

# Le frein à la croissance française? Une incapacité à répondre au supplément de demande

12 novembre

2007

Point de conjoncture



La crise financière a éclaté et se poursuit dans une économie mondiale forte, où les liquidités ne manquent pas. Les risques n'en demeurent pas moins, les difficultés de rétablir la confiance sur les marchés interbancaires laissant planer une menace de restriction des crédits, ce qui n'est pas bon pour la croissance. Depuis quelques semaines s'ajoutent les tensions sur le marché pétrolier et sur l'euro. La flambée des prix du pétrole attise les foyers inflationnistes dans les pays développés, réduisant les marges de manœuvre des banques centrales pour atténuer les effets de la crise financière. L'appréciation de l'euro se fera de plus en plus sentir sur le dynamisme des exportations de la zone en 2008. C'est dire que la bonne nouvelle d'une croissance ragaillardie au troisième trimestre en France, comme en Europe, ne doit pas masquer les difficultés de fond. D'autant que l'été est derrière nous. Au milieu du quatrième trimestre, les indicateurs disponibles confirment que le ralentissement de la conjoncture est en route.

## 1- Marchés financiers : tensions sur les marchés interbancaires, nervosité sur les marchés d'action

\* La crise américaine des subprime, dans son aspect financier, n'était pas en soi une crise majeure, ni une menace pour la croissance mondiale. Elle aurait pu rester circonscrite aux Etats-Unis. Le problème est sa diffusion au système financier mondial, les banques de tous les pays ayant investi dans ces actifs financiers puis les ayant répartis dans des produits globalisés.

La crise n'est pas une crise de liquidités, même si les marchés de crédit sont perturbés. La croissance de la masse monétaire en dollars dans le monde s'accélère depuis le début 2006 pour atteindre 13,5% sur un an au deuxième trimestre 2007, davantage que le PIB mondial en valeur (10%). Elle est passée de 75% à 86,5% de ce dernier entre 2000 et le premier semestre 2007. Cette progression de la masse monétaire est alimentée par celle aux Etats-Unis (6% l'an) et dans la zone euro (11% l'an), ainsi que par l'augmentation des réserves de change des pays émergents permise par leurs excédents commerciaux considérables.

La crise est une crise de confiance sur les marchés interbancaires et de crédit liée à l'incertitude sur les comptes et les bilans des banques plus ou moins engagées sur des produits à risque. Le stress s'atténue sur les marchés monétaires grâce aux injections de liquidités par les banques centrales et à la baisse des taux des fonds fédéraux aux Etats-Unis, mais le calme n'est pas revenu : les tensions restent vives sur les taux monétaires, comme en témoigne l'écart entre le rendement des bons du Trésor américains à trois mois et le taux de l'euro dollar à trois mois : quand ils ont des liquidités disponibles, les établissements bancaires préfèrent les placer dans ces Bons que les prêter à d'autres établissements. Les titres d'Etat à long terme également continuent à jouer leur rôle de valeur refuge, et leur rendement reste tiré vers le bas malgré l'envolée des cours mondiaux des produits de base qui fait remonter les anticipations d'inflation dans le monde : les taux américains à 10 ans sont repassés sous la barre des 4,5%, rejoignant les taux européens de même échéance, ce qui constitue un facteur supplémentaire de baisse du dollar par rapport à l'euro.

Analyser

\* La défiance sur les marchés interbancaires et de crédit tranchait jusqu'à fin octobre avec l'optimisme retrouvé sur les places boursières, après le recul de l'été (-10,7% entre la mi juillet et la mi-août 2007, selon l'indice agrégé des 39 places suivies par Coe-Rexecode): fin octobre, les cours dépassaient leur point haut de juillet, s'inscrivant à 16% au dessus du niveau de la fin 2006. Les performances des pays émergents ont été meilleures que celles des pays développés, et celles des secteurs les plus exposés au cycle économique (énergie, matières premières, biens industriels) meilleures que celles des autres secteurs (biens de consommation, santé), signe de la confiance des investisseurs dans la solidité de la croissance mondiale. Toutefois, Début novembre, les marchés boursiers ont paru hésiter, comme si cette croissance mondiale pouvait être remise en cause par la baisse du dollar et l'envolée des prix du pétrole.

## 2- Marchés mondiaux : envol de records en records

.Les tensions s'accroissent sur les marchés de l'énergie et des produits de base, résultat d'une demande toujours vigoureuse des zones émergentes et d'une insuffisance de l'offre. Les cours du pétrole n'en finissent pas de monter, ainsi que ceux des matières premières, du fait surtout des produits agroalimentaires.

\* Après une détente au second semestre 2006 (baisse des prix en dollars de 30% entre début août 2006 et début janvier 2007), le marché du pétrole s'est à nouveau tendu, pour caracoler à près de 100 dollars à New York. Le prix du Brent de la Mer du Nord est proche de 95 dollars, soit un doublement depuis le début 2005. Il était à 20 dollars fin 2001, veille de la reprise du cycle de croissance mondiale dans lequel nous sommes encore. Il a augmenté de 60% depuis le début de l'année. Exprimé en euros, La hausse n'a été « que » de 36%. Mais le cours moyen des 10 premiers mois 2007 n'aura pas augmenté sur celui de 2006 : la baisse du dollar aura compensé la hausse du pétrole pour les Européens...

- Ces niveaux de prix jamais atteints résultent d'un marché pétrolier sous tension : l'offre est désormais inférieure à la demande, de 0,9 million barils/ jour, soit 1,1% de la demande mondiale. Le « choc » de demande en provenance de l'Asie n'explique pas tout. La demande mondiale ne s'est pas accélérée en 2007 : la pression de besoins toujours plus importants des pays émergents a été modérée par le léger recul de la consommation des pays développés (hiver peu rigoureux, économies d'énergie, énergies de substitution). Alors que l'économie mondiale croît de 5% par an depuis 2004, la demande de pétrole a décéléré durant la même période, avec une progression tombée de 4,5% à 1,5%, proche de la moyenne des années 1988-2002. Le déséquilibre du marché tient à des approvisionnements restreints. Des difficultés techniques ont amputé la production dans certaines zones (Etats-Unis, Mexique, Mer du Nord, Russie qui est désormais le premier producteur mondial). Mais l'insuffisance actuelle de l'offre résulte d'abord de la politique de réduction des quotas menée depuis un an par l'OPEP (37% du marché mondiale) pour faire remonter les prix et redresser ainsi leur pouvoir d'achat mis à mal par la baisse du dollar. La baisse de 4% de sa production depuis un an n'a pas été compensée par celle des pays producteurs non membres de l'OPEP.

- Le prix du pétrole restera élevé à moyen - long terme, mais une accalmie conjoncturelle est envisageable en 2008, du fait d'approvisionnements plus abondants attendus en provenance des zones OPEP et non OPEP. D'ailleurs le prix à terme est passé sous le prix spot depuis l'été, signe que les opérateurs anticipent une détente techniquement logique, mais évidemment tributaire d'aléas climatiques ou géopolitiques.

- L'envolée des prix du pétrole entraîne mécaniquement ceux des autres énergies, notamment du gaz importé en Europe avec un délai de plusieurs mois, les contrats d'approvisionnement étant indexés sur les cours passés du pétrole brut ou de ses dérivés. Comme pour le pétrole, l'appréciation de l'euro en atténuera les effets pour les consommateurs européens.

\* La fermeté des cours des matières premières atteste d'une conjoncture mondiale vigoureuse. L'indice Coe-rxecode hors énergie et métaux précieux a encore augmenté de 15% depuis le début de l'année. A la différence des années précédentes, la hausse récente n'est pas liée à celle des métaux communs, dont les cours ont triplé depuis 2003. A partir de leur point haut de mai 2007, ils ont baissé de près de 20% (reconstitution de stocks, amélioration de certaines offres), mais certains marchés demeurent tendus (plomb, étain, cuivre). Malgré d'importants investissements au niveau mondial qui ont permis la détente récente, les besoins industriels des pays émergents vont nourrir une demande de métaux qui pèsera d'autant plus sur les prix que les stocks sont bas.

Le fait notable est l'envolée des matières premières alimentaires (+36% en dollars sur un an en septembre, après 12% en avril et mai) sous la poussée des cours des huiles et surtout des céréales (+62% en septembre). Les raisons en sont de mauvaises conditions climatiques (inondations en Europe de l'Est, sécheresse en Australie), le bas niveau des stocks mondiaux, la demande des pays émergents, notamment de la Chine devenue importateur net. Ceci explique l'explosion des prix du blé aux Etats-Unis et sur les marchés à terme. Les productions américaine et australienne seront déterminantes pour l'évolution des cours en 2008, alors qu'en Europe, la production sera amputée par la chute de la production ukrainienne. Le renchérissement des céréales va tirer à la hausse les prix de la viande et des produits en aval comme le lait. Si les cours du café sont en forte augmentation (+7% au troisième trimestre), le marché du sucre se stabilise après son effondrement entre le début 2006 et le printemps 2007 (-40%) et restera déprimé: surproduction résultant d'une surestimation des besoins en éthanol, nouveaux producteurs (l'Inde est le deuxième mondial derrière le Brésil), demande mondiale qui se modère. Cette flambée des prix alimentaires se répercutera dans les pays développés et émergents à partir du printemps 2008 sur la partie de l'indice des prix la plus sensible pour les consommateurs.

### 3 - Une résilience étonnante de la croissance mondiale

\* La crise financière est intervenue au cours de l'été dans une économie mondiale forte. La croissance s'est même accélérée au troisième trimestre en Europe et aux Etats-Unis, et les liquidités sont plus qu'abondantes dans le monde.

- Les échanges internationaux, se sont raffermis durant l'été, en dépit de la modération des importations américaines: +2,5% en juillet-août sur la moyenne du deuxième trimestre, selon l'indicateur de la demande mondiale d'importations en volume de Coe-Rexecode, soit une hausse de 6% sur un an (progression moyenne de 10% en 2006, dont 6,6% pour les pays développés et 15,8% pour les zones émergentes). Le taux de fret maritime sur cargaisons sèches en vrac bat de nouveaux records (hausse de 150% sur un an en octobre, multiplication par 3,8 depuis janvier 2006), conséquence d'un volume d'échanges qui dépasse la capacité de l'offre de cargos et de l'encombrement de certains ports (Chine et Australie). En revanche le taux de fret pétrolier tend à baisser (moindre besoin d'approvisionnement, plus grande offre de tankers).

- La production industrielle des 43 principaux pays a rebondi en août après le tassement de juillet, et la moyenne des trois derniers mois connus dépasse de 7,1% celle enregistrée un an plus tôt. En septembre, la production d'acier s'est stabilisée à un niveau record, et celle d'aluminium a atteint un nouveau point haut.

\* Il n'empêche que depuis plusieurs semaines, on assiste à un changement de tonalité. Le renchérissement du pétrole et des produits de base continue de doper l'économie des pays producteurs et exportateurs, et donc de dynamiser leurs importations, mais elle érode, le pouvoir d'achat des pays consommateurs – industrialisés et émergents non producteurs de ces produits -, et y attise les foyers d'inflation. Soumise à ces deux influences contraires, l'économie mondiale va marquer une pause de croissance. Ce n'est pas une rupture. Mais l'inflexion est déjà en cours aux Etats-Unis et en Europe, dans les indicateurs et les enquêtes de conjoncture : à l'unanimité du printemps pour se féliciter d'une reprise assurée succède un unanimité pour s'inquiéter d'un ralentissement généralisé, par crainte des effets à venir de la crise financière de l'été, et de la montée indéfinie du pétrole et de l'euro.

- Les économies émergentes continuent de soutenir la croissance mondiale. L'amélioration du niveau de vie dans ces pays accroît leur demande intérieure, stimulant ainsi leur production nationale – donc une croissance plus autonome -, et leurs importations qui continuent de croître à près de 10% sur un an. C'est vrai des pays asiatiques, mais aussi des pays de l'OPEP et de la Russie (+18% sur un an) forts de leur rente pétrolière. La Chine est toujours en plein boom : en septembre, la production manufacturière a encore progressé de 2,2% (19% sur un an !), et les ventes au détail de 1%. Signes de la montée en puissance chinoise, la production de voitures particulières atteint près de 5 millions l'an (+23% sur un an), contre 500 000 au début 2000 et les exportations de septembre ont confirmé leur record à près de 106 milliards de dollars par mois (+26,4% sur un an), dépassant franchement le niveau des exportations américaines (100 milliards de dollars) et rejoignant celui des allemandes (110 milliards). Avec un excédent qui a triplé en trois ans pour approcher les 300 milliards de dollars par an, les réserves de change chinoises ont augmenté de près de 450 milliards de dollars sur un an, pour dépasser 1400 milliards de dollars (55% du PIB 2006), à la faveur d'un yuan artificiellement bas.

. Aux Etats-Unis, l'économie ralentit depuis la mi-2006. Les informations sur les derniers mois soufflent le chaud et le froid. En pleine tourmente financière, la croissance du troisième trimestre a atteint 3,9% l'an (+ 1,6% sur un an). La production industrielle continue de progresser, tirée par des exportations que stimule la faiblesse du dollar. La consommation s'est à nouveau redressée en septembre (+5% sur un an et 6,3% l'an au troisième trimestre). Les commandes de biens durables baissent en septembre, malgré la bonne résistance de celles de biens d'équipement. Les indicateurs du climat des affaires baissent depuis l'été, et s'approchent du seuil indiquant que l'activité peut se retourner Les stocks de logements neufs se sont réduits en septembre

pour le troisième mois consécutif mais demeurent trop élevés (8,3 mois de vente) pour interrompre la baisse des prix. Les permis de construire, loin d'avoir atteint le point bas de 1991 de la précédente crise immobilière, continuent de se réduire. L'indicateur du climat chez les promoteurs a cassé son point bas de 1990. La hausse des prix à la consommation est restée jusqu'ici contenue malgré le renchérissement des produits énergétiques et alimentaires. Celle des salaires qui s'était accélérée en septembre (près de 5% l'an sur 3 mois pour le gain horaire ouvrier) s'est tempérée en octobre (+3% l'an sur 3 mois, et 3,8% sur un an). Les entreprises devront défendre leurs marges, au prix d'une décélération encore à venir de l'emploi, qui s'était raffermi durant l'été et encore en octobre (+166 000), d'autant que les effectifs dans la construction ont encore peu baissé.

La croissance américaine reviendra à 2% cette année, pour dépasser à peine ce chiffre en 2008. C'est un rythme inférieur à la tendance, mais non catastrophique, d'autant qu'existent des forces de reprise. Les entreprises n'ont pas d'excès de stocks à écouler ni d'excès d'investissements à digérer. L'inconnu est le comportement de dépense des ménages, mais leur situation patrimoniale nette reste positive, la valorisation des portefeuilles boursiers compensant la dépréciation des logements. Enfin, la balance commerciale continue de s'améliorer lentement, malgré la facture pétrolière. Le taux de couverture des échanges non énergétiques vient de repasser au dessus de 70%, son niveau de 2000. C'est pourtant sans effet sur le dollar, en raison d'une défiance des investisseurs non résidents devenus vendeurs nets de titres américains.

\* Le climat des affaires au Japon s'est retourné à la rentrée, suite à la crise financière de l'été, même si la confiance se maintient dans les grandes entreprises industrielles, qui sont largement exportatrices et bénéficient toujours d'un yen anormalement faible. Les dépenses d'investissement sont fermes, et les besoins de main d'œuvre s'accroissent, alors que l'emploi baisse depuis mai. La demande des ménages toujours déprimée ne surprend pas, au vu de la dégradation du marché du travail (hausse du chômage en septembre), sur fond d'une déflation persistante : les prix continuent de baisser (-0,2% en septembre sur un an, et seulement +0,4% l'an sur 3 mois en dépit du renchérissement de l'énergie), ainsi que les salaires. Du fait d'un repli plus marqué des importations que des exportations en septembre, l'excédent commercial a retrouvé son record du début 2004.

\* L'Europe peine toujours à trouver les ressorts d'une croissance plus autonome. Le couplage des conjonctures américaine et européenne demeure important, malgré la création de la zone euro, et les substituts à la demande américaine que les exportateurs européens peuvent trouver sur les marchés émergents. Une croissance plus autoentretenue en Europe suppose à la fois une demande intérieure solide et une compétitivité extérieure solide, qui continuent à faire défaut.

- La dynamique européenne interne est en deçà de ce qui serait nécessaire, au vu des indicateurs sur l'été. L'activité industrielle, hésitante au printemps, a retrouvé de la vigueur en juillet et août. L'indice de la production manufacturière a augmenté de 5% l'an durant l'été (+4% sur un an). Mais le climat des affaires dans l'industrie s'est retourné en septembre puis en octobre. L'opinion des entreprises sur les carnets de commandes s'est fortement replié, pour le marché intérieur mais aussi pour l'exportation, sous l'influence entre autres de la hausse de l'euro. La confiance des ménages se dégrade, malgré un taux de chômage historiquement bas qui continue de baisser. En octobre, l'indice des prix a bondi de 0,4%, inscrivant une hausse de 2,6% sur un an (2,9% l'an sur trois mois), mais l'inflation sous-jacente demeure contenue sous la barre des 2%.

Les secousses sur le marché interbancaire vont peser sur l'activité des prochains mois. L'enquête trimestrielle de la BCE auprès des établissements de crédit faisait état en septembre d'un durcissement « modéré » des conditions de crédit - aux entreprises et aux particuliers - au cours des derniers mois, qui se poursuivra au cours des mois à venir. La crise financière contraint les banques à plus de prudence et d'attentisme, dans un contexte de concurrence accrue entre établissements. Elles ont déjà constaté et prévoient pour les prochains mois une difficulté croissante pour elles à titriser les crédits. Ce durcissement intervient après trois années de grandes facilités de crédit : la hausse des encours de crédits aux sociétés non financières de la zone euro dépassait encore au troisième trimestre 12% sur un an. Toutefois, les banques prévoient une modération de cette demande de crédit (moins d'opérations de fusion-acquisition et moins de stocks à financer), reflet d'un possible attentisme des entreprises. Ce serait un signal important en direction de la BCE, qui voit dans la dérive des crédits une raison importante - à côté de la hausse des prix en Allemagne (2,4%) , ou de la vigueur du marché de l'immobilier en France et en Espagne - de ne pas détendre sa politique.

. Du côté extérieur, la montée de l'euro met à mal la compétitivité des entreprises. Il a inscrit de nouveaux records, à plus de 1,44 dollar ou 165 yens. En réalité, il s'apprécie contre la quasi totalité des monnaies. Son change effectif nominal est au plus haut depuis 10 ans, dépassant de 13% son niveau de la fin 2005-début 2006. Dans le même temps, le dollar et le yen ont vu leur change effectif nominal baisser de 8 à 10%. Alors que la zone euro gagnait des parts de marché jusqu'en 2002, elle en perd depuis lors. Entre 2002 et 2007, ses exportations de biens et services ont augmenté moins vite que la demande mondiale qui lui était adressée, l'écart annuel moyen étant de 2,4 points. Le manque à gagner d'activité correspondant représenterait 0,5 à 0,7 point de PIB, ce qui n'est pas rien quand la croissance n'excède pas 2%. Seul pays qui n'a pas perdu de parts de marché, l'Allemagne en gagne beaucoup moins, et un euro de plus en plus fort affecte de plus en plus sa compétitivité.

. Après quelques hésitations en début d'année, la production industrielle s'est accélérée jusqu'à l'été en Allemagne, tirée par le dynamisme des exportations, qui ont rebondi en juillet et août (nouveau record de 83 milliards d'euros). Aussi, malgré la poussée des importations, l'excédent commercial s'est-il à peine tassé, proche du record annualisé de 190 milliards d'euros. Pourtant, le climat des affaires s'est retourné depuis le printemps, et l'indicateur IFO sur la situation future a baissé en octobre pour le cinquième mois consécutif, signe que les chefs d'entreprise commencent à vraiment s'inquiéter. Ce retournement est corrélatif de celui des commandes nouvelles à l'industrie, sur le marché intérieur comme à l'exportation. Le rythme des investissements va ralentir (repli du taux d'utilisation des capacités de production, plafonnement des commandes de biens d'équipement et même recul pour les seules machines). Malgré des créations d'emploi sans doute moins vigoureuses, la consommation ne devrait pas fléchir, soutenue par un peu plus de salaire et un peu moins de hausse des prix, après le « choc » de la TVA au début 2007. Au total, la croissance allemande en 2007 avoisinera les 2,5% en 2007 et 2% en 2008.

En Espagne, soutien important de l'économie européenne, la croissance, forte en 2006-2007 (3,9% en moyenne), va nettement se modérer en 2008 (2,5%). Le ralentissement est déjà en cours et les indicateurs ne sont pas bons, qu'il s'agisse de l'emploi, des perspectives d'investissement, du marché immobilier. Dans l'industrie, les perspectives de production se sont franchement dégradées et les opinions sur les carnets de commandes effondrées. La montée de l'euro n'y est pas étrangère, pour un secteur exportateur qui est le talon d'Achille de l'économie espagnole.

\* Compte tenu de l'inflexion de la conjoncture en cours ou à venir dans les autres pays de la zone, le sursaut de la croissance dans la zone euro au troisième trimestre fera long feu. Elle n'excèdera guère 2% en 2008, (2,6% actuellement estimés pour 2007). Le ralentissement en cours dans la zone euro ne manquera pas d'affecter l'activité en France.

## 4 - Croissance française en peine de raffermissement

\* La croissance du deuxième trimestre (1,3% l'an) a été décevante, confirmant le décrochage d'avec la zone euro. Elle s'est redressée au troisième trimestre, comme en Allemagne ou dans la zone euro (+2,8% l'an). Sur un an, la croissance française reste en retrait : +2,1%, contre 2,6% pour la zone euro, faute d'une contribution positive au commerce extérieur venant en appui de la demande intérieure. Ce rebond de croissance était attendu au vu des indicateurs de conjoncture sur les mois de l'été.

-La production industrielle a rebondi durant l'été (+5% l'an, et +2,6% sur un an dans le secteur manufacturier) en dépit d'un mauvais indice de septembre (-1,3%). Cette embellie tient à la reprise dans le secteur automobile et celui de l'équipement, grâce aux exportations.

. Les achats des ménages ont continué de progresser en septembre après la reprise de juillet-août, de sorte que le troisième trimestre s'inscrit en hausse de 4,4% sur un an, rythme double de la tendance de long terme. Dans le même temps, les immatriculations de voitures neuves se sont nettement redressées (+9,5% l'an sur le deuxième trimestre où elles avaient reculé, soit une progression de 5,5% sur un an). De même, les mises en chantier de logements, après un tassement au printemps, ont rebondi au troisième trimestre (+12% sur le deuxième), pour dépasser le dernier point haut de début 2006, avec 465 000 logements en rythme annualisé.

. Enfin, les exportations qui faisaient preuve de mollesse jusqu'au printemps ont fortement accéléré : +16% l'an (+11,8% dans l'industrie manufacturière) entre le deuxième et le troisième trimestres, soit +5,6% sur un an (+4,9% dans l'industrie manufacturière). Simultanément, il est vrai, les importations ont également bondi durant l'été (+13% l'an, et +17% l'an pour les produits manufacturés). Le déficit commercial cumulé des neuf premiers mois s'est alourdi de 28,5 à 33,3 milliards d'euros entre 2006 et 2007, et celui des échanges de produits manufacturés a triplé, passant de 4,9 à 15,5 milliards d'euros, expression la plus flagrante des insuffisances structurelles de notre économie.

\* En tout état de cause, un rebond n'est pas une reprise. Les enquêtes depuis la rentrée augurent d'un quatrième trimestre plus atone.

. La situation est toujours favorable dans les services. L'indicateur du climat des affaires est élevé, mais le point haut de l'activité est désormais derrière nous. Si les perspectives demeurent soutenues dans les services à la personne, les entreprises s'attendent à un léger ralentissement de la demande dans les services aux entreprises. D'autres enquêtes auprès des directeurs d'achat conduisent à un panorama plus mitigé de ces secteurs.

. Chez les détaillants, les perspectives et les intentions de commandes ont interrompu en octobre le mouvement de baisse qui prévalait les mois précédents, même s'ils disent devoir relever leurs prix au cours des prochains mois. Le climat s'est également amélioré à la rentrée chez les grossistes qui maintiennent leurs intentions de commandes à un niveau globalement élevé, malgré un tassement dans les biens intermédiaires et les biens de consommation non alimentaires.

. Malgré le léger tassement de l'activité au troisième trimestre, les perspectives dans les Travaux publics sont toujours orientées avec des carnets de commandes garnis. Le climat des affaires dans le Bâtiment est au plus haut depuis 2001, et les carnets de commandes sont là aussi bien garnis, sur fonds de tensions persistantes sur l'appareil de production. Dans la promotion immobilière, la demande de logements neufs, mais le stock des invendus s'est un peu allégé au 3<sup>ème</sup> trimestre. La proportion de promoteurs prévoyant de mettre en chantier plus de logements s'est stabilisée, mais celle des entrepreneurs souhaitant mettre à l'étude de nouveaux projets a diminué.

. Le climat des affaires mesuré par l'INSEE dans son enquête mensuelle dans l'industrie ne se détériore que progressivement. Les perspectives personnelles continuent d'augmenter en octobre, alors que se dégradent les opinions sur les perspectives générales, les stocks et les carnets de commandes, notamment la demande étrangère. D'ailleurs, dans l'enquête sur le troisième trimestre, les perspectives d'exportations des industriels sont nettement plus pessimistes, sur fond d'un effritement de la compétitivité des produits français : le rebond de l'été ne va pas se pérenniser.

. La retombée du moral des ménages après l'euphorie du printemps s'est confirmée en septembre et octobre. L'indice synthétique de l'INSEE est ainsi revenu à son niveau qui prévalait avant les élections. Les ménages font état d'une dégradation de leur situation financière passée, et de leur sentiment d'une forte hausse des prix depuis la rentrée que n'indique pas l'indice de l'INSEE. Ce sentiment tient peut-être en partie à l'inquiétude suscitée par les hausses du pétrole et des matières premières, et les commentaires sur leur impact pour le consommateur. En tout cas les ménages sont de moins en moins nombreux à juger opportuns des achats importants. Pourtant, cette morosité ne se traduit pas dans le comportement actuel de dépenses des ménages. L'indicateur de confiance publié par l'INSEE n'est pas un indicateur avancé de la consommation : son niveau le plus bas, au début des années 2000, avait coïncidé avec un rythme soutenu des achats.

\* Il reste que les deux moteurs de la consommation, vigoureux jusqu'à l'été, pourraient se modérer.

. Le développement soutenu de l'emploi au 1<sup>er</sup> semestre 2007 confirme la montée en puissance des embauches depuis 2 ans : +253 000 salariés sur un an au deuxième trimestre dans le secteur marchand non agricole, après +189 000 au quatrième trimestre 2006. Un pic est sans doute atteint. Depuis 2004, la croissance de l'emploi salarié s'est accéléré, mais non celle du PIB. Les entreprises devant restaurer leur productivité, l'évolution des effectifs sera moins forte, d'autant que la conjoncture ralentit et que les difficultés d'embauche s'accroissent.

. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a augmenté de 2,6% sur un an au deuxième trimestre, croissance supérieure à celle du PIB pour la quatrième fois consécutive. Pour l'ensemble de l'année, elle sera de l'ordre de 2,5%, contre 2,3% en 2006 et 1,7% en 2005. La hausse du pouvoir d'achat du salaire moyen par tête s'est également accélérée en 2007, avec 1,3%, et 1,7% dans les seules sociétés non financières (1,2% en 2006). Du côté des prix, l'inflation reste contenue (1,5% en octobre sur un an) mais son point bas est passé : l'envolée des cours mondiaux va entraîner une remontée inéluctable des prix des produits énergétiques et alimentaires.

\* Au-delà de ces données instantanées, trois réalités - qui sont autant de zones d'ombre dans la conjoncture de cette fin d'année - continuent d'obérer durablement la croissance de l'activité en France.

- plus de consommation ne fait pas plus de production. La consommation pourra être soutenue par le « paquet fiscal » voté l'été dernier, encore qu'une partie importante ira à l'épargne (déjà le taux d'épargne augmente). Surtout, la consommation française tire d'abord la production étrangère : entre 2000 et 2007, la croissance des achats de produits manufacturés a été de 23%, mais de 9% pour la production et de 66% pour les importations ! De surcroît, les Français réorientent leurs dépenses vers une consommation moins favorable à la production française (de plus en plus d'équipement électrique et électronique pour la maison ou les loisirs). Les résultats sur 2007 confirment que faire progresser les revenus plus vite que la production contribue moins à accélérer la croissance qu'à creuser le déficit commercial. Depuis sept ans, le PIB a augmenté en France au même rythme que la moyenne de la zone euro, mais les revenus y ont augmenté 1,5 fois plus vite.

- le dynamisme extérieur ne profite pas aux exportateurs français. Les exportations françaises ne parviennent pas à suivre la croissance de nos marchés extérieurs, en raison pour une part importante de l'affaiblissement de la compétitivité des

entreprises. Leurs coûts continuent de monter plus vite que la moyenne européenne : le coût horaire de la main d'œuvre a augmenté au deuxième trimestre 2007 de 3,5% sur un an, contre 2,4% pour l'ensemble de la zone euro et 1,2% en Allemagne. Les efforts importants de marges des entreprises - leurs prix à l'exportation baissent relativement à ceux de la zone euro -, ne les empêchent pas de perdre des parts de marché. Le recul depuis cinq ans de la part de la France dans les exportations de la zone euro représente un manque à gagner de quelque 80 milliards d'euros, soit presque un point de croissance par an. Le

entreprises. Leurs coûts continuent de monter plus vite que la moyenne européenne : le coût horaire de la main d'œuvre a augmenté au deuxième trimestre 2007 de 3,5% sur un an, contre 2,4% pour l'ensemble de la zone euro et 1,2% en Allemagne. Les efforts importants de marges des entreprises – leurs prix à l'exportation baissent relativement à ceux de la zone euro –, ne les empêchent pas de perdre des parts de marché. Le recul depuis cinq ans de la part de la France dans les exportations de la zone euro représente un manque à gagner de quelque 80 milliards d'euros, soit presque un point de croissance par an. Le mouvement s'est interrompu au début 2007, et nos parts de marché sont stabilisées jusqu'à présent. Cette pause risque d'être précaire, en raison d'une concurrence sur les prix d'autant plus rude que la croissance sera plus ralentie, et des contraintes pesant sur l'appareil productif.

.- Les freins à l'activité résident plus dans une insuffisance de l'offre que dans une insuffisance de la demande. Les enquêtes de conjoncture les plus récentes mettent en évidence un durcissement sensible des difficultés d'offre. C'est vrai dans le Bâtiment où près de 60% des entreprises du gros œuvre sont empêchées d'accroître leur activité, essentiellement pour des difficultés d'embauche. C'est aussi vrai dans l'industrie où 37% des entreprises ont déclaré en octobre ne pouvoir produire davantage. C'est la proportion la plus élevée depuis 2000. Les capacités de production sont de plus en plus insuffisantes, et la durée d'utilisation des équipements est au plus haut, selon les données de la Banque de France. Ces tensions sont telles que, pour la première fois depuis 2000, les chefs d'entreprise empêchés de produire par insuffisance d'offre ont été plus nombreux que ceux empêchés de produire par insuffisance de la demande.

La raison tient d'abord à des difficultés de recrutement de main d'œuvre. C'est vrai dans la construction, mais aussi dans l'industrie : alors que l'emploi industrie se contracte, les besoins d'embauche – en premier lieu d'ouvriers qualifiés – s'accroissent : le nombre d'offres pour 100 demandes d'emplois est monté de 55 en 2003 à 85 à la rentrée 2007, davantage qu'en 2000. Ce nouveau record est le corollaire de la chute depuis 2003 des demandes d'emploi dans les familles professionnelles de l'industrie.

La contrainte de production tient aussi à des difficultés de financement des investissements. L'investissement des entreprises est la clé du relèvement du taux de croissance. Les indicateurs à court terme sont confus : bonne orientation des enquêtes auprès des grossistes en biens d'équipement, de l'immobilier non résidentiel, des immatriculations de véhicules utilitaires. Dans l'industrie, les budgets d'investissement sont régulièrement révisés à la baisse. L'enquête d'octobre annonce une augmentation de 5% en valeur pour 2007, contre 7% dans l'enquête de juillet. Si cette prévision se confirme, le montant des investissements industriels serait encore inférieur de 14% à son niveau de 2000. Surtout, une telle augmentation ne suffira pas à empêcher que le stock de capital industriel en France continue de se contracter. Monter le régime des investissements suppose des capacités financières renforcées pour les entreprises. Dans l'industrie, les investissements évoluent au même rythme que la marge brute, qui n'a cessé de se contracter depuis 2000. Plus généralement, au vu des comptes des deux premiers trimestres, les résultats des entreprises en France ne s'amélioreront pas en 2007, alors qu'ils se redressent depuis plusieurs années dans les pays voisins, Italie mise à part. D'où un alourdissement de la dette des entreprises qui représente près de 150% de leur valeur ajoutée, contre 100% à la fin des années 80, qui a triplé depuis 20 ans. Et les prochains mois risquent d'être encore plus difficiles, avec un euro qui n'en finit pas de monter, des cours mondiaux toujours plus hauts et des conditions de crédit rendues plus difficiles, surtout pour les PME . ,

\*

Dans ce contexte, la croissance française ne dépassera pas 1,8% en 2007, et peinera à atteindre 2% en 2008, sous trois conditions : pas de dépression américaine, pas de restriction forte des crédits, pas de nouvelles hausses de l'euro et du pétrole. Au-delà de cet horizon conjoncturel, la croissance ne parvient pas à décoller de son tendanciel de 2% - un peu en dessus ou un peu en dessous selon les années-. La demande est là : les Français consomment, les pays émergents importent. La production nationale n'est pas en mesure de satisfaire toutes ces demandes. Le point de croissance qui nous manque, et le gain de pouvoir d'achat qu'attendent les Français se trouvent dans le renforcement de la compétitivité des entreprises, sur les deux fronts de l'investissement et de l'emploi.

---

Rédaction achevée le 12 novembre 2007