



HAL
open science

Perspectives de l'économie française à l'horizon 2012

Mathieu Plane, Eric Heyer

► **To cite this version:**

| Mathieu Plane, Eric Heyer. Perspectives de l'économie française à l'horizon 2012. 2007. hal-00972890

HAL Id: hal-00972890

<https://sciencespo.hal.science/hal-00972890>

Submitted on 22 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Perspectives de l'économie française à l'horizon 2012¹

1. Conception générale de l'exercice

Cette projection de l'économie française à l'horizon de six ans—de 2007 à 2012—a été réalisée par l'Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE) à l'aide de son modèle de simulation de l'économie française (*e-mod.fr*). Son approche est essentiellement macro-économique.

Le but de cet exercice est d'obtenir des indications quant aux scénarios possibles d'évolution des finances publiques. Si les simulations affichées pour les années 2007 et 2008 reprennent dans les grandes lignes les perspectives de prévision pour l'économie française élaborée par le gouvernement en octobre 2007, les quatre années suivantes représentent davantage une extrapolation dans le cadre de la politique économique définie dans le programme pluri-annuel du gouvernement. Il s'agit donc d'une illustration des questions, hypothèses et choix devant lesquels se trouvent aujourd'hui les responsables de la politique économique.

Afin de mettre à la disposition des membres du Sénat une telle « illustration », les évolutions macro-économiques suivent délibérément une vision tendancielle reposant sur des hypothèses généralement admises :

- Le scénario d'environnement international à moyen terme, qui sert de cadre à la projection de l'économie française a été élaboré à partir d'une hypothèse médiane suivant les estimations de croissance potentielle réalisée par l'OCDE ou par le FMI pour les zones hors OCDE pour les années 2009-2012.
- Le taux de change euro-dollar monte jusqu'à mi 2008 (1,50 dollar pour un euro) et se stabilise ensuite à 1,40 dollar pour un euro. De son côté, le cours du pétrole se stabiliserait à 67 dollars le baril en 2008.
- Les prix des partenaires commerciaux de la France évolueraient de façon à stabiliser la compétitivité française à partir de 2009. La demande extérieure adressée à la France demeurerait dynamique sur l'ensemble de la période.
- Les scénarios reposent sur l'hypothèse d'une contribution nulle des variations de stocks.
- En ce qui concerne la durée du travail, nous l'avons supposé inchangée à l'horizon de notre étude. Nous supposons que la défiscalisation des heures supplémentaires n'entraînera pas d'augmentation de la durée du travail mais une hausse du pouvoir d'achat des salariés qui faisaient déjà des heures supplémentaires. Nous avons toutefois mené une étude sur l'impact éventuel d'une augmentation de la durée du travail sur l'économie française².

¹ Cette note a été rédigée par Eric Heyer et Mathieu Plane, département analyse et prévision, OFCE.

² Pour plus de détails se référer à Heyer Eric : « La défiscalisation des heures supplémentaires : quels impacts micro et macro-économique ».

- Comme l'OFCE l'a déjà exploré dans des travaux antérieurs, une croissance supérieure à la croissance potentielle suppose deux types de conditions. D'une part, une demande et une offre soutenues sont nécessaires tant du côté des ménages (au travers de leur revenu disponible brut) que des entreprises (au travers de leur investissement qui est une partie de la demande et qui permet d'augmenter les capacités de production afin de pouvoir satisfaire la demande). D'autre part, une évolution structurelle dans la formation de prix et des salaires est nécessaire. Le NAIRU doit se réduire afin de permettre une baisse du chômage observé sans que des tensions inflationnistes ne se déclenchent et compromettent le processus de croissance.

Deux scénarios pour l'économie française ont été envisagés à l'horizon 2012. Ils sont bâtis sur les hypothèses retenues dans la programmation pluriannuelle des finances publiques¹. Plus précisément, traditionnellement cette programmation s'appuie sur deux scénarios macroéconomiques : le premier repose sur une hypothèse de croissance « basse » de 2,5 %, le second sur une hypothèse « haute » de croissance à 3 % :

I.1. Le compte central : scénario à 2,5 %

C'est sur la base du premier scénario que nous avons élaboré notre compte central. La croissance de l'économie serait supérieure à son potentiel de long terme (qui passe de 2,0 % à 1,9 % sur la période en raison d'une moindre croissance de la population active). La progression du PIB serait contrainte par une forte impulsion négative de la politique budgétaire (en moyenne -0,6 % du PIB par an). Cette hypothèse se fonde sur les projections gouvernementales de réduction du déficit public (qui passerait dans ce scénario de -2,3 % en 2008 à 0 % en 2012) afin de satisfaire aux engagements européens de la France. La politique budgétaire nécessite de ce fait un contrôle strict des dépenses publiques qui progresseraient de 1,1 % en moyenne annuelle au cours de la période 2009-2012 contre plus de 2,5 % observés au cours des 10 dernières années. Cette contraction suppose une baisse de l'emploi public et un blocage des salaires du secteur non marchand. Ce « compte central » repose donc sur une croissance sous-jacente (i.e. hors impulsion) de 3,0-3,1 % qui nécessite une baisse du taux d'épargne des ménages (de 15,1 % en 2008 à 12,7 % en 2012), une hausse du taux d'investissement des entreprises (18,9 % en 2008 à 20,0 % en 2012) et entraîne une baisse du taux de chômage (de 7,9 % en 2008 à 6,0 % en 2012).

I.2. Un scénario de croissance forte

Dans le second scénario, nous supposons que le supplément de croissance (0,5 point) s'accompagne d'un supplément de productivité du travail de même ampleur. Les salaires progressant au même rythme que la productivité, le supplément d'activité ne demande pas un effort beaucoup plus important aux agents privés. Le taux de chômage diminuerait de la même manière qu'au cours du

¹ Pour plus de détails, se référer au Rapport économique, social et financier (2007), tome 1, pages 88-93.

scénario « bas » alors que les finances publiques reviendraient plus rapidement à l'équilibre et seraient même excédentaires en 2012 (1.3 %)

1- Evolution de la capacité de financement...

| En % du PIB | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ...dans le scénario « bas » | -2.5 | -2.4 | -2.3 | -1.7 | -1.2 | -0.6 | 0.0 | -3.7 | -2.6 | -1.4 |
| ...dans le scénario « haut » | -2.5 | -2.4 | -2.3 | -1.3 | -0.3 | 0.5 | 1.3 | -3.7 | -2.6 | -0.8 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

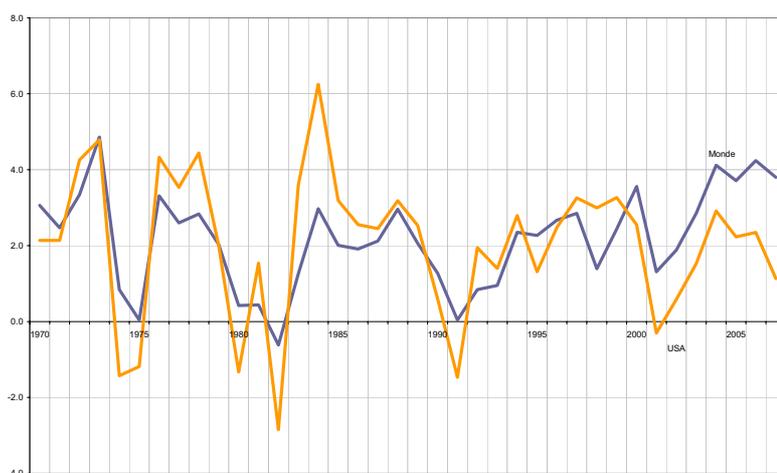
II. Principaux résultats pour les années 2007-2008

Par convention, la projection prolonge à l'horizon du moyen terme les prévisions à court terme (2007-2008) du gouvernement qui sont, à l'exception des hypothèses sur les finances publiques, très proches de celles que l'OFCE vient de présenter¹.

II.1. Le scénario international

Alors que la croissance mondiale en 2006 a atteint un sommet à 5,2%, l'année 2007 s'annonçait jusqu'au mois de juin comme excellente. La fin de la déflation au Japon, comme le renforcement du cycle d'investissement en Europe signifiaient que plus de pays allaient participer à l'expansion de l'après 2000 et que les records de croissance ne demandaient qu'à être battus. Ni l'instabilité géopolitique, ni le choc pétrolier et la hausse vertigineuse des matières premières, ni l'accumulation des déséquilibres ne paraissaient à même d'infléchir la trajectoire de l'économie.

1. Croissance par tête Etats-Unis et monde



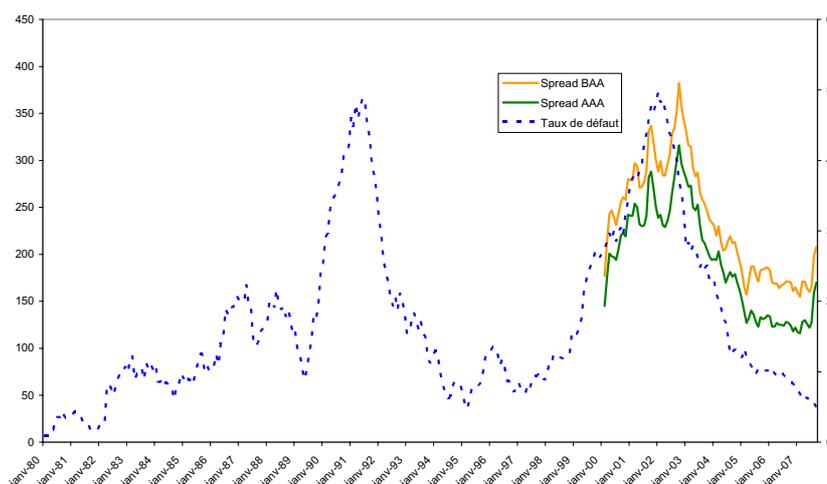
Source : FMI

¹ Cette partie reprend la synthèse rédigée sous la direction de Xavier Timbeau (2007), « La peur au ventre », Revue de l'OFCE, n°103, octobre.

Le ralentissement américain engagé en 2005 n'avait pas alors sonné le glas du régime d'expansion inégalé dans l'histoire du monde moderne. A l'heure de l'accès au développement d'une moitié de l'humanité, l'essoufflement d'un leader ne fait plus baisser la moyenne du peloton. Les zones émergentes – Asie, Amérique latine, pays de l'Europe de l'Est – ont continué à croître plus rapidement que les grandes économies industrielles de la planète, masquant l'effet du ralentissement américain sur la croissance mondiale. Et dans la vieille Europe, la zone euro a retrouvé en 2006 suffisamment de tonus pour égaler la performance des Etats-Unis. Le découplage de la croissance entre les Etats-Unis et le reste du monde s'est donc produit dès 2005 et il semblait alors possible que la croissance des pays en voie de développement suffise à porter la croissance mondiale.

Les enchaînements du mois d'août 2007 et la crise des subprimes changent aujourd'hui la vision de l'économie mondiale. A un modèle de l'économie inspiré de l'équilibre général où des marchés de plus en plus complets permettent de prendre en compte de façon de plus en plus optimale les contingences, la fragilité du château de cartes financier a substitué un autre modèle où les asymétries d'information sont la règle. Ce monde est à la fois plus complexe et plus dangereux. D'une série d'excès et de spéculations hasardeuses est parti un mouvement qui ressemble de plus en plus à une crise systémique.

2. Spreads sur obligations privées, économie mondiale

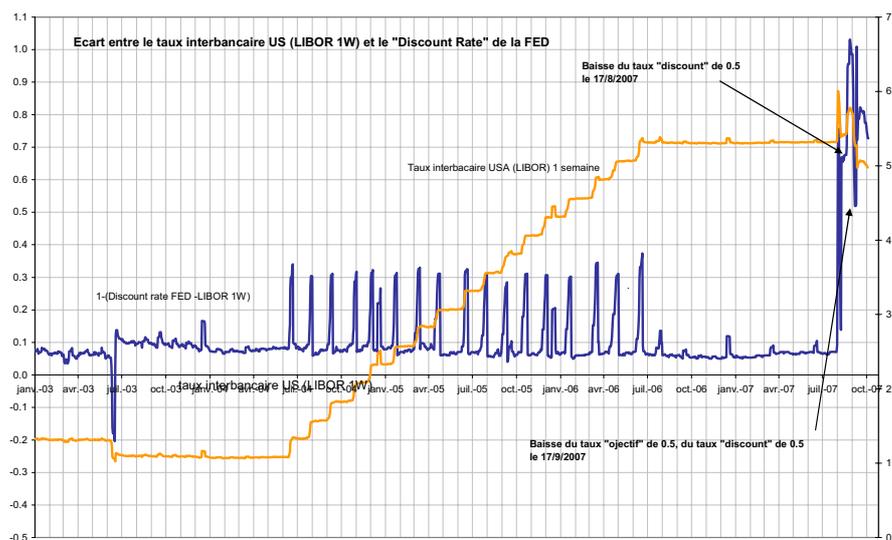


Source : Moody's

Partout les conditions de financement se sont durcies. Les banques des pays développés font face à des taux sur le marché interbancaire majorés et qui s'écartent depuis plusieurs semaines des taux directeurs des banques centrales, bien que ces dernières aient conduit des opérations massives d'injection de liquidités. Les spreads de taux pour le financement obligataire des entreprises privées, quelles que soient leurs notations ont augmenté brusquement de plus de 50 points de base (graphique 2). Cette hausse du taux du marché interbancaire ou des spreads s'apparente à un durcissement endogène des conditions monétaires. Il n'est qu'une facette du stress que subit le système financier. Les taux à court terme plus élevés sont d'autant plus difficiles à intégrer dans les comportements que ces mouvements ne sont ni anticipés, ni compris et que l'on n'est pas sûr que demain le resserrement sera encore plus fort. Et au-delà, la défiance envers tout agent qui souhaite se financer à court terme et les rumeurs incessantes sur les difficultés de telle institution bancaire ou de tel fond rendent le financement à court terme parfois

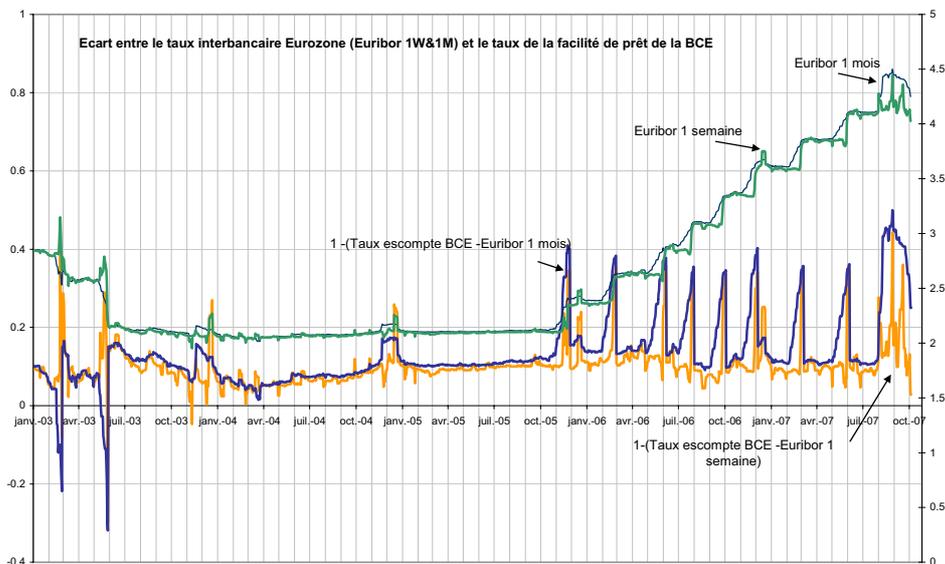
impossible. A un prix plus élevé se surimpose un rationnement quantitatif qui peut compromettre la viabilité d'agents qui n'ont rien à voir avec les *subprimes*. La persistance de ce stress conduira à des défauts. Ces défauts amplifieront la défiance et les rumeurs, ils augmenteront les risques portés par les survivants. Le château de cartes peut alors s'écrouler et ceci d'autant plus vite que le village global est devenu petit et que les liens tissés sont étroits.

3. Indicateur de stress du marché interbancaire USA



Source : Moody's

4. Indicateur de stress du marché interbancaire européen



Source : Moody's

Qui sème le vent récolte la tempête

Le feu est parti là où on ne l'attendait pas, c'est-à-dire d'un segment du crédit immobilier aux Etats-Unis, les subprimes, dont l'enjeu n'était a priori pas planétaire, tout au plus national au regard des autres foyers de risque qui se sont accumulés depuis plusieurs années. Pourtant, la défaillance de quelques emprunteurs à risque aux Etats-Unis, incapables d'honorer les échéances de leur crédit immobilier, a fait l'effet d'une bombe sur les marchés financiers, rappelant que l'éparpillement du risque le rend anonyme et par conséquent non identifiable. Situation paralysante pour tous les acteurs, chacun se demandant si le terrain du voisin est ou non miné, mais aussi embarrassante pour les observateurs s'interrogeant sur la profondeur de la crise.

Le point de départ de cette crise a été largement analysé : des ménages en situation de spéculation, comptant sur la hausse à venir à deux chiffres des marchés immobiliers pour soit extraire des liquidités, soit renégocier un emprunt qui arrive dans sa phase de reset, soit liquider une situation nette suffisamment positive pour justifier que l'on tente le coup. Ces ménages spéculateurs sont des ménages pauvres, attirés par la perspective d'une vie meilleure, séduits par un montage financier auquel ils ne comprenaient pas grand-chose mais dont tous, de leurs voisins à leur courtier, des médias aux pouvoirs publics, leur assuraient que le rêve allait devenir réalité (voir « La fin de l'American Dream », dans le dossier de prévision de la revue de l'OFCE d'avril 2007, n°101).

Derrière ces spéculateurs mal informés, d'autres, plus riches, engageaient les sommes correspondantes dans des fonds aux rendements extraordinaires et étaient les créanciers des premiers sans vraiment le savoir. Après une demi-décennie de croissance rapide des prix de l'immobilier, stimulée en partie par des taux d'intérêt bas, la fable semblait vraisemblable. D'un côté des ménages vivaient mieux, de l'autre des capitaux avaient une rentabilité exceptionnelle. Et plus les prix montaient, plus la fable se renforçait, plus les candidats à la loterie où l'on ne perd pas étaient nombreux. Plus d'argent affluait et les prix montaient encore. L'histoire a pris fin avec la remontée des taux d'intérêt, avec les premières difficultés face à des montages particulièrement audacieux, ou parce que l'audace de ces montages croissait à mesure que les possibilités des précédents avaient été épuisées. Et lorsqu'elle a pris fin, parce que les ménages concernés étaient en position spéculative, la chute a été terrible : ventes forcées, dans l'urgence, chute des prix entraînant d'autres ménages dans le maelstrom, assèchement des liquidités pour les fonds qui finançaient les subprimes, et donc hausse des primes ou fin des renégociations avantageuses. Beaucoup on eu à payer l'addition et son montant a été d'autant plus lourd qu'elle a été présentée à tous en même temps.

La baisse des taux d'intérêt comme la hausse des taux d'intérêt ont été des déclencheurs essentiels de ce mouvement. Mais c'est la mise en position de spéculateurs de nombreux individus, doublée d'une information très parcellaire sur les risques pris qui est la cause profonde de cette crise. Il est souhaitable que la politique monétaire ait un impact sur l'activité économique. Il est dommageable qu'elle se double de bulles spéculatives ; il est terrible que celles-ci soient le fait d'acteurs inconscients.

L'affaire des subprimes n'est pas terminée. On va sans doute découvrir d'autres ménages spéculateurs sans le savoir. Leur fortune passée va brusquement se muer en une infortune sans fond. D'autres investisseurs vont découvrir la nature exacte de leurs engagements et des risques qu'ils ont pris. Mais les pertes encaissées par les uns ou les autres ne devraient pas excéder un montant que l'économie mondiale doit pouvoir absorber sans grande difficulté. Les estimations les mieux

« informées »¹ tablent entre 100 et 200 milliards de dollars. Au-delà du désastre pour quelques individus, cela signifie un impact à peine notable sur l'économie américaine et très faible sur l'économie mondiale.

Or le mouvement de panique qui s'en suit est d'une tout autre ampleur. Si le stress financier provoqué par la défiance généralisée, le rationnement quantitatif du financement à court terme ou la hausse des taux de court terme persiste c'est en milliers de milliards de dollars que les conséquences se chiffreront. La forte imbrication de la finance à l'échelle mondiale, produit de la globalisation ainsi que des innovations financières est un formidable accélérateur de la croissance mais aussi des crises.

Incendie circonscrit mais pas encore maîtrisé

Les interventions rapides des banques centrales ont évité le pire, c'est-à-dire l'assèchement du marché interbancaire par l'injection massive de liquidités. La baisse des taux directeurs par la FED à la mi septembre illustre une fois de plus la réactivité des autorités monétaires américaines. L'intervention de la banque centrale américaine a rétabli les taux à court terme sur le marché interbancaire au niveau d'avant la crise (graphique 3). Cette intervention n'a pas suffi à rétablir la confiance et à éviter la crise systémique. Elle permet toutefois de réduire la pression sur le secteur bancaire qui peut à nouveau se financer à des conditions « normales ». La FED se substitue au marché interbancaire en fournissant des liquidités aux institutions financières qui n'en trouvent pas et ce à un prix qui n'est pas plus haut que ce que l'on pouvait anticiper avant l'été. Les autres marchés à court terme sont loin d'être retournés à un fonctionnement correct, mais une digue importante a été renforcée par cette intervention. La BCE a seulement interrompu son cycle de hausse des taux et prend un singulier risque à ne pas suivre la FED dans la baisse des taux directeurs. La pression sur les banques européennes est donc forte, bien que d'abondantes liquidités, à un taux proche de ses taux directeurs, soient injectées par la BCE. Cela suffira-t-il à empêcher la mise en difficulté d'établissements financiers de la zone euro au-delà de ce que doit coûter l'apurement de la crise des *subprimes* ?

La croissance malgré tout

Les conséquences de la crise de défiance seront réelles. Elles seront d'autant plus importantes que la confiance est rétablie tardivement et les politiques économiques et principalement les politiques monétaires jouent un rôle décisif dans une sortie honorable de cet épisode. Nous avons choisi d'être confiants dans la capacité des autorités mondiales à éteindre l'incendie et éviter le pire. Dès lors, la croissance prévaudra, quelle que soit la peur que l'on garde après un avertissement presque sans frais.

Les années 2007 et 2008 s'annoncent de la même veine que les précédentes quoiqu'en léger ralentissement, avec des croissances prévues de 4,9 et 4,5 % respectivement pour l'économie mondiale. La recomposition du paysage de la croissance fera toujours la part belle aux économies en développement qui dans leur ensemble croîtront de plus de 7 % chacune des deux années, Chine en tête avec des rythmes supérieurs à 10 %. En face, les vieilles économies industrielles font pâle figure, notamment les Etats-Unis, qui, très affectés par la crise immobilière, descendront sous les 2 % de croissance en 2007 et en 2008, en même temps que sous les performances de la zone euro à 2,6 et 2,5 % respectivement. Au total, la

¹ Par exemple, Ben Bernanke avait fin juillet évalué les pertes potentielles entre 50 et 100 milliards de dollars. Le FMI dans des déclarations au cours du mois de septembre 2007 a porté l'évaluation à 170 milliards. Il est impossible d'évaluer la répartition de ces pertes entre les ménages endettés, les banques impliquées directement dans les prêts risqués, les investisseurs institutionnels ou privés qui ont pris des risques à travers des *hedge funds* ou des produits dérivés.

croissance mondiale resterait proche de 5 % en 2007 et reproduirait en 2008 le scénario d'un ralentissement comme celui de 2005, qui n'a pas eu finalement de conséquences fâcheuses.

Le ralentissement de l'économie américaine est inévitable

Aux Etats-Unis, la croissance est entrée dans une phase de repli conjoncturel depuis le printemps 2006. Depuis 2004, la hausse des taux d'intérêt sur fond d'endettement élevé des ménages a fait plonger le marché de l'immobilier. Les ventes de logements chutent dans le neuf et l'ancien et les prix baissent sensiblement dans certains Etats. L'investissement en logements a déjà diminué de 4,6 % en 2006 et l'ajustement devrait être nettement plus violent en 2007 avec un repli de 16,1 % selon nos prévisions. Les stocks de logements invendus continuent d'augmenter et les délais de ventes s'allongent. Dans ces conditions, les mises en chantier et permis de construire replongent depuis le printemps, et l'activité dans la construction pourrait connaître une chute encore plus marquée au troisième trimestre avant de se stabiliser.

Si jusqu'à cet été, l'économie américaine a fait montre d'une bonne résistance à la crise immobilière, les limites apparaissent actuellement de plus en plus ouvertement. Suite à la crise qui agite les marchés financiers depuis août, la Réserve Fédérale a amorcé une nouvelle phase de détente monétaire le 18 septembre dernier. Le taux objectif des Fed Funds a baissé de 50 points de base à 4,75 %. Ce soutien à l'économie devrait se poursuivre les prochains mois : les taux descendraient à 3,25 % au deuxième trimestre 2008. Ce faisant, la Fed prévient d'une correction excessive et d'un enchaînement dépressif cumulatif qui conduirait l'ensemble de l'économie vers la récession, mais n'évite pas la propagation à l'ensemble des agents. Le surendettement des ménages demeure et les baisses de prix des logements dans de nombreux Etats ne permettent plus de faire jouer les refinancements pour rembourser.

Le ralentissement de la consommation des ménages devrait se poursuivre sous l'effet principalement des contraintes financières des ménages endettés, de la baisse des prix immobiliers et d'un accès beaucoup plus strict au crédit. La hausse du taux d'épargne depuis la mi 2006 en est l'illustration et cette tendance devrait s'accroître dans les prochains trimestres. Sans entrer dans un scénario dépressif où la baisse des prix de l'immobilier continuerait et mettrait des millions de ménages en défaut, l'assainissement financier des ménages pèsera en 2008 sur la consommation, via la hausse du taux d'épargne. Après 3,1 % en 2006, la consommation privée ne progresserait que de 2,6 % en 2007 et 1,2 % en 2008. La demande intérieure serait également affectée par la baisse de l'investissement à partir de la fin 2007, alors qu'on observe déjà un fort ralentissement des commandes de biens de capital. Le commerce extérieur devrait fournir un soutien opportun à la croissance en 2008 (0,7 point de contribution). La baisse du dollar face aux autres monnaies devrait consolider les gains de parts de marchés des producteurs américains et stimuler les exportations, face à une demande adressée moindre qu'en 2007. Les importations devraient freiner sensiblement du fait de la situation conjoncturelle. La croissance devrait connaître un tassement plus marqué dans le courant du deuxième semestre 2007. Après 2,9 % en 2006, elle atteindrait 1,9 % en 2007 et 1,8 % en 2008.

L'économie mondiale se révélerait particulièrement résistante

En l'absence de contagion de la crise à d'autres marchés immobiliers (Espagne, Royaume-Uni), l'économie européenne devrait bien résister au ralentissement américain car la dynamique de croissance enclenchée paraît solide. Par ailleurs, la

vigueur des économies émergentes (Chine, Inde et Russie en tête) permettra de maintenir la croissance mondiale à un rythme élevé : 4,9 % en 2007 et 4,5 % en 2008 après une année 2006 record (5,2 %). Les contributions à la croissance mondiale calculées en parité de pouvoir d'achat (poids 2005) sont édifiantes. En 2006 la Chine a contribué à elle seule à 1,5 point de croissance alors que les Etats-Unis et l'Union Européenne apportaient chacun 0,6 point. Ainsi en 2007, la contribution des pays industrialisés ralentirait à 1,2 point, tandis que les pays en développement contribueraient à hauteur de 3,7 points à la croissance mondiale.

Le dynamisme des économies asiatiques permettrait ainsi à l'économie mondiale de résister au ralentissement outre-atlantique. La Chine a enregistré en 2006 sa meilleure performance depuis la crise asiatique, avec 10,8 % de croissance annuelle, et semble bien partie pour battre un nouveau record de croissance en 2007, le glissement annuel du PIB s'établissant à 11,9 % au deuxième trimestre. L'économie chinoise donne des signes de surchauffe avec un emballement des marchés financiers et immobilier. Cependant l'excès d'offre lié aux surcapacités productives accumulées protège la Chine d'une dérive inflationniste majeure. Portée par la perspective des jeux olympiques de Pékin en 2008, la croissance chinoise atteindrait 11,3 % en 2007 et 10,6 % en 2008. Le ralentissement de l'économie américaine devrait inciter le gouvernement chinois à accélérer les réformes afin de soutenir la demande intérieure.

L'Inde n'est pas en reste avec une croissance de 9,4 % en 2006 malgré de mauvaises performances dans le secteur agricole, qui compte pour 18,5 % du PIB et plus de la moitié de la population active. En Corée du Sud, le PIB a connu en 2006 son plus fort taux de croissance depuis quatre ans (5 %) grâce au dynamisme de la consommation des ménages. C'est la demande intérieure qui devait continuer à tirer la croissance en 2007 et 2008, avec une accélération de l'investissement et une contribution modérée du commerce extérieur. Dans le reste de la zone Asie, les moteurs traditionnels que sont les exportations et l'investissement ont été très dynamiques en 2006. Si la zone devrait souffrir du ralentissement de l'économie américaine, les marges de manœuvres dégagées par la modération de l'inflation pour la politique monétaire, et par la baisse des déficits publics pour la politique budgétaire, donneraient des moyens suffisants aux gouvernements pour éviter un refroidissement brutal de l'économie.

Au-delà de l'Asie, c'est l'ensemble des pays en développement qui a connu en 2006 des rythmes de croissance record (5,8 % en excluant l'Asie). Depuis quatre ans, l'Amérique latine a su tirer parti d'un environnement international réel et financier très favorable pour remettre sa croissance en marche, consolider sa base productive et surtout réduire ses déséquilibres internes et externes. Fortement exportatrice de matières premières alimentaires et industrielles, elle a profité de la hausse des cours mondiaux pour améliorer ses termes de l'échange tandis que la vigueur de la demande mondiale, notamment en provenance d'Asie, lui a permis d'engranger des excédents commerciaux sans précédent (plus de 50 milliards de \$ en 2006 sur la région) et stimuler une croissance déjà solidement ancrée sur ses composantes internes. La crise financière de cet été a également frappé les marchés émergents d'Amérique latine. Les Bourses locales ont chuté entre 10 et 20 % en juillet-août avant de rebondir en septembre. Les spreads sur les titres de dette souveraine restent à des niveaux historiquement bas malgré la hausse qui a commencé début 2007. L'amélioration des fondamentaux et la moindre vulnérabilité aux chocs externes devraient protéger les pays d'Amérique latine d'un retrait des capitaux au profit de placement plus sûrs. L'économie mexicaine serait la plus touchée par le retournement conjoncturel aux Etats-Unis, avec une croissance de 2,7 % en 2007 et 2,5 % en 2008 après 4,8 % en 2006. Dans l'ensemble, la croissance en Amérique latine ralentirait (4,4 % en 2007 et 3,7 % en 2008) après avoir atteint un haut de cycle en 2006 (5 %).

Une dynamique similaire s'est enclenchée en Russie où les revenus pétroliers ont permis l'amélioration de l'excédent commercial et la réduction de la dette publique passée de 90 % à moins de 10 % du PIB en l'espace de sept ans. Cet afflux de devises accompagné d'une envolée du crédit a dopé la demande intérieure : la consommation et l'investissement ont bondi respectivement de 11,2 % et 13,9 %, entraînant une hausse de 30 % des importations. Cependant, la surchauffe guette la Russie qui subit une accélération de l'inflation depuis la fin 2006. La croissance devrait atteindre un pic à 6,8 % en 2007, après 6,7 % en 2006, et ralentir légèrement en 2008 autour de 6,2 %. L'économie est très dynamique dans la plupart des nouveaux pays membres de l'Union Européenne, tirée par des flux de capitaux exceptionnels, une expansion du crédit, la baisse du chômage et la progression rapide des salaires. Mais l'inflation accélère depuis le début de l'année, et devrait atteindre 8 % en Hongrie en 2007. Pour y faire face les banques centrales polonaise et tchèque ont déjà procédé à des hausses de taux d'intérêt, et devraient poursuivre le resserrement monétaire au cours des prochains trimestres. La croissance ralentirait donc en 2008 à 5,4 %, contre 6 % en 2007 et 6,5 % en 2006, mais resterait dynamique, portée par une demande intérieure toujours en forte expansion et par la bonne santé de l'économie allemande.

Au Japon, le cycle de reprise qui avait débuté en 2002 a pris fin au deuxième trimestre 2007. Le PIB japonais a reculé de 0,4 % en rythme trimestriel, plombé par un fort recul de l'investissement. En même temps, la consommation privée marque le pas, tandis que les exportations ralentissent sous l'effet d'une baisse de la demande en provenance des Etats-Unis. L'environnement international est devenu incertain, et le Japon traverse de surcroît une crise politique majeure qui s'est soldée le 12 septembre par la démission du Premier ministre Shinzo Abe. Les prix baissent à nouveau depuis février 2007 avec la fin de l'effet de base lié à la hausse des prix du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) qui connaît une inflation négative depuis fin 1998 s'établit à -0,2 % en août. Les perspectives de croissance ont été revues à la baisse depuis la dernière prévision et l'on anticipe désormais une croissance de 1,9 % en 2007 et 2008, après 2,2 % en 2006. Le Japon devrait cependant sortir de la déflation courant 2008, le dynamisme du marché du travail permettant de mettre un terme à la spirale désinflationniste.

Singularité européenne

Depuis les turbulences du début de la décennie, la situation conjoncturelle de la zone euro est marquée par la singularité. Singularité de la politique monétaire, bien moins réactive en Europe qu'aux Etats-Unis, singularité de la politique budgétaire, corsetée ici, volontariste là-bas, singularité de la position européenne vis-à-vis de la dépréciation du dollar quand dans le même temps la Chine a ancré sa monnaie sur la devise américaine, singularité finalement des performances de croissance, la zone euro n'ayant que peu profité d'un environnement international pourtant très porteur.

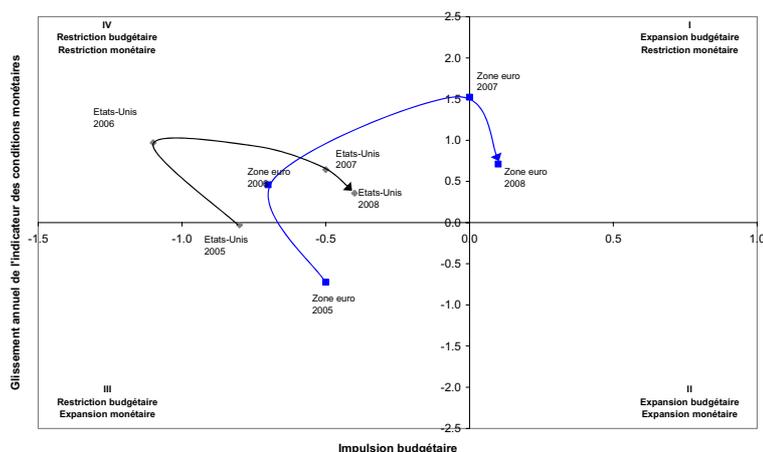
Cette singularité marquera encore les années 2007 et 2008, mais gardera un tour plus favorable, comme en 2006. Pas du fait d'un relâchement de la discipline monétaire ou budgétaire en Europe, ni d'une prise en charge de la question du taux de change de l'euro, mais d'une croissance interne plus forte de ce côté-ci de l'Atlantique.

Les ferments de la reprise de l'activité en 2006 en Europe, mettant en jeu les facteurs internes de la croissance, resteront à l'œuvre dans la seconde moitié de 2007 et en 2008 : l'investissement des entreprises resterait dynamique, même si le pic de croissance a été atteint en 2006, et la consommation des ménages profitera toujours du dynamisme du revenu, porté par la hausse des salaires individuels et par les créations d'emplois. Les ménages seront aussi les principaux bénéficiaires de la politique budgétaire, qui prendra un caractère expansionniste pour la première fois depuis 2003.

La poursuite de l'appréciation de l'euro jusqu'à 1,50 dollar à l'horizon 2008 privera toutefois l'Europe de près d'un demi point de croissance, quand dans le même temps le ralentissement américain pèsera sur les débouchés des exportateurs européens. Au total, le PIB de la zone euro ralentirait légèrement par rapport aux 2,9 % de 2006, à 2,6 % en 2007 et à 2,5 % en 2008. C'est dire que la meilleure performance de l'Europe sur les Etats-Unis proviendra davantage de la médiocrité des seconds que de l'excellence de la première.

5. Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire

Indicateurs de rigueur monétaire et budgétaire 2005-2008



Source : Calculs OFCE

Le soutien des politiques économiques en jeu

Dans ce contexte qui comporte un certain nombre de risques pour l'économie mondiale, le soutien des politiques monétaires et budgétaires pourrait se révéler essentiel. La Réserve Fédérale, toujours prompte à réagir, a déjà enclenché un cycle de baisse des taux d'intérêt qui va permettre de détendre les conditions de crédit. Les taux directeurs perdraient plus de 2 points entre août 2007 et la fin 2008. Accompagnées d'un recul du dollar, les conditions monétaires aux Etats-Unis s'amélioreraient donc à l'horizon 2008. Du point de vue des finances publiques, après deux ans d'effort budgétaire important, le Trésor américain serait en mesure de relâcher temporairement la contrainte. Ainsi, l'impulsion cumulée pour 2007-08 serait de -0,9 point de PIB (tableau 2), en recul d'un point par rapport à 2005-06 (-1,9 point de PIB).

| 2. Positions budgétaires aux états-Unis, en Europe et au Japon | | | | | |
|---|------|------|------|------|-----------|
| A. CROISSANCE DU PIB | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | MOYENNE |
| II. EN % | | | | | 2005-2008 |
| A. ZONE EURO | 1,6 | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,4 |
| B. ETATS-UNIS | 3,1 | 2,9 | 1,9 | 1,8 | 2,4 |
| C. ROYAUME-UNI | 1,8 | 2,8 | 3,0 | 2,0 | 2,4 |
| D. JAPON | 1,9 | 2,2 | 1,9 | 1,9 | 2,0 |
| E. SOLDE PUBLIC | | | | | |
| F. EN % DU PIB | | | | | |
| G. ZONE EURO | -2,4 | -1,6 | -1,0 | -0,9 | -1,5 |
| H. ETATS-UNIS | -3,6 | -2,6 | -3,2 | -3,6 | -3,3 |
| I. ROYAUME-UNI | -3,2 | -2,6 | -2,3 | -2,2 | -2,6 |
| J. JAPON | -6,4 | -2,4 | -2,5 | -2,6 | -3,5 |
| K. IMPULSION BUDGÉTAIRE* | | | | | |
| L. EN POINTS DE PIB | | | | | |
| M. ZONE EURO | -0,5 | -0,7 | 0,0 | 0,1 | -0,3 |
| N. ETATS-UNIS | -0,8 | -1,1 | -0,5 | -0,4 | -0,7 |
| O. ROYAUME-UNI | -0,5 | -0,8 | -0,3 | -0,4 | -0,5 |
| P. JAPON | -1,1 | -1,2 | -1,2 | -0,3 | -1,0 |

* Opposée de la variation du solde structurel primaire. Un chiffre positif indique une politique budgétaire expansionniste.

Sources : Comptes nationaux, Eurostat, calculs et prévision OFCE octobre 2007.

En zone euro, le relâchement de la contrainte budgétaire redonnerait un peu d'air à l'économie. Après plusieurs années de restrictions budgétaires imposées par le Pacte de stabilité, tous les pays à l'exception du Portugal devraient afficher en 2007 un déficit inférieur à 3 % du PIB (tableau 2). Le déficit cumulé de la zone s'est amélioré de 1,4 point de PIB entre 2005 et l'estimation prévue pour 2007, passant de -2,4 % à -1 % du PIB de la zone. L'impulsion serait neutre en 2007 et 2008, avec des marges de manœuvre pour une relance budgétaire si le besoin s'en faisait sentir.

Car il ne faudra pas trop compter sur la BCE pour détendre sa politique monétaire en 2007. Avec l'effet de base lié aux prix du pétrole, l'inflation pourrait repasser au dessus de la barre des 2 % au quatrième trimestre 2007 et au premier de 2008. Si la crise financière ne s'avère que passagère, la BCE maintiendrait le statu quo jusqu'au printemps 2008, attendant une fenêtre de tir pour relever ses taux de 25 points de base. Elle pourrait ensuite les baisser au deuxième semestre 2008, motivée par l'envolée de l'euro et une modération de l'inflation. L'économie européenne pâtirait de la hausse de l'euro face au dollar et aux monnaies asiatiques. Les conditions monétaires se détérioreraient en 2007 avant de se détendre un peu en 2008 grâce à deux baisses des taux d'intérêt.

La réduction des tensions inflationnistes dans les pays développés a permis de mettre un terme au resserrement des politiques monétaires. Dans une économie mondiale toujours abreuvée d'épargne, les taux d'intérêt longs restent bas, et pourraient même diminuer encore si l'inflation reste sous contrôle. Cependant l'inflation accélère dans un certain nombre de pays émergents en forte croissance. C'est le cas pour la Chine et l'Inde, l'Afrique du Sud, la Hongrie et les pays Baltes en Europe de l'Est, ou encore l'Uruguay et le Venezuela en Amérique du Sud pour ne citer que les principaux. Ces pays connaissent en conséquence un resserrement monétaire, mais l'impact sur l'économie réelle est amoindri par la possibilité qu'ont les agents de se financer ailleurs. Dans un monde en excès d'épargne avec une quasi-parfaite mobilité des capitaux (la Chine étant l'exception qui confirme la règle), la tentation est grande d'aller chercher les fonds dans les pays qui proposent des

taux d'intérêt défiant toute concurrence (Japon, Suisse en particulier). Le seul inconvénient de cette stratégie est que l'emprunteur encourt alors un risque de change. Tant que la monnaie du pays « débiteur » s'apprécie, il gagne sur les deux tableaux puisque le montant à rembourser s'amenuise avec le temps. Cependant, cela accroît la vulnérabilité aux variations du taux de change pour les pays émergents. Comme l'a illustré la crise asiatique, une attaque spéculative sur la monnaie peut rapidement avoir des conséquences désastreuses sur la sphère réelle lorsqu'elle entraîne la faillite des débiteurs qui ne sont plus capables de faire face à leurs échéances. Ainsi un pays fortement endetté en monnaie étrangère doit-il faire preuve d'une vigilance accrue quant à la gestion de son taux de change. Il sera tenté de limiter l'appréciation rapide de sa monnaie afin d'éviter un retournement brutal des anticipations.

Par ailleurs, les tensions inflationnistes présentes dans les pays émergents ont peu vocation à se propager au reste du monde. En effet, l'insuffisance de l'offre face à la demande concerne principalement le marché intérieur. Les marchés d'exportations sont soumis à une telle concurrence qu'une accélération des prix serait rapidement étouffée dans l'œuf.

Et si le dollar dérapait ?

L'équilibre de la croissance mondiale repose sur une abondance de liquidités qui permet de financer à bas coût le déficit courant américain. Echaudés par les crises financières de la fin des années 1990, les pays en développement sont contraints de maintenir une épargne élevée afin d'accumuler des réserves de change qui leur permettent de préserver la stabilité de leurs taux de change et de se prémunir contre d'éventuelles attaques spéculatives. L'épargne dégagée par les pays asiatiques et les pays producteurs de pétrole finance la croissance américaine et explique le bas niveau des taux longs. Elle a permis aux Etats-Unis de financer leur déficit en évitant une dépréciation significative du dollar.

Mais le retournement de l'économie américaine pourrait bien sonner le glas de cet équilibre périlleux. Une croissance plus faible aux Etats-Unis pourrait détériorer la soutenabilité du déficit courant américain, qui atteignait 5,9 % du PIB au deuxième trimestre 2007. La dépréciation en cours du dollar pourrait entraîner un retournement des anticipations des intervenants sur le marché des changes, et enclencher des mécanismes en chaîne conduisant à une glissade incontrôlée de la monnaie américaine. En particulier, les investisseurs détenant des positions ouvertes en yen sous forme de carry trade pourraient couper leurs positions afin de se prémunir contre les pertes liées à la dépréciation de la monnaie dans laquelle ils ont investi. Cette fuite soudaine et massive de capitaux précipiterait la chute du dollar. Cette chute pourrait être accentuée par une diversification des réserves de change des pays asiatiques, qui ne verraient plus dans le dollar une monnaie de réserve suffisamment solide.

Un tel décrochage du billet vert aurait des conséquences très dommageables pour l'économie mondiale. Pour les Etats-Unis, elles se limiteraient à un risque d'inflation importée qui pourrait se traduire par des hausses de taux. Mais pour le reste du monde et l'Europe en particulier, l'appréciation de l'euro accentuerait les pertes de parts de marché à l'exportation. Privée d'un moteur de croissance externe, la reprise en cours en Europe pourrait bien tourner court. D'autant que le vieux continent serait également affecté par la hausse des taux longs, dont les évolutions sont très corrélées aux taux américains. Les marchés immobiliers espagnol et français pourraient se retourner, les marchés boursiers corrigeraient privés du soutien des LBO et de la dégradation des perspectives de profit. La recrudescence des faillites de ménages ou d'entreprises surendettés engendrerait la hausse des primes de risque et l'on pourrait assister à un credit crunch. Il faudrait alors beaucoup plus qu'un simple retournement de tendance sur le marché des changes pour rétablir la situation.

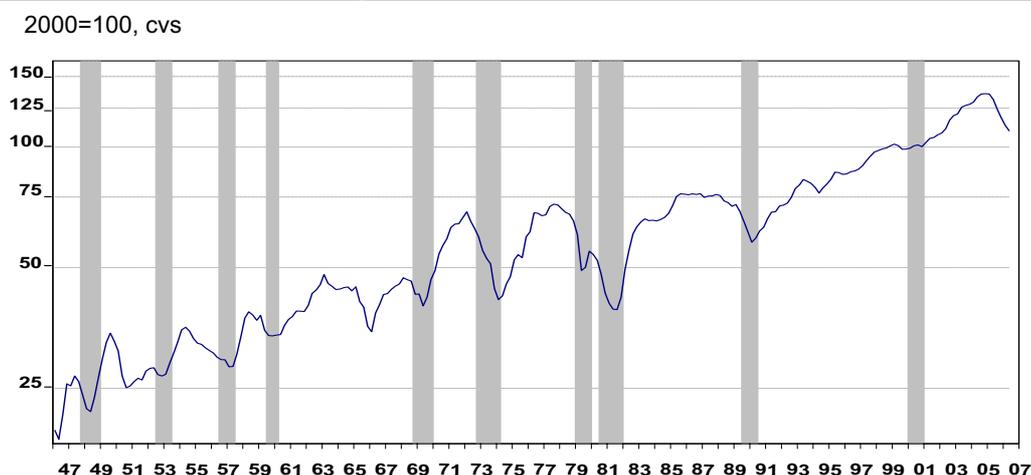
Mais si les conséquences sur la croissance de ce scénario « catastrophe » seraient négatives, il permettrait au moins la résorption d'une partie des déséquilibres mondiaux. Les marchés immobiliers retrouveraient des niveaux de valorisation plus conformes au pouvoir d'achat des ménages, le déficit courant américain se résorberait sous la double influence d'une moindre croissance aux Etats-Unis et d'une compétitivité-prix accrue des exportations américaines et les excédents commerciaux des pays asiatiques diminueraient, incitant ceux-ci à privilégier une croissance davantage tirée par la demande interne.

Et si la crise immobilière annonçait une récession ?

Au vu de la conjonction des reculs de l'investissement en logement et des récessions survenues aux Etats-Unis depuis la deuxième guerre mondiale, l'éventualité d'un scénario plus noir que celui d'un ralentissement aux Etats-Unis n'est pas à exclure. Selon la source officielle du National Bureau of Economic Research, organisme chargé de la datation des cycles aux Etats-Unis, l'économie américaine a enregistré 10 récessions (graphique 6) depuis 1945. Au cours de la même période, l'investissement en logement a reculé significativement 11 fois. Au total, sur les 11 corrections de l'immobilier recensées, 9 ont précédé une récession.

Subsistent toutefois quelques exceptions qui ne font pas de l'immobilier un précurseur sans faille des récessions : les chutes de l'investissement en logements en 1965 et en 1994 n'ont pas fait plonger l'activité, et la récession de 2001 ne s'est pas accompagnée d'un recul significatif de l'immobilier. Au vu de l'expérience passée, il n'en demeure pas moins que la crise actuelle a significativement accru la probabilité d'une récession qui ne traduirait finalement que le jeu du cycle de l'endettement.

6- FBCF en logements et récessions* aux Etats-Unis



* : bandes grisées verticales

Source : BEA.

La vigueur de l'expansion dans les pays émergents depuis quelques années a laissé supposer que l'économie américaine n'est plus la source principale de croissance dans le monde. La relative insensibilité de l'économie mondiale aux soubresauts de l'économie américaine sous-tend le scénario de croissance décrit ici. Il suppose que les pôles soient suffisamment autonomes et que la contraction du débouché américain n'affecte que modérément les différentes zones, c'est-à-dire que le commerce intra zone reste dynamique ou que leur croissance repose davantage sur la demande intérieure que sur la demande extérieure. C'est le cas de

l'Amérique latine et des pays de l'Est, en particulier de la Russie qui affiche un boom de sa demande intérieure, stimulée par le haut niveau du prix des matières premières. Que les marchés des produits de base viennent à se retourner, sous l'impulsion de la moindre croissance américaine, et le ralentissement des pays de l'Est ou de l'Amérique Latine accompagnera probablement celui des Etats-Unis.

La Chine, dont le degré d'exposition à un retournement de conjoncture s'est sensiblement accru depuis dix ans du fait de la montée de son degré d'ouverture, est susceptible de pâtir du ralentissement américain. Mais la croissance chinoise, qui dépend aussi du dynamisme de l'activité dans la zone euro et sur le continent asiatique ainsi que des efforts du gouvernement pour rééquilibrer la croissance dans un sens plus favorable à la demande intérieure, pourra passer au travers de la faiblesse américaine. Une croissance moindre qu'escomptée chez les partenaires commerciaux des chinois hors Asie, ou l'absence de politique de rééquilibrage, pèserait sur le dynamisme de l'économie chinoise, et, compte tenu des interdépendances des économies, sur celui de l'ensemble de la zone Asie. Dans ce contexte, le Japon, mais aussi l'Amérique latine qui réalise une bonne part de ses excédents commerciaux avec l'Asie, subiraient à la fois les conséquences du ralentissement américain et de celui de la Chine.

Le schéma de croissance dans la zone euro pour 2007 et 2008 repose sur le dynamisme de la demande intérieure, entretenu par l'investissement, les hausses de salaires, et l'orientation expansionniste de la politique budgétaire, notamment en France. Mais à supposer que les forces internes de croissance viennent à faiblir, la zone euro souffrirait doublement de la contraction des débouchés extérieurs aux Etats-Unis et de la chute du dollar.

II.2. En France

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 Etats-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. 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 accélèrera, permettant enfin, une période de croissance plus durable dans la zone euro qu'auparavant.

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.

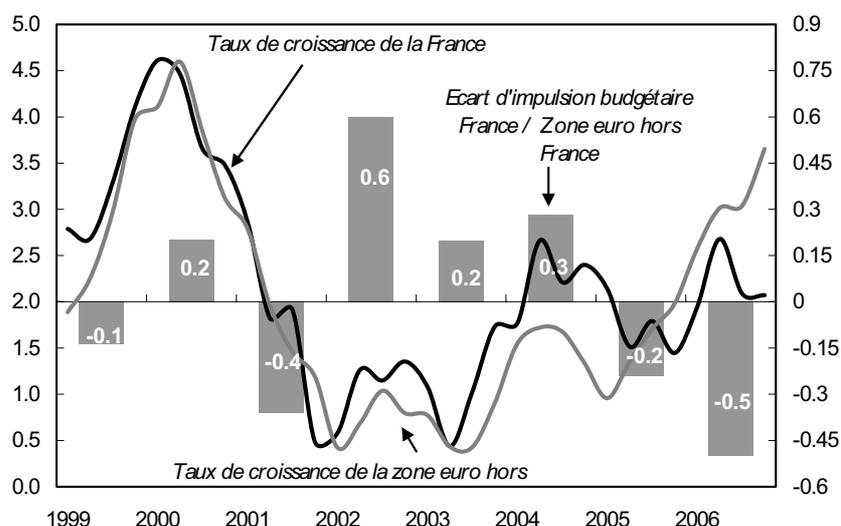
Une croissance française inférieure à celle de la zone euro depuis 2005

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 7).

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

En %, moyenne annuelle glissante

En point de PIB, moyenne annuelle



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

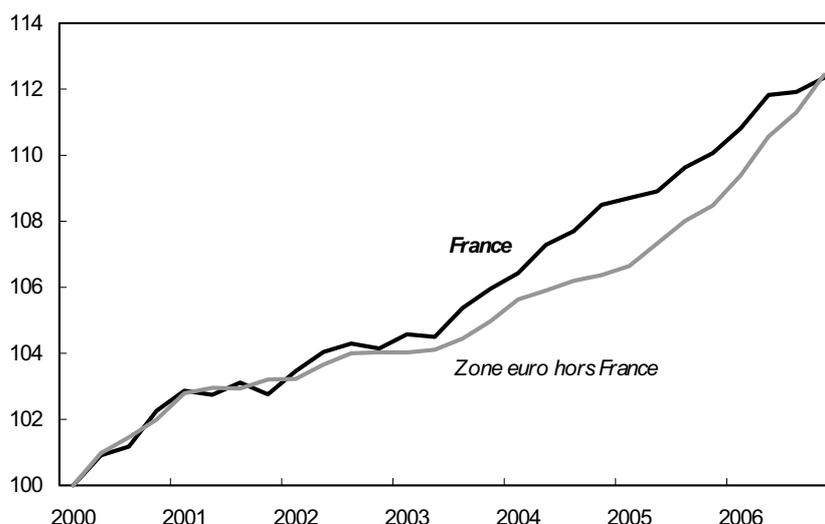
Ainsi, au cours de la période 1997-2002, l'économie française, stimulée par un marché du travail dynamique et une baisse du taux d'épargne des ménages, a enregistré un surplus annuel de croissance de 0,3 point par rapport au reste de la zone euro et de plus d'un point par rapport à ses deux principaux 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 8).

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

1999=100



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

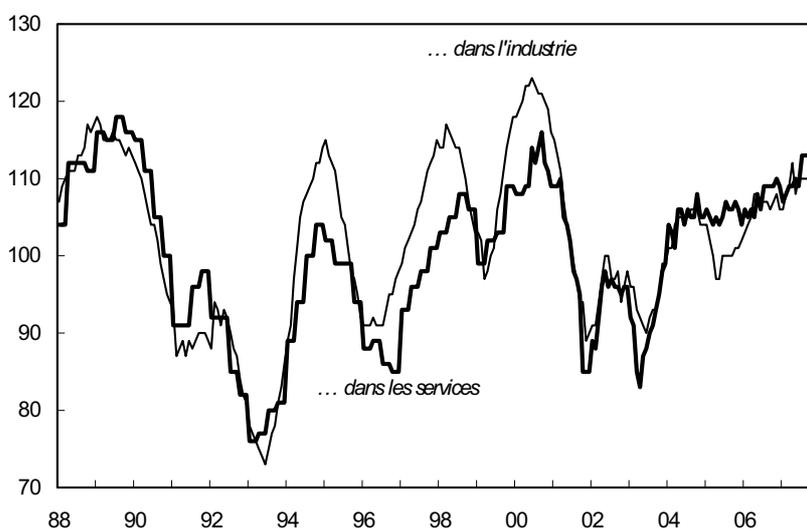
2007 en demi-teinte

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^{er} 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. Par ailleurs, signalons que depuis le premier trimestre 2007, les volumes des comptes trimestriels sont présentés aux prix de l'année précédente chaînés et non plus à prix constants de l'année 2000. 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 bénéfiques 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. 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 9).

9. Indicateurs synthétiques du climat des affaires

100 = moyenne de longue période



Source : INSEE.

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 2007¹.

2008 : relâchement des contraintes extérieures

L'année 2008 s'annonce plutôt bien : 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 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 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 ».

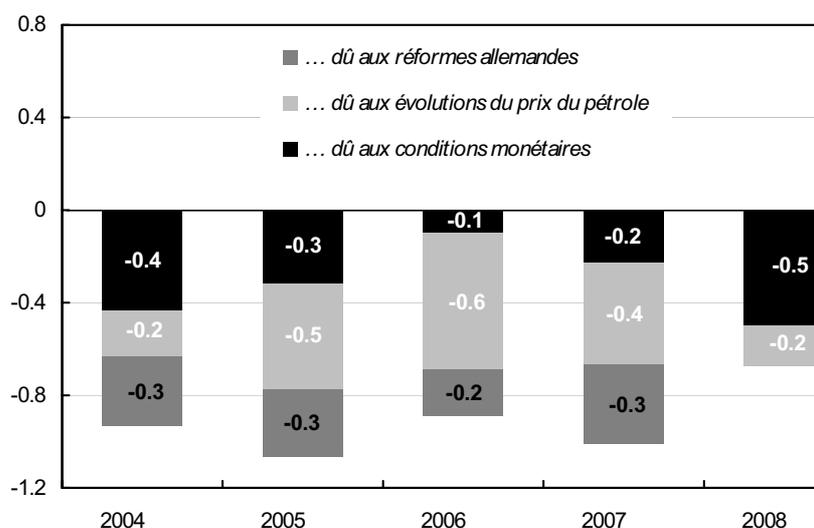
¹ Cette estimation est à prix chaînés. A prix constants de l'année 2000, la croissance pour 2007 serait de 2,1 %.

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 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 d'½ 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). Cela soutiendra nos exportations et limitera nos pertes de parts de marché.

Au total, après avoir amputé la croissance d'1 point en 2007, et de 0,9 point en 2006 et 1,1 point en 2005, l'impact cumulé de l'ensemble des contraintes – extérieures et de politique budgétaire - rognait la croissance de 2008 de moins de 0,7 point (graphique 10).

10. Impacts sur l'économie française de chocs...

En moyenne annuelle, %



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.

III. Présentation des résultats macro-économiques à moyen terme (2009-2012)

III.1. Le scénario central

L'évolution du PIB et de ses principales composantes est décrite dans le tableau 3 ci-dessous :

| 3 - Evolution du PIB et de ses principales composantes 2006-2012 | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| PIB en volume | 2.2 | 1.9 | 2.25 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |
| Importations | 7.9 | 5.0 | 5.0 | 5.9 | 5.5 | 5.5 | 5.4 | 4.5 | 6.0 | 5.5 |
| Consommation des ménages | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 1.3 | 2.8 | 2.9 |
| FBCF des SNF-EI | 4.7 | 4.3 | 4.0 | 5.0 | 4.5 | 4.9 | 4.6 | 1.5 | 4.2 | 4.6 |
| Exportations | 6.6 | 3.5 | 4.9 | 6.2 | 6.0 | 5.8 | 5.8 | 6.5 | 4.3 | 5.7 |
| <i>Contributions</i> | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 1.6 | 3.0 | 2.5 |
| Solde extérieur | -0.5 | -0.3 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |
| Variations de stocks | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A moyen terme (2009-2012) et compte tenu des contraintes portant sur les finances publiques, il est supposé que la croissance se stabilise à un niveau supérieur à son potentiel (observé en moyenne depuis 1978 à 2,5 %), ce dernier ralentissant avec la croissance de la population active (passant de 2 % à 1,9 % à partir de 2010).

Le tableau 3 reprend pour référence les moyennes constatées sur les cycles précédents : 1987-96 et 1997-2006. On constate que, en l'absence d'impulsion positive de la politique économique et à croissance de l'activité identique, ce scénario implique un comportement des agents privés nettement plus dynamique que dans l'histoire récente.

Le tableau 4 décrit l'évolution des contributions à la croissance du PIB en projection :

| 4 - Contribution à la croissance 2006-2012 | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| PIB en volume | 2.2 | 1.9 | 2.25 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 1.9 | 2.2 | 2.5 |
| Importations | -2.4 | -1.6 | -1.7 | -2.0 | -1.9 | -2.0 | -2.0 | -1.0 | -1.8 | -2.0 |
| Dépenses des ménages | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 0.8 | 1.9 | 1.8 |
| Dépenses des administrations | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.7 | 0.5 | 0.3 |
| Investissement des entreprises | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.6 |
| Exportations | 1.9 | 1.1 | 1.5 | 2.0 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 1.4 | 1.3 | 2.0 |
| Variations de stocks | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | 0.0 |
| Demande intérieure hors stock | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 1.6 | 3.0 | 2.5 |
| Solde extérieur | -0.5 | -0.3 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

III.2. Le scénario « haut »

Dans ce scénario, la croissance est plus élevée. Le PIB croît de 3 % en volume par an au cours de la période 2009-2011. Nous supposons ici que les partenaires de la France connaissent également le même supplément de croissance, impliquant une contribution toujours neutre du commerce l'extérieur. Le maintien de la demande adressée à la France par ses partenaires commerciaux entraîne une augmentation des volumes d'importations et d'exportations par rapport au scénario central.

| 3bis - Evolution du PIB et de ses principales composantes 2006-2012 | | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| PIB en volume | 2.2 | 1.9 | 2.25 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 1.9 | 2.2 | 2.9 |
| Importations | 7.9 | 5.0 | 5.0 | 7.3 | 6.4 | 6.2 | 6.2 | 4.5 | 6.0 | 6.2 |
| Consommation des ménages | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 1.3 | 2.8 | 3.1 |
| FBCF des SNF-EI | 4.7 | 4.3 | 4.0 | 7.3 | 7.0 | 6.7 | 6.6 | 1.5 | 4.2 | 6.3 |
| Exportations | 6.6 | 3.5 | 4.9 | 7.9 | 7.0 | 6.6 | 6.6 | 6.5 | 4.3 | 6.6 |
| <i>Contributions</i> | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 1.5 | 2.7 | 2.9 |
| Solde extérieur | -0.5 | -0.3 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |
| Variations de stocks | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Le tableau 4bis décrit l'évolution des contributions à la croissance du PIB en projection. La plus forte contribution à la croissance des dépenses des agents privés (0,8 point de l'investissement des entreprises contre 0,6 dans le compte central et 2,0% de la consommation des ménages contre 1,8 % dans le compte central), explique l'écart de croissance avec le compte central.

| 4bis – Contribution à la croissance 2006-2012 | | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| PIB en volume | 2.2 | 1.9 | 2.25 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 1.9 | 2.2 | 2.9 |
| Importations | -2.4 | -1.6 | -1.7 | -2.5 | -2.3 | -2.2 | -2.3 | -1.0 | -1.8 | -2.3 |
| Dépenses des ménages | 1.8 | 1.6 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 0.8 | 1.9 | 2.0 |
| Dépenses des administrations | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.7 | 0.5 | 0.3 |
| Investissement des entreprises | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.2 | 0.5 | 0.8 |
| Exportations | 1.9 | 1.1 | 1.5 | 2.5 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 1.4 | 1.3 | 2.3 |
| Variations de stocks | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.1 | -0.3 | 0.0 |
| Demande intérieure | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 1.5 | 2.7 | 2.9 |
| Solde extérieur | -0.5 | -0.3 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A. Les ménages

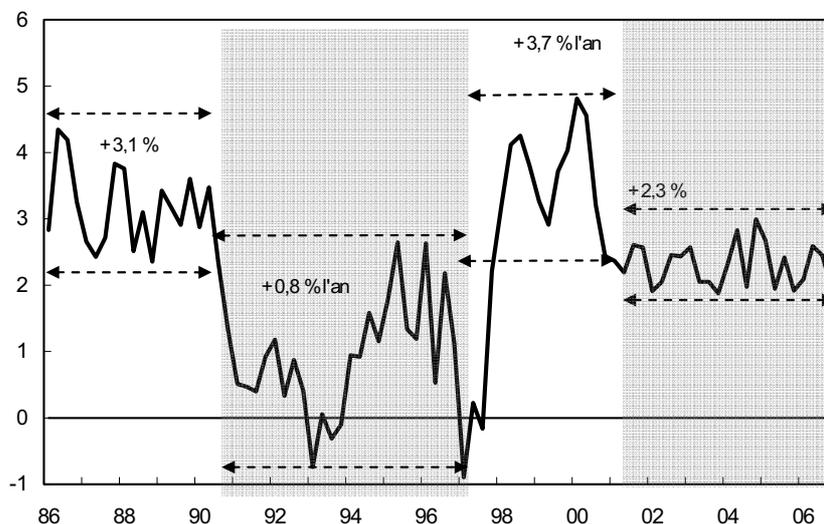
Avec une hausse sur un an inférieure à 2 % au 2^{ème} trimestre 2007, la consommation des ménages a marqué le pas depuis la seconde moitié de 2006, passant sous le rythme moyen de hausse de 2,3 % l'an qui s'était instauré en 2001. Ce faisant, le taux de croissance de la consommation n'a fait que rejoindre la borne basse de son intervalle de fluctuations, ce qui n'invalide pas ce régime de progression (graphique 11).

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 80 ou des années 90. Cette caractéristique est probablement la contrepartie du soutien à l'activité qu'a représenté la consommation durant la phase de ralentissement du début 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.

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.

11 : Taux de croissance de la consommation des ménages

En %, t/t-4



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

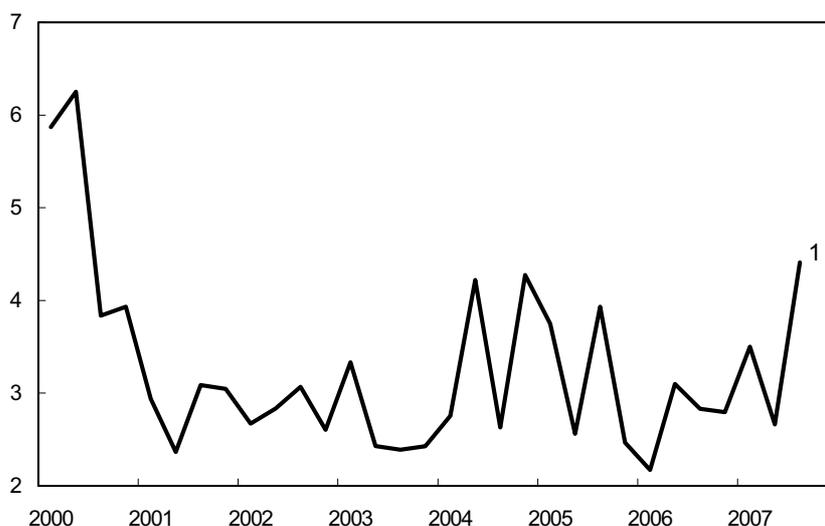
Depuis la seconde moitié de 2006, ces facteurs qui avaient poussé à la baisse du taux d'épargne jouent en sens inverse. La remontée des taux d'intérêt longs a entamé la capacité d'endettement des ménages et tempéré le dynamisme de l'immobilier, freinant la consommation et provoquant une remontée du taux 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.

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 12). 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.

12 : Taux de croissance de la consommation de produits manufacturés

En %, t/t-4



1 : 3^{ème} trimestre 2007 calculé avec les seules données de juillet et d'août

Source : INSEE.

A.1. Scénario central

Le RDB porte, dans ce scénario, la marque de la faiblesse des prestations sociales inscrite dans la programmation pluriannuelle des finances publiques. Le fort recul du chômage prolongera la baisse des versements d'indemnités. La fin de la montée en charge des retraites anticipées (loi Fillon), et du dispositif de la Prestation d'accueil du jeune enfant (Paje), contribuera au ralentissement des prestations sociales, de même que la réforme de l'assurance maladie qui s'est traduite par une inflexion de la progression des dépenses de santé.

5 - Principales caractéristiques de l'évolution du compte des ménages

| En volume, en % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Revenu disponible brut | 2.9 | 3.0 | 2.0 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 2.8 | 2.1 |
| Salaire réel | 2.4 | 2.9 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 2.3 | 1.7 | 2.9 | 2.0 |
| Prestations sociales | 2.2 | 2.5 | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 2.5 | 2.5 | 1.2 |
| Consommation des ménages | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 1.3 | 2.8 | 2.9 |
| Taux d'épargne des ménages | 15.4 | 15.7 | 15.1 | 14.7 | 14.0 | 13.3 | 12.7 | 14.2 | 15.7 | 14.2 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

A.2. Scénario « haut »

Dans ce scénario, la plus forte croissance de la productivité du travail se transmet aux salaires ce qui soutient le revenu des ménages. Cette progression du revenu permet à la consommation des ménages de croître à un rythme supérieur à celui anticipé dans le scénario central. L'effort demandé aux ménages est toutefois plus fort : le taux d'épargne baisse de 3,1 points contre 2,4 dans le scénario précédent.

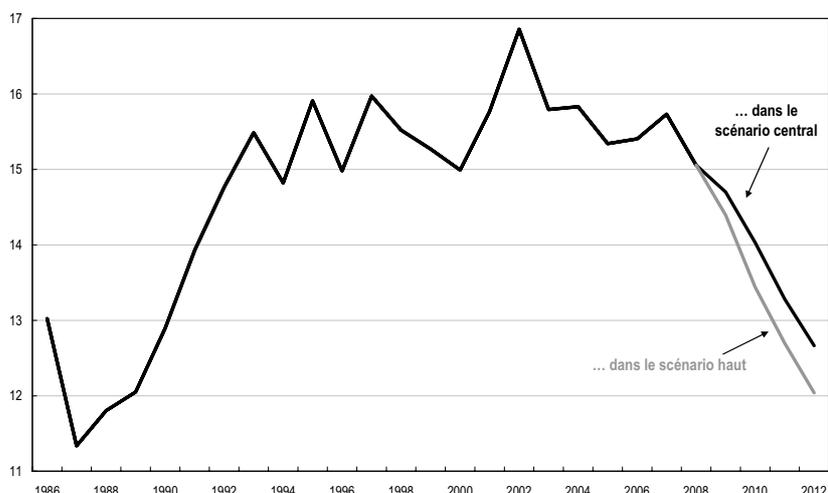
5bis - Principales caractéristiques de l'évolution du compte des ménages

| En volume, en % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Revenu disponible brut | 2.9 | 3.0 | 2.0 | 2.4 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 1.8 | 2.8 | 2.2 |
| Salaire réel | 2.4 | 2.9 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.3 | 2.7 | 1.7 | 2.9 | 2.3 |
| Prestations sociales | 2.2 | 2.5 | 1.3 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 2.5 | 2.5 | 1.2 |
| Consommation des ménages | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 3.3 | 3.2 | 3.1 | 1.3 | 2.8 | 3.1 |
| Taux d'épargne des ménages | 15.4 | 15.7 | 15.1 | 14.4 | 13.4 | 12.7 | 12.0 | 14.2 | 15.7 | 13.8 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

13. Taux d'épargne des ménages...

En % du RdB



Sources : INSEE, prévisions OFCE.

B. Les entreprises, l'emploi et le chômage

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 contre coup de l'explosion de la bulle Internet. En 2007, la FBCF croit de 4,3 % malgré la mauvaise performance du deuxième trimestre (0,4 % en volume). 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^{er} 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^{ème} trimestre et 1,2 % au 4^{ème} trimestre). En 2008, la croissance de l'investissement serait inférieure à celle de 2007 (4,0 %) 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.

Du côté du marché du travail, à la mi-2007, la situation 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). 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).

B.1. Scénario central

Les principales caractéristiques du compte des entreprises et de l'évolution de l'investissement sont reprises dans le tableau ci-dessous :

| 6 - Principales caractéristiques du compte des entreprises | | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--|
| En volume, en % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 | |
| Taux d'investissement | 18.3 | 18.7 | 18.9 | 19.2 | 19.4 | 19.7 | 20.0 | 17.4 | 17.8 | 19.4 | |
| Investissement | 4.7 | 4.3 | 4.0 | 5.0 | 4.5 | 4.9 | 4.6 | 1.5 | 4.2 | 4.6 | |
| Taux d'autofinancement | 60.6 | 59.5 | 66.0 | 67.7 | 71.2 | 73.5 | 75.7 | 83.2 | 79.1 | 69.4 | |
| Taux de marge | 37.7 | 37.8 | 38.0 | 38.5 | 39.0 | 39.4 | 39.7 | 39.1 | 38.0 | 38.8 | |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans le scénario central, une croissance de l'activité de 2,5 % annuelle nécessite également un soutien de la part des entreprises. La croissance de l'investissement devrait être soutenue notamment au cours des deux premières années (2009-2010). Cela se traduit par une hausse sensible du taux d'investissement (0,3 point chaque année), qui atteindrait 20 % de la valeur ajoutée en 2012, niveau encore jamais atteint.

| 7 – Emploi et Chômage | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Variations | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| Emploi total (milliers) | 190 | 245 | 150 | 198 | 192 | 191 | 197 | 77 | 264 | 185 |
| Emploi salarié marchand (en %) | 0.8 | 1.4 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.5 | 1.5 | 1.0 |
| Population active (en %) | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.7 | 0.2 |
| Taux de chômage (BIT) | 9.0 | 8.2 | 7.9 | 7.5 | 7.0 | 6.5 | 6.0 | 10.7 | 9.9 | 7.2 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Retenant 1,7 % comme hypothèse de progression annuelle de la productivité du travail et une progression de la population active de 0.2-0.3 % par an, la croissance permettrait de créer suffisamment d'emplois (195 000 en moyenne annuelle) pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail et donc faire baisser le taux de chômage. Ce dernier s'établirait à 6 % en 2012.

B.2. Scénario « haut »

Dans l'hypothèse d'une reprise économique plus forte, l'effort demandé aux entreprises serait plus fort. Le taux d'investissement progresserait à un rythme deux fois plus important que dans le compte central (0,6 point par an contre 0,3 dans le compte central).

| 6bis - Principales caractéristiques du compte des entreprises | | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En volume, en % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| Taux d'investissement | 18.3 | 18.7 | 18.9 | 19.5 | 20.0 | 20.6 | 21.2 | 17.4 | 17.8 | 19.9 |
| Investissement | 4.7 | 4.3 | 4.0 | 7.3 | 7.0 | 6.7 | 6.6 | 1.5 | 4.2 | 6.3 |
| Taux d'autofinancement | 60.6 | 59.5 | 66.0 | 68.0 | 70.6 | 72.7 | 74.2 | 83.2 | 79.1 | 69.1 |
| Taux de marge | 37.7 | 37.8 | 38.0 | 38.6 | 39.2 | 39.6 | 40.0 | 39.1 | 38.0 | 38.9 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

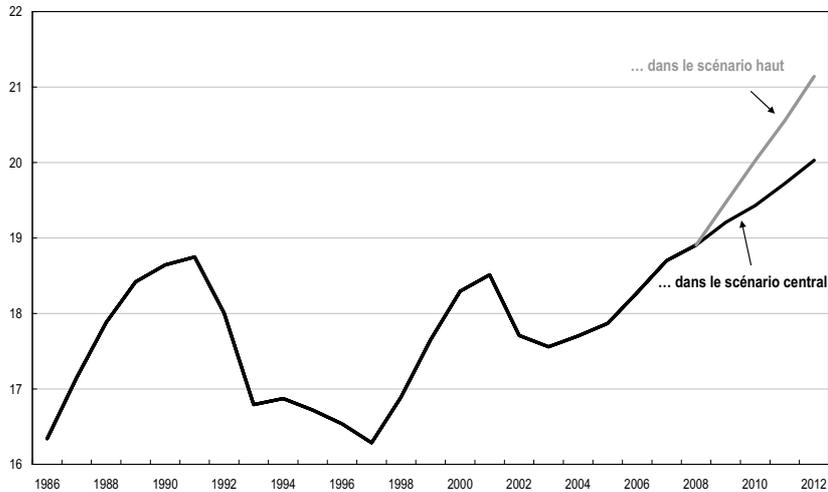
Le supplément de croissance étant identique à celui de la productivité, les créations d'emplois seraient du même ordre de grandeur que dans le compte central. Le taux de chômage finirait également à 6 % en 2012.

| 7bis – Emploi et Chômage | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Variations | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| Emploi total (milliers) | 190 | 245 | 150 | 202 | 192 | 196 | 197 | 77 | 264 | 187 |
| Emploi salarié marchand (en %) | 0.8 | 1.4 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 0.5 | 1.5 | 1.1 |
| Population active (en %) | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.7 | 0.2 |
| Taux de chômage (BIT) | 9.0 | 8.2 | 7.9 | 7.5 | 7.0 | 6.5 | 6.0 | 10.7 | 9.9 | 7.2 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

14. Taux d'investissement des entreprises dans le scénario...

En % de la VA

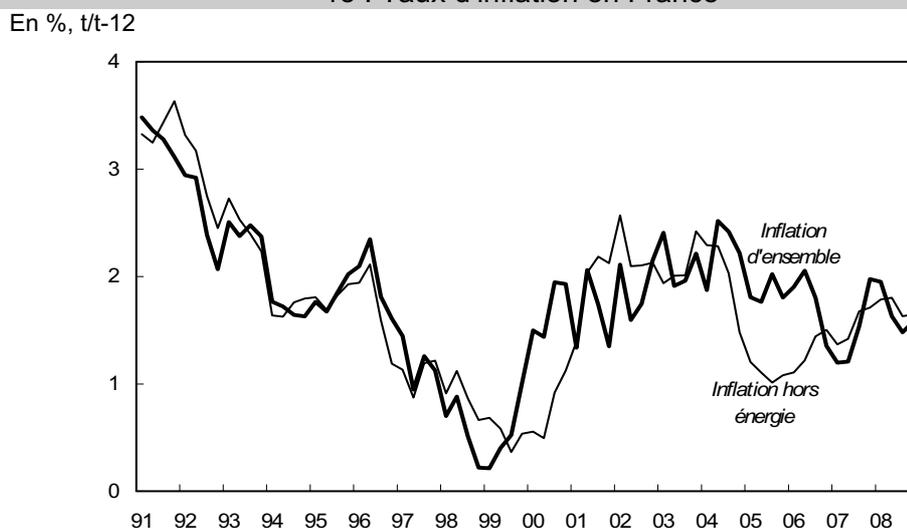


Sources : INSEE, prévisions OFCE.

C. Les prix

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 15). 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 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.

15 : Taux d'inflation en France



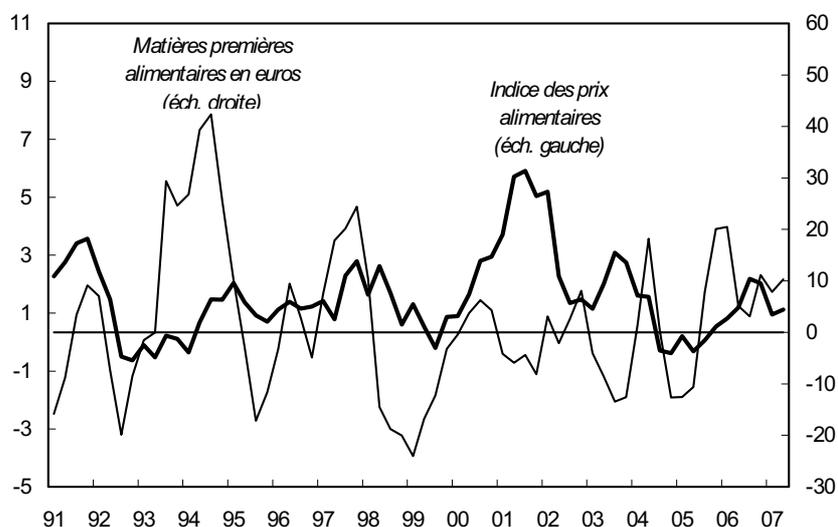
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

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 16). Ces craintes paraissent toutefois bien exagérées. La vigueur de l'euro atténue 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 %.

16 : Prix alimentaires

En %, t/t-4



Sources : INSEE, calculs OFCE.

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.

C.1. Scénario central et scénario haut

Les progressions du salaire horaire réel et de la productivité par tête se suivraient, atteignant progressivement leur croissance de moyen terme de 1,7 % par an dans le compte central et 2,2 dans le scénario « haut ».

8 – Prix et salaire

| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Prix à la consommation | 1.4 | 1.0 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.3 | 1.2 | 1.9 |
| Salaire horaire réel | 2.0 | 2.4 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.2 | 2.3 | 1.7 |
| Productivité par tête | 1.3 | 0.8 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.1 | 1.7 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

| <i>8bis – Prix et salaire</i> | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
| Prix à la consommation | 1.4 | 1.0 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.3 | 1.2 | 1.9 |
| Salaire horaire réel | 2.0 | 2.4 | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 1.2 | 2.3 | 2.1 |
| Productivité par tête | 1.3 | 0.8 | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 1.6 | 1.1 | 2.1 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Dans ces scénarios, l'inflation resterait au-dessous de la cible de la BCE alors que le taux de chômage termine à 6,0 % de la population active. Ce résultat, dans notre analyse modélisée, suppose une baisse du taux de chômage d'équilibre. Ce concept, issu de la théorie du « chômage naturel » de Milton Friedman (1968), a connu des appellations diverses : NAIRU, NAWRU, chômage de long terme ou chômage structurel. Elle repose sur l'idée selon laquelle au-dessous de ce niveau « naturel », toute baisse du chômage observé a, dans un premier temps, pour contrepartie une accélération de l'inflation ; puis dans un deuxième temps, du fait de la spirale prix-salaires qui découle de cette inflation, le taux de chômage revient à son niveau structurel initial. Au total, la baisse du chômage, n'aura donc été que transitoire, tandis que ses conséquences inflationnistes seraient définitives. Selon cette théorie, les politiques actives de la demande d'inspiration keynésienne sont inadéquates pour combattre le chômage d'équilibre ; seules des réformes structurelles permettraient de diminuer ce niveau « naturel ».

Cette analyse a fait l'objet d'abondantes controverses quant à ses soubassements théoriques mais également sur sa validité empirique. Par ailleurs, certains éléments théoriques permettent d'entrevoir une baisse de ce chômage non inflationniste. Les théories de l'hystérèse montrent comment ce chômage a augmenté avec le taux de chômage observé, du fait de son impact sur le capital humain. A l'inverse, une baisse du taux de chômage devrait amener une baisse du taux de chômage d'équilibre. Avec l'expérience d'une longue période d'absence d'inflation et le renforcement de la crédibilité de la banque centrale européenne, les anticipations sur les prix se modifient, permettant une baisse du chômage d'équilibre. Les baisses de taux d'intérêt passées permettent une augmentation progressive du taux d'investissement, ce qui limite les tensions potentielles sur l'appareil productif. Le NAIRU peut baisser graduellement en réaction aux politiques structurelles sur le marché du travail (réforme de l'indemnisation du chômage en 1993, abaissement de charges patronales, prime à l'emploi, PARE,...). Les politiques structurelles sur le marché des biens (politique de concurrence, dérégulation) et sur les marchés financiers (dérégulation) peuvent aussi diminuer le NAIRU.

En l'absence de baisse du taux de chômage d'équilibre et dans l'hypothèse où il n'y a pas de réponse de la banque centrale qui viserait à ralentir fortement l'évolution des prix, l'inflation augmenterait, entraînant une perte de compétitivité et amputerait alors la croissance. A terme, le taux de chômage reviendrait alors à son niveau d'équilibre, proche du scénario central.

D. Les échanges extérieurs

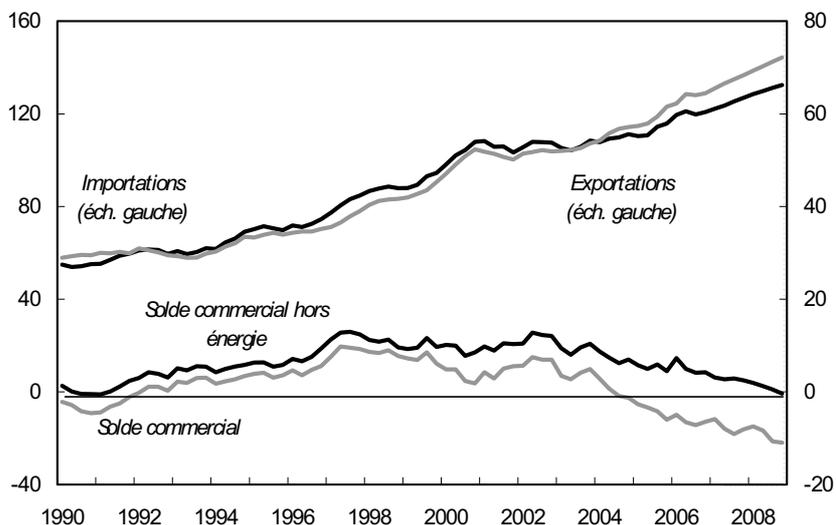
Après un léger mieux au premier trimestre 2007, imputable à l'allègement de la facture énergétique, le déficit commercial français a atteint un nouveau record au deuxième trimestre, à 7,9 milliards d'euros. Le déficit cumulé pour le premier semestre atteint désormais 13,8 milliards d'euros, et laisse 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^{er} trimestre.

17. Commerce extérieur français

Biens et services en volume, indice 100 en 2000

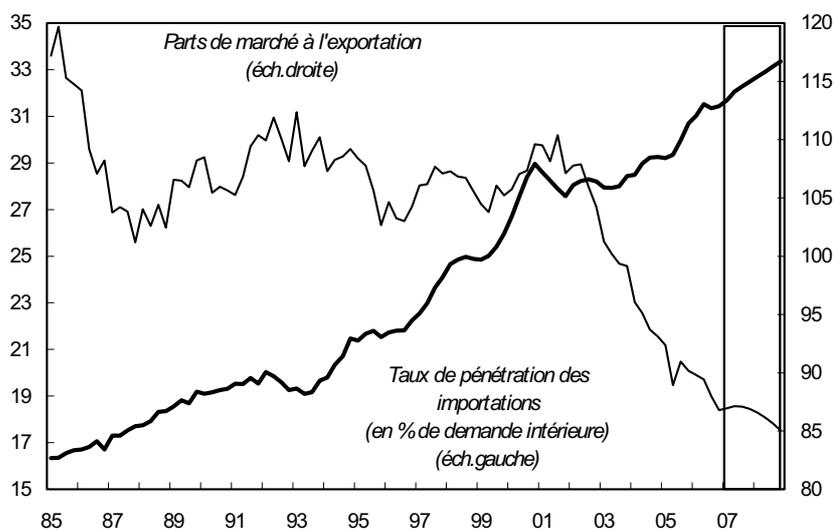
Biens et services en valeur



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

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^{ème} 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.

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



Sources : FMI, données nationales, OFCE, e-mod.fr de 2007 à 2008.

D.1. Scénario central

En l'absence de décalage conjoncturel et en supposant une stabilisation de la compétitivité-prix française, la contribution du commerce extérieur serait nulle dans nos deux scénarios sur l'horizon de l'analyse.

9 - Principales caractéristiques de l'évolution des échanges extérieurs

| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Importations (volume) | 7.9 | 5.0 | 5.0 | 5.9 | 5.5 | 5.5 | 5.4 | 4.5 | 6.0 | 5.5 |
| Exportations (volume) | 6.6 | 3.5 | 4.9 | 6.2 | 6.0 | 5.8 | 5.8 | 6.5 | 4.3 | 5.7 |
| Demande étrangère | 9.9 | 5.2 | 4.9 | 6.2 | 6.0 | 5.8 | 5.8 | 6.1 | 6.5 | 5.9 |
| Contribution extérieure | -0.5 | -0.5 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

9bis - Principales caractéristiques de l'évolution des échanges extérieurs

| En % | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 87-97 | 97-07 | 07-12 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Importations (volume) | 7.9 | 5.0 | 5.0 | 7.3 | 6.4 | 6.2 | 6.2 | 4.5 | 6.0 | 6.2 |
| Exportations (volume) | 6.6 | 3.5 | 4.9 | 7.9 | 7.0 | 6.6 | 6.6 | 6.5 | 4.3 | 6.6 |
| Demande étrangère | 9.9 | 5.2 | 4.9 | 7.9 | 7.0 | 6.6 | 6.6 | 6.3 | 6.6 | 6.8 |
| Contribution extérieure | -0.5 | -0.5 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | -0.5 | 0.0 |

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

IV. Tendances des finances publiques

Dans les deux comptes retenus, les hypothèses macroéconomiques à court terme, c'est-à-dire pour 2007 et 2008, sont identiques et sont calées sur celles du gouvernement.

De 2009 à 2012, les deux scénarios se distinguent par les hypothèses concernant les finances publiques et la croissance et sont alignés sur les hypothèses du scénario bas et du scénario haut de la programmation pluriannuelle des finances publiques (PPFP) 2009-2012.

IV.I. Les finances publiques pour 2007 et 2008

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 plus de 1,1 point de PIB. Les réductions de déficit public à 2,4 % du PIB en 2007 et 2,3 % en 2008 se feraient grâce à une impulsion négative du côté de la dépense publique (-0,3 points de PIB en 2007 et -0,5 en 2008) et à une forte élasticité des recettes fiscales au PIB qui permet de réduire le déficit public de 0,5 point de PIB en 2007 et 0,1 en 2008. D'autre part, le gouvernement table sur une croissance de 2 % en 2007 et 2,3 % en 2008 (tableau 10).

10. Principaux agrégats des finances publiques 2006-2008

| <i>En points de PIB</i> | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|-------|-------|-------|
| Capacité de financement des APU | -2,5 | -2,4 | -2,3 |
| Taux de prélèvement obligatoire (en % du PIB) | 44,2 | 44,0 | 43,7 |
| Dépenses publiques (DP) (en % du PIB) | 53,4 | 53,2 | 52,6 |
| Taux de croissance des DP (en volume, déflaté par l'IPC hors tabac) | 2,1 % | 2,0 % | 1,4 % |
| Taux de croissance des DP (en volume, déflaté par le prix du PIB) | 1,5 % | 1,6 % | 1,2 % |
| Dette publique (en % du PIB) | 64,2 | 64,2 | 64,0 |

Source : *Rapport économique, social et financier 2008*.

IV.I.I. Les dépenses publiques en 2007 et 2008

En 2007, les dépenses publiques seraient plus dynamiques que prévues (2,0 % en volume déflaté par l'IPC hors tabac 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 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 (5,5 % 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 %). A 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'UNEDIC 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. 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'Etat 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'Etat).

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'Etat 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.

IV.I.II. Les prélèvements obligatoires en 2007 et 2008

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 représentent 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 votées cet été dont certaines auront des effets dès 2007 (1,3 milliard d'euros lié 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 prélèvements obligatoires, 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).

En 2008, le taux de PO diminuerait de 0,3 point de PIB pour s'établir à 43,7 % du PIB. Les différentes mesures votées représentent un allègement de prélèvements de 8 milliards d'euros en 2008 qui profiteront essentiellement aux ménages (5,8 milliards d'euros). Les 1,8 milliards d'euros de baisse de prélèvements pour les entreprises sont le résultat de mesures votées avant 2007, celle 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 6,8 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 fiscal¹ (1,1 milliard). La mesure concernant les crédits d'impôt sur 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 dans un délai maximum de cinq ans comme cela avait été initialement présenté. Enfin, les mesures décidées dans la PLFSS 2008 visant principalement à renflouer les caisses de 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. Par ailleurs, le gouvernement, retient une élasticité des recettes fiscales au PIB de 1,1. Les recettes 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 bénéficiaires 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, à court ou moyen 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.

IV.II. Les finances publiques de 2009 à 2012

Conformément au PFPF fourni par le gouvernement au moment de la présentation du PLF 2008, le rythme de croissance des dépenses publiques connaîtrait un infléchissement significatif dès 2008 et ce jusqu'en 2012. Ces dernières augmenteraient en moyenne de 1,1 % en volume sur la période 2009-2011 permettant une diminution de plus de 2,6 points de la part des dépenses

¹ 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 ? », E.Heyer, M.Plane et X.Timbeau, juillet 2007.

publiques dans le PIB en l'espace de 4 ans dans le cas du scénario bas et de 3,6 points pour le scénario haut pour s'établir respectivement à 49,9% et 48,9 % du PIB en 2012 (tableau 11). A titre de comparaison, le rythme moyen de la dépense publique en volume était de 2,5 % sur les vingt dernières années, de 2,1 % sur les dix dernières et de 2,4 % sur les cinq dernières.

Dans la lignée du PFP, les taux de PO diminueraient de 0,2 point de PIB en 2009 et de 0,1 en 2010 puis se stabiliseraient entre 2010 et 2012 dans le scénario bas. Dans le scénario haut, les taux de PO resteraient stables à 43,7 % du PIB entre 2008 et 2012, en raison d'un dynamisme spontané des recettes fiscales au PIB plus important lié à une croissance plus forte. Dans les deux scénarios, le niveau des taux de PO repasserait sous le niveau moyen de la période 1995-2006.

11. Principaux agrégats des finances publiques 2009-2012

| | <i>En points de PIB</i> | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------|---|------|------|------|------|
| Scénario bas | Capacité de financement des APU | -1.7 | -1.2 | -0.6 | 0.0 |
| | Taux de prélèvement obligatoire (en % du PIB) | 43.5 | 43.4 | 43.4 | 43.4 |
| | Dépenses publiques (DP) (en % du PIB) | 51.9 | 51.2 | 50.6 | 49.9 |
| | Taux de croissance des DP* (en volume) | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| | Dette publique (en % du PIB) | 63.2 | 61.9 | 60.2 | 57.9 |
| Scénario haut | Capacité de financement des APU | -1.3 | -0.3 | 0.5 | 1.3 |
| | Taux de prélèvement obligatoire (en % du PIB) | 43.7 | 43.7 | 43.7 | 43.7 |
| | Dépenses publiques (DP) (en % du PIB) | 51.6 | 50.7 | 49.8 | 48.9 |
| | Taux de croissance des DP* (en volume) | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| | Dette publique (en % du PIB) | 62.5 | 60.0 | 57.2 | 53.4 |

* déflatées par le prix du PIB

Source : *Rapport économique, social et financier 2008*.

IV.II.I. Les prélèvements obligatoires de 2009 à 2012

Après avoir diminué de 0,5 point de PIB entre 2006 et 2008, les prélèvements obligatoires devraient continuer à baisser de 0,2 point de PIB en 2009 (4,1 milliards d'euros), en raison principalement de la montée en charge de la loi TEPA, de la modification du crédit d'impôt recherche et du contrecoup lié aux mesures de prélèvements sur les dividendes en 2008. Dans le cadre de la loi TEPA, les prélèvements obligatoires baisseraient de 2 milliards d'euros en 2009, dont 1,1 milliard pour l'exonération des heures supplémentaires, 0,74 milliard pour le crédit d'impôt au titre des intérêts d'emprunts et 0,18 milliard pour l'allègement des droits de succession. Les mesures décidées dans le cadre du PLF 2008 ainsi que le contrecoup du prélèvement à la source des recettes de CSG sur les dividendes entraîneraient une diminution des prélèvements de plus de 3,4 milliards d'euros (2,1 milliards pour la fiscalité sur les dividendes, 0,8 milliard pour la modification du crédit d'impôt recherche et 0,57 milliard pour le doublement du crédit d'impôt sur le revenu au titre des intérêts d'emprunt). En revanche, certaines mesures augmentent les PO en 2009, dont 0,5 milliard d'euros pour les indemnités de mise à la retraite et 0,5 milliard pour l'institution d'un prélèvement de 25 % sur les distributions des bénéfices.

Dans la continuité de 2009, les taux de PO diminueraient de 0,1 point de PIB en 2010, puis se stabiliseraient en 2011 et 2012 (tableau 12).

Dans le cas du scénario haut, les baisses programmées de PO en 2009 et 2010 seraient compensées par une élasticité des recettes fiscales au PIB supérieure à l'unité en 2009 et 2010 en raison d'une croissance de l'activité de 3 % (tableau 12bis).

12. Compte scénario bas : Evolution des recettes des administrations publiques

| % de croissance annuelle en volume | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| TVA | 7.3 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.5 | 7.3 | 7.4 |
| Autres impôts sur les produits | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.4 | 4.2 | 4.1 |
| Impôts sur la production | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.2 | 4.1 |
| Impôt sur le revenu des ménages (dont CSG) | 7.8 | 7.5 | 7.6 | 7.4 | 7.4 | 7.3 | 7.3 | 5.5 | 7.9 | 7.4 |
| Impôt sur les sociétés | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 2.0 | 2.6 | 3.0 |
| Autres impôts sur le revenu et le patrimoine | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| Cotisations employeurs | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.4 | 11.1 | 11.1 |
| Cotisations salariées et non salariées | 5.4 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 6.8 | 5.2 | 5.1 |
| Impôts en capital | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| Prélèvements obligatoires | 44.2 | 44.0 | 43.7 | 43.5 | 43.4 | 43.4 | 43.4 | 42.9 | 43.9 | 43.4 |

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE..

12bis. Compte scénario haut : Evolution des recettes des administrations publiques

| % de croissance annuelle en volume | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| TVA | 7.3 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.4 | 7.5 | 7.3 | 7.4 |
| Autres impôts sur les produits | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.4 | 4.2 | 4.1 |
| Impôts sur la production | 4.3 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.2 | 4.1 |
| Impôt sur le revenu des ménages (dont CSG) | 7.8 | 7.5 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 5.5 | 7.9 | 7.6 |
| Impôt sur les sociétés | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 3.1 | 2.0 | 2.6 | 3.1 |
| Autres impôts sur le revenu et le patrimoine | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| Cotisations employeurs | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.1 | 11.4 | 11.1 | 11.1 |
| Cotisations salariées et non salariées | 5.4 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 6.8 | 5.2 | 5.1 |
| Impôts en capital | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| Prélèvements obligatoires | 44.2 | 44.0 | 43.7 | 43.7 | 43.7 | 43.7 | 43.7 | 42.9 | 43.9 | 43.7 |

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE.

IV.II.II. Les dépenses publiques de 2009 à 2012

L'hypothèse d'une croissance des dépenses publiques de 1,1 % par an en volume de 2009 à 2012 (tableaux 13 et 13bis) suppose un ajustement fort, compte tenu de l'évolution rapide des dépenses liées au vieillissement de la population (retraites et santé principalement). Le ralentissement des dépenses publiques serait tiré par l'ensemble des sous-secteurs de l'administration publique.

Premièrement, les dépenses de l'Etat, qui croissent à un rythme proche de l'inflation depuis 2003, devraient progressivement ralentir, pour se stabiliser en euros courants à l'horizon de la projection. La révision générale des politiques publiques, en couvrant tous les champs de l'action publique, devrait permettre d'atteindre cet objectif, notamment en arrivant à moyen terme à ne pas remplacer un fonctionnaire sur deux partant à la retraite (voir encadré).

2007 alors même que les effets du vieillissement de la population ont eu très peu d'impact sur cette période. Les prestations chômage diminueraient fortement avec le recul du chômage (-4,5 % en moyenne entre 2008 et 2012) et les dépenses de la branche famille s'infléchiraient avec l'arrivée à maturité de la prestation d'accueil du jeune enfant (PAJE). En revanche, la branche vieillesse resterait dynamique avec l'arrivée progressive à l'âge de la retraite de la génération du baby-boom (4,7 % en valeur de 2009 à 2012).

Enfin, sur la période de projection 2009-2012, les dépenses des administrations publiques locales ralentiraient significativement par rapport à la période récente pour croître en moyenne de 1,4 % par an en volume.

13. Compte scénario bas : Evolution des dépenses des administrations publiques

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| <i>en points de PIB</i> | | | | | | | | | | |
| Ensemble des dépenses | 53.4 | 53.2 | 52.6 | 51.9 | 51.2 | 50.5 | 49.9 | 52.5 | 52.8 | 50.9 |
| Dont : | | | | | | | | | | |
| Dépenses de fonctionnement | 18.8 | 18.6 | 18.3 | 18.0 | 17.7 | 17.3 | 17.0 | 19.1 | 18.8 | 17.5 |
| Intérêts versés | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 3.1 | 2.8 | 2.4 |
| Prestations et autres transferts versés | 28.5 | 28.6 | 28.4 | 28.0 | 27.8 | 27.5 | 27.3 | 26.9 | 27.9 | 27.7 |
| Acquisition nette d'actifs non financiers | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| <i>Taux de croissance en volume*</i> | | | | | | | | | | |
| Ensemble des dépenses | 1.5 | 1.6 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 2.6 | 2.2 | 1.1 |
| Dont : | | | | | | | | | | |
| Dépenses de fonctionnement | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 2.3 | 1.7 | 0.7 |
| Intérêts versés | -1.4 | -1.3 | 2.2 | 0.7 | 0.3 | -0.4 | -1.5 | 5.6 | -0.7 | -0.2 |
| Prestations et autres transferts versés | 1.8 | 2.3 | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 2.7 | 2.6 | 1.5 |
| Acquisition nette d'actifs non financiers | 3.1 | 2.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 0.7 | 3.5 | 1.1 |

13bis. Compte scénario haut : Evolution des dépenses des administrations publiques (déflaté par les prix du PIB)

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| <i>en points de PIB</i> | | | | | | | | | | |
| Ensemble des dépenses | 53.4 | 53.2 | 52.6 | 51.6 | 50.7 | 49.8 | 48.9 | 52.5 | 52.8 | 50.3 |
| Dont : | | | | | | | | | | |
| Dépenses de fonctionnement | 18.8 | 18.6 | 18.3 | 17.9 | 17.5 | 17.1 | 16.7 | 19.1 | 18.8 | 17.3 |
| Intérêts versés | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.2 | 3.1 | 2.8 | 2.3 |
| Prestations et autres transferts versés | 28.5 | 28.6 | 28.4 | 27.9 | 27.5 | 27.1 | 26.8 | 26.9 | 27.9 | 27.3 |
| Acquisition nette d'actifs non financiers | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| <i>taux de croissance en volume*</i> | | | | | | | | | | |
| Ensemble des dépenses | 1.5 | 1.6 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 2.6 | 2.2 | 1.1 |
| dont : | | | | | | | | | | |
| Dépenses de fonctionnement | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 2.3 | 1.7 | 0.7 |
| Intérêts versés | -1.4 | -1.3 | 2.2 | 0.7 | 0.3 | -0.4 | -1.5 | 5.6 | -0.7 | -0.2 |
| Prestations et autres transferts versés | 1.8 | 2.3 | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 2.7 | 2.6 | 1.5 |
| Acquisition nette d'actifs non financiers | 3.1 | 2.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 0.7 | 3.5 | 1.1 |

* déflatés par le prix du PIB

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE.

14. Compte central scénario bas : Evolution des prestations sociales en valeur

| | 2006 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 91— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|---|------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | <i>Répartition</i> | | | | | | | | | |
| Vieillesse-Survie | 45 | 5.2 | 5.5 | 4.9 | 4.5 | 4.7 | 4.8 | 4.9 | 4.7 | 4.6 | 4.7 |
| Santé | 35 | 3.3 | 4.1 | 2.8 | 2.8 | 3 | 3.1 | 3.2 | 4.2 | 4.6 | 3.0 |
| Emploi | 7 | -6.2 | -6.0 | -3.4 | -3.8 | -4.7 | -4.7 | -4.7 | 2.7 | 1.5 | -4.5 |
| Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion | 13 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 4.8 | 2.7 | 2.3 |
| Total des prestations | 100 | 3.3 | 3.8 | 3.3 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 4.4 | 4.1 | 3.3 |

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE.

14bis. Compte central scénario haut : Evolution des prestations sociales en valeur

| | 2006 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
|---|------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | <i>Répartition</i> | | | | | | | | | |
| Vieillesse-Survie | 45 | 5.2 | 5.5 | 4.9 | 4.5 | 4.7 | 4.8 | 4.9 | 4.7 | 4.6 | 4.7 |
| Santé | 35 | 3.3 | 4.1 | 2.8 | 2.8 | 3 | 3.1 | 3.2 | 4.2 | 4.6 | 3.0 |
| Emploi | 7 | -6.2 | -6.0 | -3.4 | -3.8 | -4.7 | -4.7 | -4.7 | 2.7 | 1.5 | -4.5 |
| Maternité, famille, logement, pauvreté et exclusion | 13 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 4.8 | 2.7 | 2.3 |
| Total des prestations | 100 | 3.3 | 3.8 | 3.3 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 4.4 | 4.1 | 3.3 |

Sources : DREES, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE.

IV.II.II Evolutions du déficit et de la dette publics de 2009 à 2012

Le ralentissement significatif de la dépense publique permet de ramener les finances publiques à leur équilibre en 2012 dans le cas du scénario bas et à 2010 dans celui du scénario haut. Dans le scénario bas, le déficit public baisserait de 2,3 points de PIB entre 2008 et 2012 et de 3,6 points dans le scénario haut (tableau 15). Dans le scénario bas, l'impulsion budgétaire moyenne est de -0,5 point de PIB par an entre 2008 et 2012 et de -0,8 point dans le scénario haut. La dette publique baisserait de plus de 6 points de PIB entre 2008 et 2012 dans le scénario bas pour atteindre 57,9 % du PIB à l'horizon de notre projection. Dans le scénario haut, cette baisse serait de plus de 10 points de PIB en l'espace de 4 ans en raison d'une réduction plus rapide des déficits liés à une croissance de l'activité plus rapide dans ce scénario.

| 15. Evolution de la capacité de financement et de la dette des administrations publiques | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| En % du PIB | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 89— 98 | 99— 08 | 09— 12 |
| Scénario bas | | | | | | | | | | |
| Solde public | -2.5 | -2.4 | -2.3 | -1.7 | -1.2 | -0.6 | 0.0 | -3.9 | -2.6 | -0.9 |
| <i>Solde public stabilisant la dette publique</i> | -2.9 | -2.4 | -2.6 | -2.8 | -2.7 | -2.6 | -2.6 | | | |
| <i>Impulsion budgétaire*</i> | -0.8 | -0.1 | -0.2 | -0.4 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | | | |
| Dette publique | 64.2 | 64.2 | 64 | 63.2 | 61.9 | 60.2 | 57.9 | 47.3 | 61.9 | 60.8 |
| Scénario haut | | | | | | | | | | |
| Solde public | -2.5 | -2.4 | -2.3 | -1.3 | -0.3 | 0.5 | 1.3 | -3.9 | -2.6 | 0.1 |
| <i>Solde public stabilisant la dette publique</i> | -2.9 | -2.4 | -2.6 | -3.1 | -3.0 | -2.9 | -2.7 | | | |
| <i>Impulsion budgétaire**</i> | -0.8 | -0.1 | -0.2 | -0.9 | -0.8 | -0.8 | -0.8 | | | |
| Dette publique | 64.2 | 64.2 | 64.0 | 62.5 | 60.0 | 57.2 | 53.4 | 47.3 | 61.9 | 58.3 |

* calculée à partir de la variation du solde structurel (y compris charges d'intérêts) avec une hypothèse de croissance du PIB de 2,2 % par an sur l'ensemble de la période

** * calculée à partir de la variation du solde structurel (y compris charges d'intérêts) avec une hypothèse de croissance du PIB de 2,2 % par an de 2006 à 2008 et de 2,7 % de 2009 à 2012.

Sources : INSEE, Rapport économique, social et financier 2008, prévisions OFCE.