

## **Perspectives France 2008/2009 : concrétisation des risques sur la croissance**

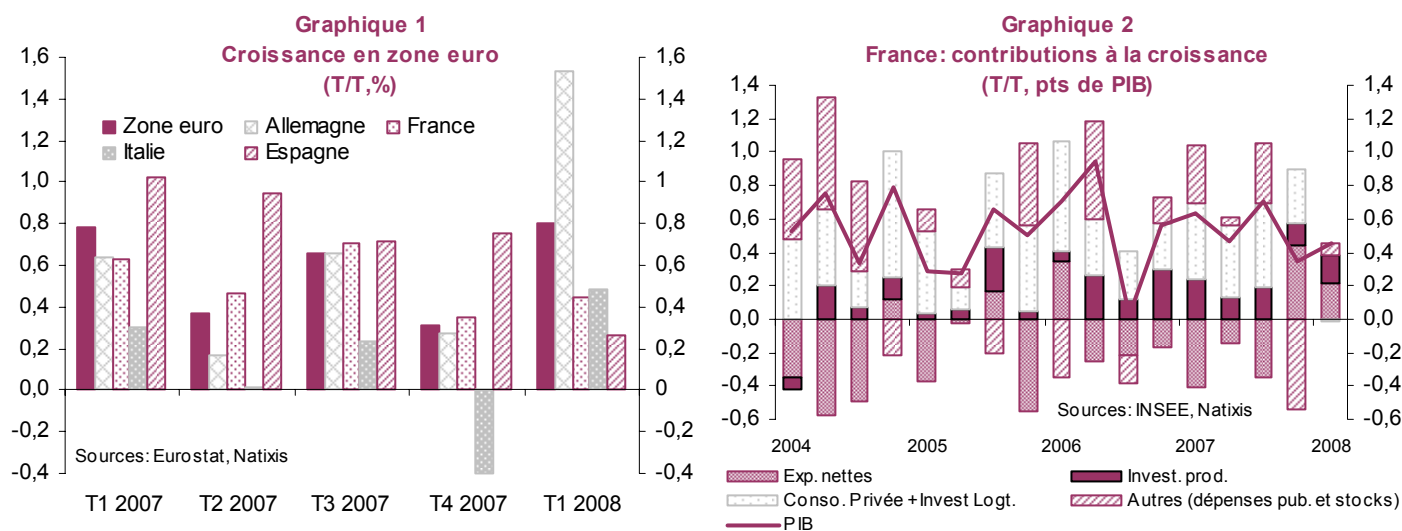
*Le ralentissement de l'activité, en zone euro comme en France, a mis du temps à se dessiner. La quasi-totalité des données disponibles mi-juillet montre que celui-ci est désormais bien enclenché. L'occasion de faire un point sur nos prévisions de croissance pour 2008 et 2009.*

*Notre scénario central initial (janvier) reste dans une large mesure d'actualité. Parmi les risques que nous évoquions, certains se sont toutefois réalisés (l'inflation, alimentée par la hausse continue des prix du pétrole, s'avère plus élevée et le choc plus durable que prévu) tandis que d'autres semblent sur le point de se concrétiser (immobilier).*

*Nous revenons dans ce Flash sur nos principales prévisions macroéconomiques. Alors que les bons chiffres du premier trimestre devraient permettre à l'économie française d'afficher une croissance honorable en 2008, nous avons sensiblement revu en baisse nos prévisions pour 2009. L'incertitude reste néanmoins forte et le risque sur ce scénario, baissier.*

## Un bon début d'année

L'activité en zone euro a surpris par son dynamisme au premier trimestre 2008. Malgré le cycle, et malgré les chocs simultanés sur le crédit, le patrimoine, le change, les matières premières, le PIB a progressé de 0,8% T/T pendant l'hiver (2,2% en GA), grâce notamment à la forte croissance enregistrée en Allemagne (+1,5% T/T)<sup>1</sup> (graphique 1). L'économie française a ainsi pu profiter d'un environnement proche encore relativement porteur, la croissance du PIB s'affichant à +0,5% T/T grâce aux bons chiffres enregistrés du côté des entreprises, notamment à l'export. Les moteurs de la croissance au premier trimestre se situent en effet du côté de l'offre : l'investissement des entreprises est resté dynamique, progressant de 1,3% T/T, tandis que les exportations nettes contribuaient positivement à la croissance pour le deuxième trimestre consécutif (+0,2 point de PIB après +0,4% au dernier trimestre 2007). Les dépenses des ménages (consommation et investissement) sont en revanche restées atones sur la période (graphique 2).



## Déphasage cyclique

Contrairement à ce que nous écrivions en janvier<sup>2</sup>, le point bas du cycle français ne sera donc pas franchi au premier semestre 2008. Notre diagnostic sur l'économie européenne reste néanmoins le même : le cycle européen n'est pas décollé du cycle américain mais déphasé. Le creux d'activité en zone euro comme en France est donc décalé, il devrait selon nous se situer au second semestre 2008, différant d'autant la reprise que nous prévoyons très progressive de l'activité. La conséquence première de ce déphasage prononcé des cycles économiques de part et d'autre de l'Atlantique est qu'il faut s'attendre à une croissance de l'économie européenne plus faible en 2009 qu'en 2008 (respectivement 1,0% et 1,6% selon nous). Par rapport au mois de janvier, nous avons donc revu en baisse notre prévision de croissance française pour l'année prochaine (1,2% contre 1,8% initialement). Notre prévision de croissance pour 2008 reste en revanche quasi-inchangée (1,5% contre 1,6%).

L'inflation est le principal facteur ayant conduit à l'abaissement de nos prévisions de croissance à l'horizon des 18 prochains mois, via ses répercussions sur la consommation des ménages, principal (sinon unique) moteur de la croissance en France ces cinq dernières années.

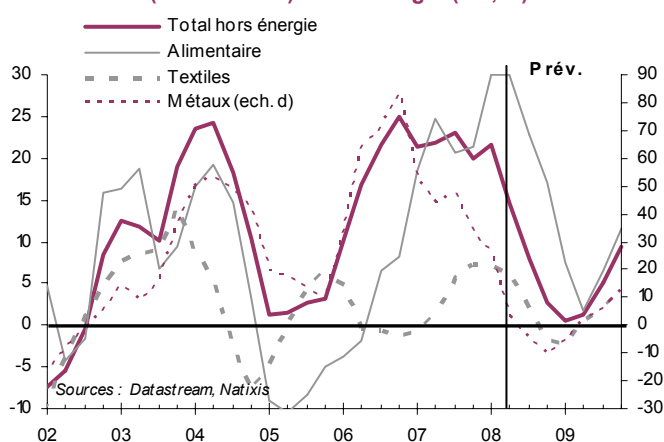
<sup>1</sup> Elle-même liée à une forte variation de stocks (+0,7 pt de PIB), présageant une correction brutale au deuxième trimestre.

<sup>2</sup> Voir Flash n°2008-34: « Croissance, prix, immobilier... : quels sont les risques en France en 2008 ? »

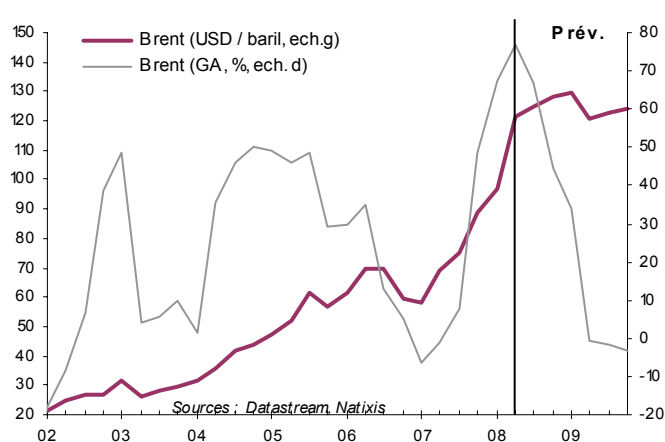
## Très forte accélération des prix

L'inflation reste élevée (3,3% en mai), et très étroitement dépendante de l'évolution des prix des matières premières énergétiques et alimentaires. A cet égard, nos prévisions de cours des matières premières, autour desquels règne toujours une forte incertitude (estimation de la consommation de pétrole en Chine...<sup>3</sup>) plaident pour une inflation durablement supérieure à 3%, le pic devant toutefois être atteint dès cet été (3,6% en juin-juillet) (**graphiques 3a, 3b et 3c**). Ce regain d'inflation n'est pas compensé par une progression similaire des salaires, déprimant ainsi le pouvoir d'achat des ménages dont le revenu disponible brut réel a stagné au premier trimestre (**graphique 4**). L'éventuelle persistance du choc d'inflation actuel représente le plus grand risque (baissier) sur notre scénario<sup>4</sup>.

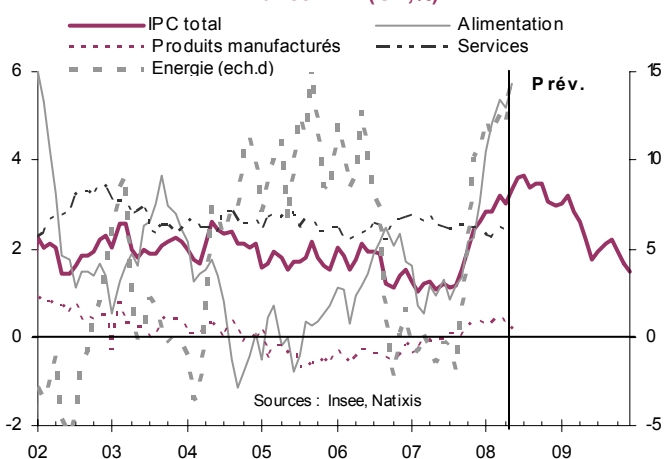
**Graphique 3a : Prix des matières premières (indices CRB) hors énergie (GA, %)**



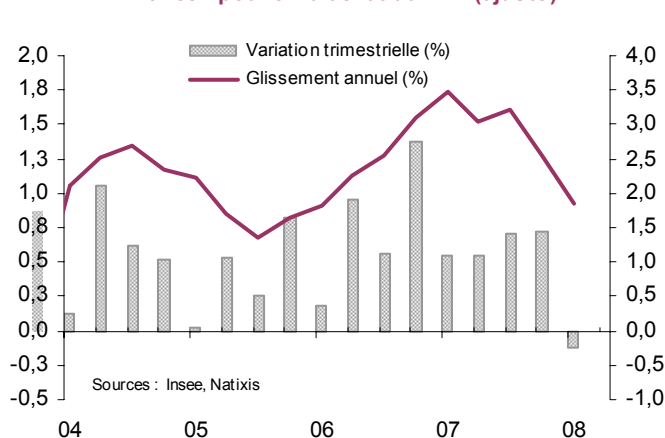
**Graphique 3b : Prix du Brent**



**Graphique 3c : France: IPC (GA,%)**



**Graphique 4 : France : pouvoir d'achat du RDB (ajusté)**



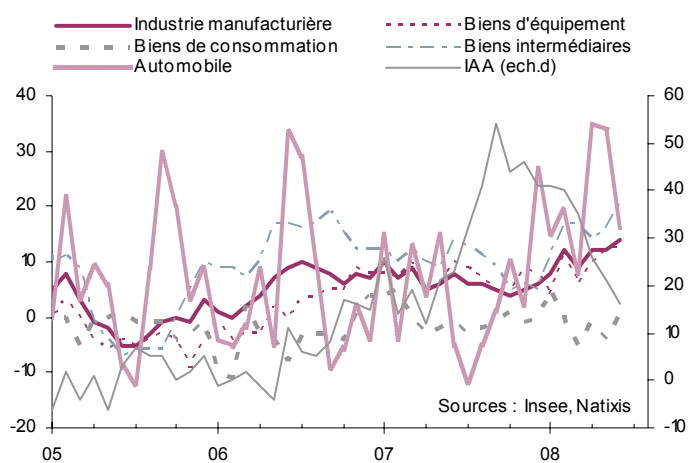
<sup>3</sup> Voir Flash n° 2008-173 : « Sous-estime-t-on la consommation de pétrole en Chine ? »

<sup>4</sup> Voir Flash n° 2008-188 : « La plus grande menace sur la croissance en zone euro : le prix des matières premières »

La hausse des prix du pétrole s'avérant plus forte que nous ne l'estimions initialement, nous avons révisé à la hausse nos prévisions d'inflation pour 2008 et 2009 (à respectivement 3,2% et 2,2%, contre 2,5% et 1,8% en janvier). Le profil, « en bosse », reste toutefois le même, nos prévisions de prix des matières premières restant globalement inchangées en dynamique. De même, nous pensons toujours que la probabilité d'occurrence d'effets de second tour d'origine salariale est très faible (mondialisation et sous-emploi keynésien global, non-indexation automatique des salaires, faible élasticité des salaires au salaire minimum...)<sup>5</sup>. Ceci plaide pour une baisse marquée de l'inflation à mesure que les prix du pétrole reflueront (cf. graphique 3c).

Mise à part la trajectoire des prix de l'énergie, la plus grande incertitude concernant l'évolution de l'inflation repose sur les comportements de marge des entreprises présentes sur le sol français. Pour l'ensemble de la zone euro, nous avons mis en évidence<sup>6</sup> une sensible contraction des marges commerciales des producteurs au premier semestre 2007, suite à la forte augmentation des prix des inputs. Depuis le second semestre 2007, il semble en revanche que la politique de prix des producteurs européens ait changé, ces derniers paraissant désormais moins enclins à ajuster leur marge commerciale à la baisse. Le risque de *pass through* des prix des inputs aux prix à la consommation ne nous semble donc pas négligeable. Au vu des enquêtes menées auprès des industriels, ce risque nous paraît toutefois limité dans le cas français (**graphique 5**).

**Graphique 5**  
**France: perspectives de prix dans l'industrie**



En définitive, le risque d'assister à des effets de second tour, d'origine salariale ou non, nous paraît toujours relativement maîtrisé, si bien que l'inflation devrait être amenée à ralentir nettement à partir de l'automne (effets de base favorables sur l'énergie). La Loi de Modernisation de l'Economie (LME) votée cet été, notamment son versant « concurrence », couplée à l'entrée en vigueur de la loi Chatel au mois de janvier dernier, devrait en outre avoir un impact légèrement baissier sur l'inflation (via les prix dans la grande distribution). Nous avons estimé dans un précédent Flash<sup>7</sup> que cette loi pourrait provoquer une baisse de l'ordre de 0,2 point par an de l'inflation sous-jacente.

<sup>5</sup> Voir la Note Mensuelle zone euro de mai 2008 pour un focus sur la probabilité d'occurrence d'effets de second tour d'origine salariale. Voir aussi le Flash n°2008-254 : « Il n'y a plus d'indexation automatique des salaires en Europe »

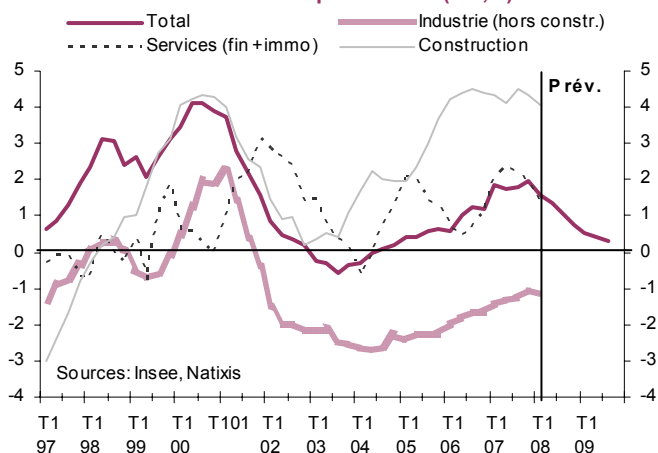
<sup>6</sup> Voir la Note Mensuelle zone euro de juillet 2008 : « Vers la Stagflation ? »

<sup>7</sup> Voir Flash n°2008-247 : « Concurrence et prix dans la grande distribution : quel impact de la LME sur l'inflation ? »

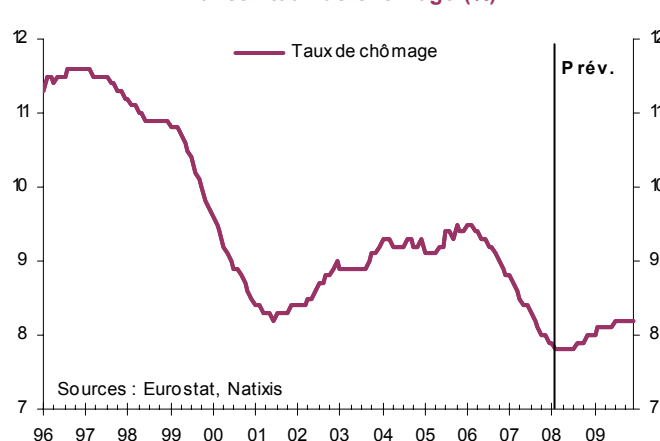
## Le ralentissement de l'emploi a commencé

Le taux de chômage devrait avoir touché son point bas au premier trimestre 2008 (à 7,5% en définition nationale, 7,8% selon Eurostat), ce qui devrait en théorie participer à la maîtrise des tensions inflationnistes d'origine salariale. Concernant le marché du travail français, notre diagnostic porté en janvier reste en effet d'actualité : nous prévoyons toujours un fort ralentissement de l'emploi salarié en 2008/2009, les principaux secteurs pourvoyeurs d'emplois ces trois dernières années étant ceux affectés de manière directe par le ralentissement de l'activité (construction, services financiers, services immobiliers). En raison d'évolutions démographiques favorables (accélération des départs à la retraite des générations du baby-boom), ce ralentissement de l'emploi ne se traduira néanmoins pas par une remontée brutale du chômage. A plus long terme, l'objectif de plein emploi n'est donc pas remis en cause (**graphiques 6a, 6b, 7a et 7b**).

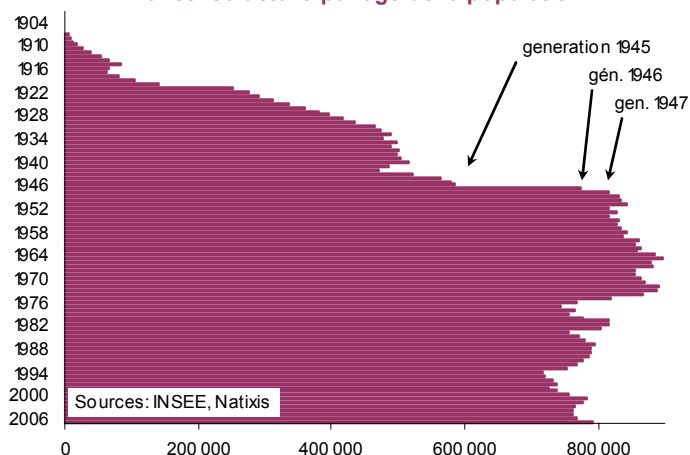
**Graphique 6a**  
France : emploi salarié (GA,%)



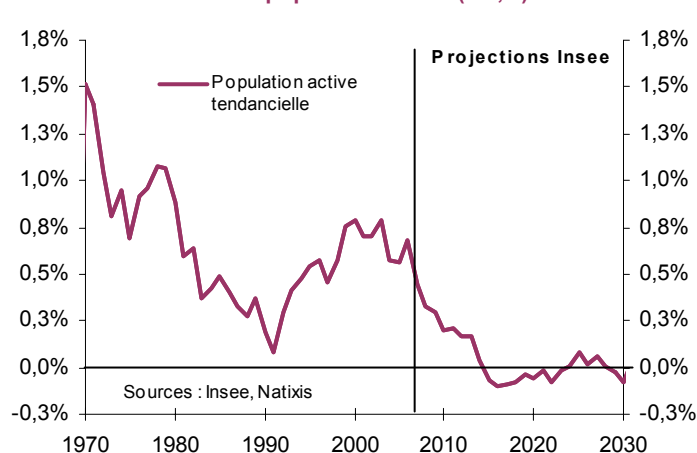
**Graphique 6b**  
France : taux de chômage (%)



**Graphique 7a**  
France : structure par âge de la population

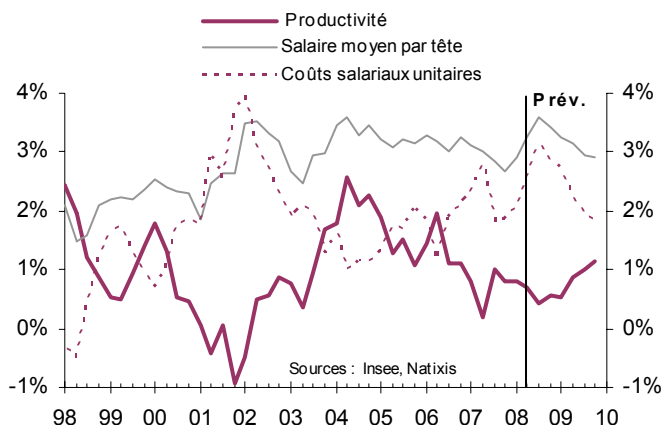


**Graphique 7b**  
France : population active (GA,%)

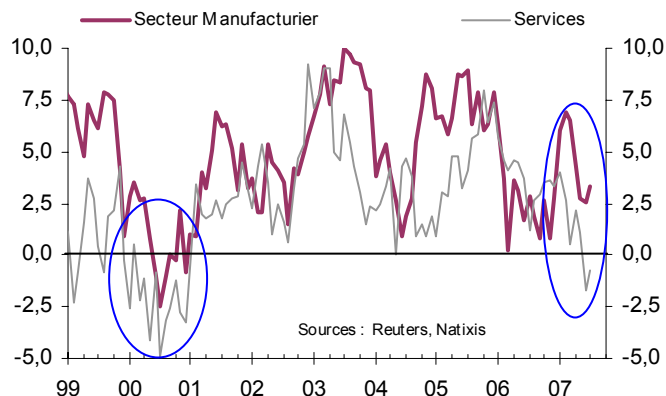


Ce ralentissement de l'emploi, par ailleurs suggéré par le cycle de productivité (**graphique 8**) et confirmé par les enquêtes menées auprès des entreprises, notamment dans les services (**graphique 9**), devrait permettre une forte décélération des coûts salariaux unitaires à partir du second semestre 2008, et donc contenir les pressions inflationnistes sous-jacentes.

**Graphique 8**  
France : productivité, salaires, CSU



**Graphique 9**  
France : proxy de productivité  
(PMI ouput - employment)



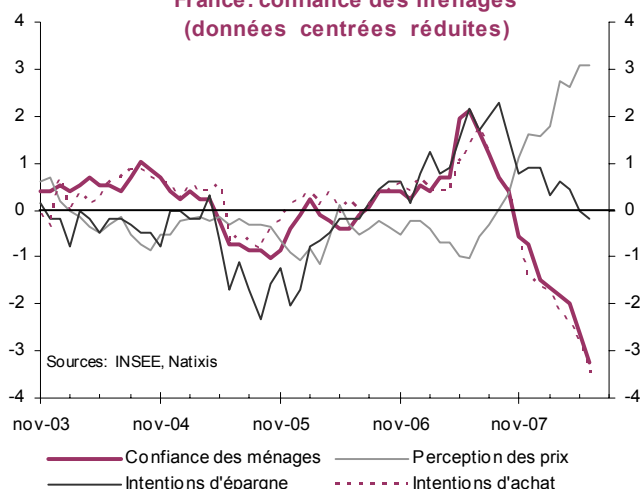
## La consommation durablement affaiblie ?

La hausse de l'inflation observée depuis près d'un an (de 1,2% en août 2007 à 3,3% en mai 2008, probablement au-delà de 3,5% pendant cet été), plus forte et plus tenace que celle que nous avons initialement prévue, est à l'origine de la révision à la baisse de nos prévisions de consommation. Le ralentissement de l'emploi, le resserrement du crédit et l'atterrissage potentiellement plus brutal du marché immobilier devraient aussi jouer sur le comportement des ménages français à l'horizon des deux prochaines années.

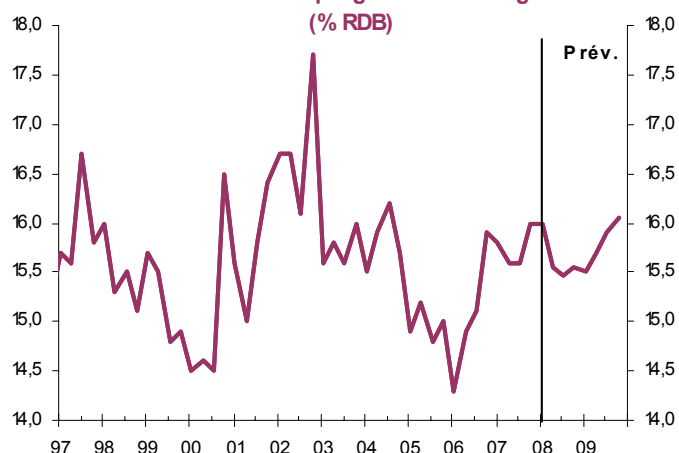
Le ralentissement significatif des prix que nous prévoyons en fin d'année devrait néanmoins permettre de dégager des marges de manœuvre pour la consommation des ménages. Nous restons toutefois relativement pessimistes à moyen terme. La dégradation de la conjoncture mondiale, le ralentissement de l'emploi, les chocs sur le patrimoine (physique et financier) pourraient en effet, outre leur impact sur le revenu disponible, susciter des comportements d'épargne de précaution. La fin du cycle de crédit, la hausse des taux d'intérêts réels et l'ouverture des déficits publics (comportements Ricardiens) pourraient aussi, théoriquement, provoquer une hausse du taux d'épargne des ménages en 2009.

A cet égard, la théorie semble validée par les enquêtes de confiance. La baisse continue du moral des ménages français observée depuis juin 2007 s'explique en grande partie par la hausse des prix à la consommation (**graphique 10**). Contrecoup postélectoral et mise en œuvre de réformes plus ou moins populaires sont aussi, pour partie, à l'origine de la baisse de la confiance des ménages. L'effondrement concomitant des opportunités d'achat, bien évidemment liée à l'évolution « ressentie » des prix à la consommation, s'explique toutefois aussi par la hausse des intentions d'épargne. Logiquement interrompue en septembre par la forte accélération de l'inflation, nous pensons que celles-ci pourraient repartir à la hausse lorsque les prix s'assagiront (**graphique 11**).

**Graphique 10**  
France: confiance des ménages  
(données centrées réduites)

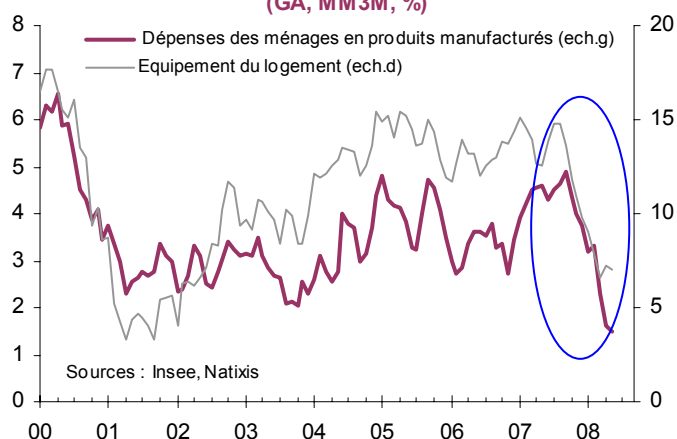


**Graphique 11**  
France: taux d'épargne des ménages  
(% RDB)



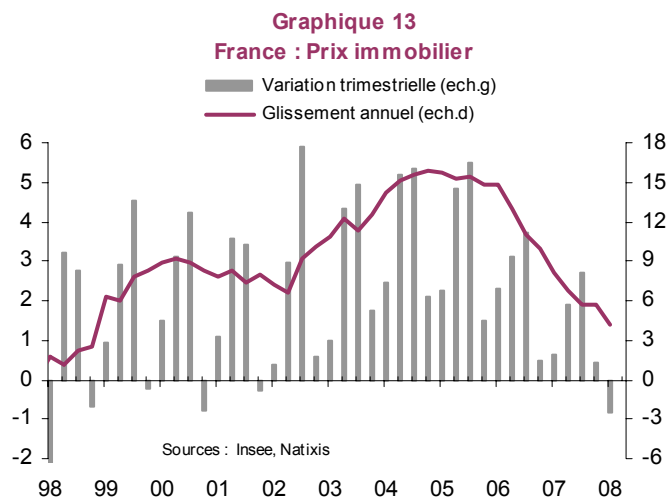
A court terme, le fort rebond de la consommation des ménages observé en mai (+2% pour les dépenses en produits manufacturés) ne doit donc pas faire illusion. Comme au premier trimestre, la consommation contribuera vraisemblablement marginalement à la croissance. Une contribution négative n'est d'ailleurs pas à exclure. Faisant suite à trois mois de baisse consécutifs, ce regain de dépenses en mai est en outre imputable à deux postes de consommation parmi les plus volatils, le textile et l'automobile (dont les ventes pourraient d'ailleurs souffrir de la forte augmentation du prix des carburants). En lien avec le ralentissement du marché immobilier, les dépenses en équipement du logement, à l'origine du dynamisme des dépenses totales des ménages ces trois dernières années, sont en revanche nettement orientées à la baisse (-10 points en glissement annuel en un an, **graphique 12**).

**Graphique 12**  
France: consommation des ménages  
(GA, MM3M, %)



## Immobilier : du soft au hard landing

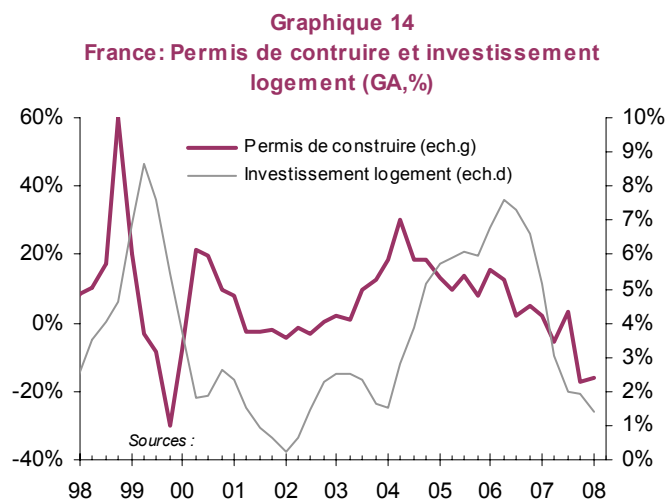
La situation sur le marché immobilier s'est sensiblement dégradée depuis le début de l'année. La plupart des statistiques disponibles fait état d'un recul des prix au premier trimestre 2008, après un ralentissement déjà très prononcé fin 2007 (**graphique 13**).



Si nous excluons pour l'heure l'hypothèse de krach immobilier en France, les fondamentaux du marché français nous paraissent toujours solides, les perspectives de distribution de crédit habitat dans un contexte bancaire délicat nous font aujourd'hui privilégier un scénario d'ajustement plus brutal des prix. La nouvelle hausse du taux refi intervenue début juillet et le report au printemps 2009 du premier assouplissement monétaire (selon nos prévisions) sont aussi à l'origine de la révision à la baisse de nos prévisions de prix pour les deux années à venir.

L'investissement logement, dont les permis de construire autorisés sont un bon indicateur avancé, pourrait donc reculer assez fortement à l'horizon de prévision (**graphique 14**). L'impact sur la consommation d'une baisse marquée des prix des logements devrait toutefois s'avérer limité : comparativement aux marchés anglo-saxons, les effets de richesse (physique et financière) sont relativement faibles en France (0,4 centime par euro<sup>8</sup>).

Nous reviendrons très prochainement sur les risques pesant sur le marché immobilier français (Flash à suivre).



<sup>8</sup> Voir « RICHESSE PATRIMONIALE ET CONSOMMATION : un lien ténu en France, fort aux Etats-Unis », Note de conjoncture Insee, Décembre 2007

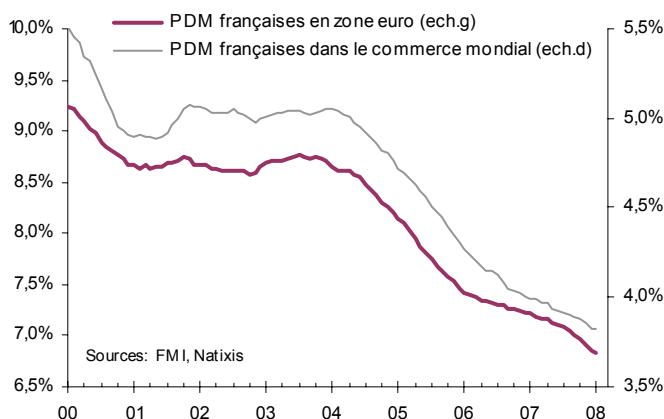


## L'offre sous tension

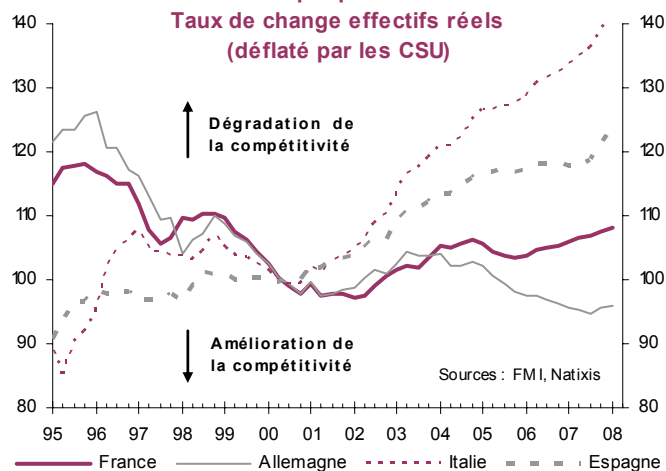
La résistance de la croissance au début de l'année était liée aux bonnes performances réalisées par les entreprises. Notre scénario n'a pas changé sur ce point : l'investissement productif devrait désormais nettement ralentir tandis les exportations nettes pénaliseront vraisemblablement la croissance au cours des prochains trimestres.

S'agissant du commerce extérieur, on voit mal comment les exportations pourraient se montrer aussi dynamiques qu'au premier trimestre (+3,2% T/T, +5,8% en GA). Alors que les problèmes structurels demeurent (spécialisation en gamme défaillante, compétitivité dégradée... à l'origine des fortes pertes de parts de marché observées depuis 2004 **graphiques 15a et 15b**), le ralentissement de la demande mondiale, notamment chez nos principaux partenaires commerciaux (l'Espagne, le Royaume-Uni et les Etats-Unis comptent pour près du quart des exportations françaises, **tableau 1**), couplé à l'appréciation de l'euro (qui devrait s'échanger au-delà de 1,50 dollar à l'horizon de prévision, **graphique 16**) devrait en effet fortement pénaliser le commerce extérieur français.

**Graphique 15a**  
France: parts de marché à l'export



**Graphique 15b**  
Taux de change effectifs réels (déflaté par les CSU)



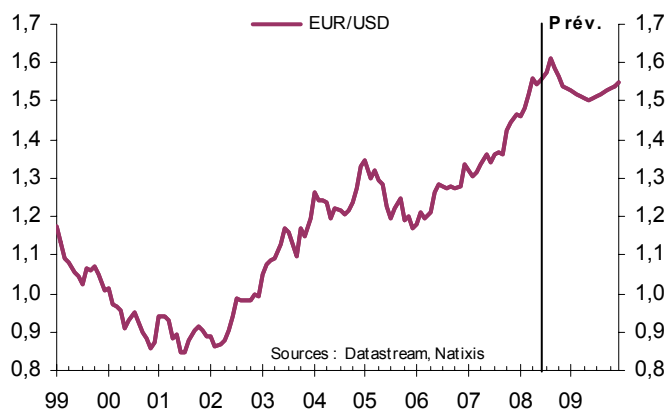
**Tableau 1**

**Pays destinataires des exportations françaises**

Part en %	Pays	rang
15,6	Allemagne	1
9,6	Espagne	2
8,9	Italie	3
8,2	Royaume-Uni	4
7,2	Belgique	5
6,1	Etats_Unis	6

Sources: FMI, Natixis

**Graphique 16**  
Taux de change EUR/USD

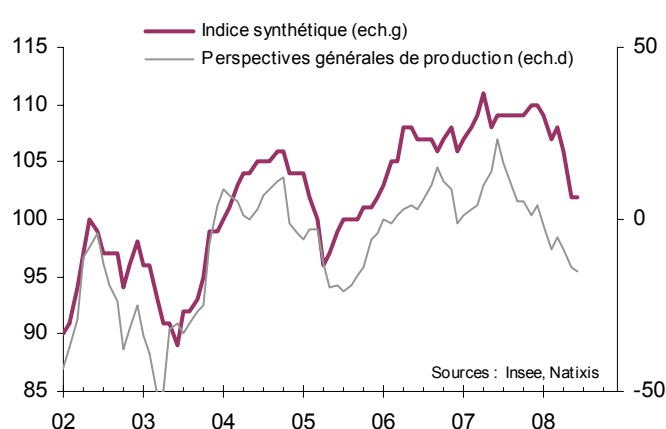


Les enquêtes menées auprès des professionnels le confirment : les carnets de commande à l'export s'étiolent (**graphique 17**), entraînant dans leur sillage les perspectives de production (**graphique 18**).

**Graphique 17**  
France: carnets de commande dans l'industrie



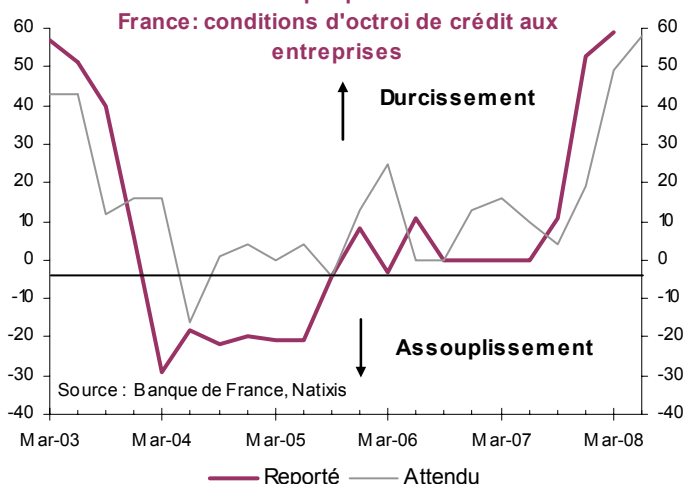
**Graphique 18**  
France: confiance dans l'industrie



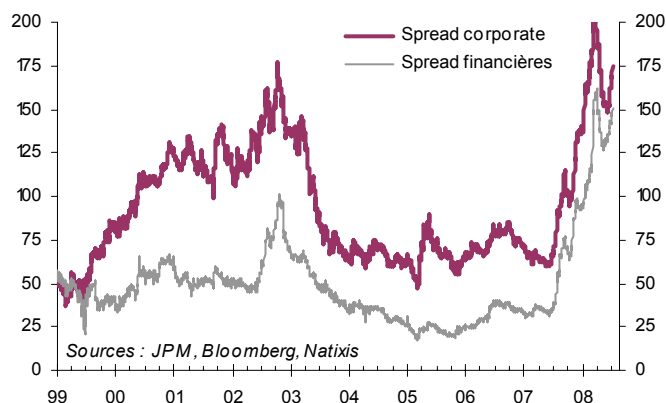
La demande en provenance des pays émergents et, dans une moindre mesure, le recyclage réel des excédents pétroliers<sup>9</sup> devraient toutefois agir comme un filet de sécurité pour les exportations françaises. Symétriquement, le ralentissement plus durable que prévu de la consommation des ménages devrait permettre de contenir l'évolution des importations. Au final, nous prévoyons une contribution du commerce extérieur à la croissance nulle (voire légèrement positive) en 2008, négative en 2009 (-0,3 pt de PIB).

Enfin, l'investissement des entreprises devrait être affecté par le ralentissement de la demande globale. Surtout, le resserrement des conditions de crédit (**graphique 19**) et le renchérissement des financements de marché (**graphique 20**) freineront les programmes d'investissement dans des entreprises à faible capacité d'autofinancement (**graphique 21**) et par conséquent déjà fortement endettées (**graphique 22**).

**Graphique 19**  
France: conditions d'octroi de crédit aux entreprises

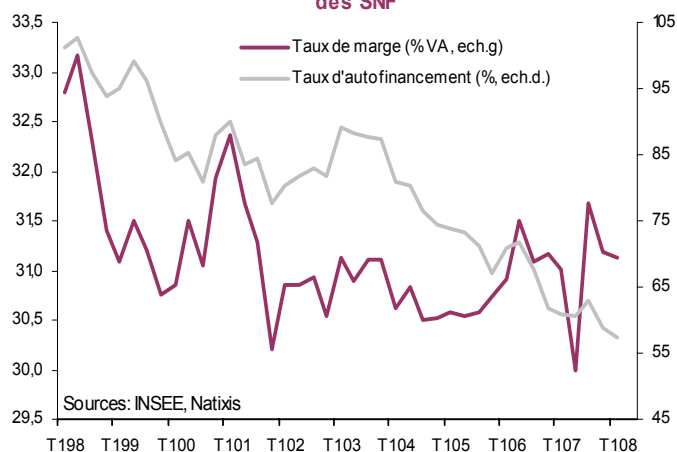


**Graphique 20**  
Zone euro : spreads de crédit contre govies (en pbs, à 5 ans)

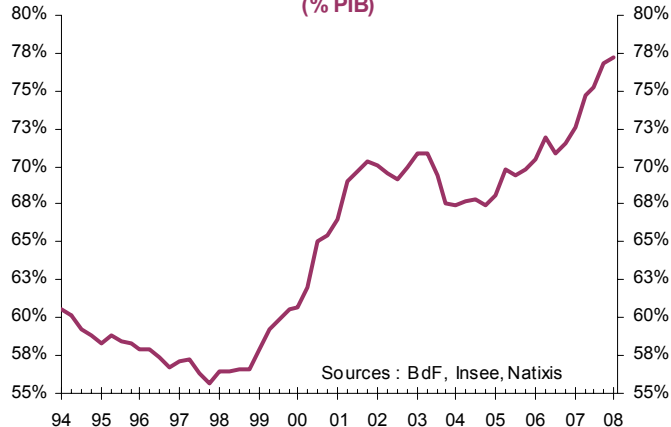


<sup>9</sup> Voir Flash n°2008-265 : « Le commerce extérieur français profite-t-il des pétrodollars ? »

**Graphique 21**  
France : taux de marge et taux d'autofinancement des SNF



**Graphique 22**  
France: endettement des SNF (% PIB)



Au final, si les bons chiffres du premier trimestre devraient permettre à la croissance d'atteindre une moyenne honorable en 2008, nous sommes bien plus pessimistes pour 2009. L'acquis de croissance en fin d'année ne devrait en effet guère excéder les 0,4%, une forte reprise cyclique courant 2009 nous paraissant en outre très improbable.

Nos prévisions sont disponibles en annexe.

## Prévisions France

		2007	2008	2009	T	1T08	2T08	3T08	4T08	1T09	2T09	3T09	4T09
<b>PIB</b>	% GA	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>		<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
Consommation privée	% GA	2,4	1,3	1,7		2,0	1,5	1,0	0,9	1,4	1,6	1,8	2,0
Consommation publique	% GA	1,4	1,1	1,2		1,2	1,0	1,2	1,2	1,4	1,1	1,0	1,1
Investissement total	% GA	4,9	2,8	1,5		3,4	3,4	2,6	1,9	1,3	1,2	1,5	1,9
Investissement productif	% GA	7,3	4,3	2,6		5,3	5,0	3,8	3,2	2,3	2,3	2,6	2,9
Investissement résidentiel	% GA	3,0	0,4	-1,7		1,4	1,1	0,3	-1,0	-1,5	-2,0	-2,0	-1,5
Exportations nettes	Contrib	-0,8	0,1	-0,3		0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1
<b>Taux de Chômage (Eurostat)</b>	%	<b>8,3</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>		<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>Taux d'épargne des ménages</b>	%	<b>15,7</b>	<b>15,6</b>	<b>15,8</b>		<b>16,0</b>	<b>15,6</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>15,9</b>	<b>16,1</b>
<b>Prix à la consommation</b>	% GA	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,2</b>		<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>
<b>Taux de politique monétaire*</b>	%	<b>4,00</b>	<b>4,25</b>	<b>3,50</b>		<b>4,00</b>	<b>4,00</b>	<b>4,25</b>	<b>4,25</b>	<b>4,00</b>	<b>3,75</b>	<b>3,50</b>	<b>3,50</b>

\* Fin d'année, fin de trimestre

Sources : Datastream, Natixis

Indicateur	2007	2008	2009
Marché actions (CAC 40)*	5 614	4 800	5400**
Taux court (3 mois)*	4,68	4,67	3,87**
Taux long (10 ans)*	4,42	4,40	4,25**
Solde courant (% du PIB)	-1,2	-1,3	-1,4
Solde budgétaire (% du PIB)	-2,7	-3,0	-3,2
Dette publique (% du PIB)	64,2	64,3	65,3
Duration moy dette pub. (ans)	7,2	-	-
Prix immobiliers (%GA)	6,6	0,0	-3,0
Dette des entreprises (%PIB)	76,8	-	-
Dette des ménages (%PIB)	47,5	48,3	48,6

Agence de Notation	Moody's	S&P	Fitch
Long terme (devise étr.)	Aaa →	AAA →	AAA →
Long terme (monnaie locale)	Aaa →	AAA →	AAA →