			
Taux de marge	30,8	30,9	31,4
Taux d'épargne	11,9	11,9	13,5
Taux d'investissement (en volume)	18,3	18,8	18,9
Taux d'autofinancement (hors stock)	60,6	59,1	67,3
<i>Compte du reste du monde et des administrations</i>			
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,2	44,0	43,5
Solde public au sens de Maastricht, en % du PIB	– 2,5	– 2,9	– 3,1
Solde commercial, en milliards € (1)	– 3,8	– 4,7	– 5,8
Emploi salarié, en glissement annuel %	0,9	1,1	0,4
Emploi total, en glissement annuel %	0,8	1,1	0,4
Chômage BIT, en millions			
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,0	8,1	7,8
Taux de change \$/€	1,26	1,36	1,44
Taux d'intérêt à court terme (2)	3,1	4,2	4,0
Taux d'intérêt à long terme (3)	3,8	4,3	4,3

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 pour 2007-2008, octobre 2007.



III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2006				2007				2008				2006	2007	2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Déflateur de la consommation	0,6	0,5	0,3	0,0	0,4	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,4	1,5
Taux de salaire horaire	1,2	0,5	0,5	1,2	1,6	0,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4	3,4	3,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du premier trimestre 2007.

IV. Effectifs salariés

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2006				2007				2008				2006	2007	2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Branches principalement marchande :																
- Effectifs	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,8	1,3	1,0	
- Productivité par tête	0,5	0,8	-0,4	0,2	0,3	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	0,8	1,9	

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du premier trimestre 2007.

## V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2006				2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2006	2007	2008
Salaires bruts (1)	0,6	0,2	0,4	1,2	1,3	-0,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	1,9	2,8	2,3
Salaires nets (1)	0,4	0,1	0,4	1,1	1,3	-0,5	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	1,7	2,7	2,7
Prestations sociales (1)	0,6	0,4	0,4	1,0	1,1	0,3	-0,3	0,9	0,6	0,3	0,3	0,4	1,7	2,5	1,6
Revenu disponible réel (1)	0,1	0,9	1,6	-0,5	1,7	0,4	0,3	0,6	1,0	0,8	0,7	0,7	2,4	3,0	2,8
Taux d'épargne en % du RDB	14,8	15,1	16,1	15,6	16,6	16,4	15,9	15,7	15,7	15,6	15,4	15,2	15,4	16,1	15,5
Taux d'épargne en logement	8,8	8,8	8,8	8,9	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,8	8,8	8,7
Taux d'épargne financière	4,7	5,1	6,1	5,4	6,5	6,2	5,6	5,4	5,6	5,6	5,6	5,5	5,3	5,9	5,6

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.  
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2007.

## ■ Département analyse et prévision

### VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2006				2007				2008				2006	2007	2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2006	2007	2008	
Importations en volume	1,0	2,9	-0,5	0,9	0,6	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	7,1	4,3	5,8
Prix des importations	1,6	-0,2	0,1	-0,4	-0,3	1,0	1,0	-0,5	-0,4	0,5	1,4	0,0	0,0	2,6	0,5	1,1
Demande interne	1,3	1,2	0,2	0,8	1,0	0,6	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	4,0	3,3	3,7
Exportations en volume	3,2	1,1	-1,2	1,0	1,4	0,9	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	6,3	3,5	4,8
Prix des exportations	0,4	0,3	0,3	0,0	0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	0,4	1,2
Demande mondiale	3,6	2,0	0,5	2,2	1,1	0,9	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	9,1	5,3	6,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2007.

### VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux d'intérêt et taux de change											
	2006				2007				2008			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux d'intérêt :												
A court terme (1)	2,6	2,9	3,2	3,6	3,8	4,1	4,5	4,5	4,3	4,2	4,0	3,8
A long terme (2)	3,5	4,0	3,9	3,8	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2
1 euro = ... Dollar	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,37	1,40	1,45	1,50	1,40	1,40

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, BMS, Banque de France ; prévision OFCE à partir du troisième trimestre 2007.