

# endurance(s)

Lettre d'information de



Coe-Rexecode

www.coe-rexecode.fr

## France : le climat des affaires s'assombrit encore

L'économie française a échappé, de peu, à une récession technique, en enregistrant une maigre croissance du PIB au troisième trimestre 2008 (+0,1 %, après -0,3 % au deuxième). Le climat des affaires s'est cependant encore nettement dégradé, une évolution qui est d'ailleurs générale en Europe.

### Retournement des anticipations

Début 2008, quatre facteurs avaient pesé sur l'activité dans l'Hexagone : un affaiblissement de l'environnement international, le retournement du marché immobilier, la hausse des prix des matières premières énergétiques et agricoles, qui s'est traduite par une stagnation de la consommation des ménages, et enfin la poursuite de l'appréciation de l'euro qui a pesé sur la compétitivité des entreprises françaises. Pour les mois à venir, la chute des cours des produits de base et la dépréciation de l'euro intervenues depuis l'été constituent deux amortisseurs pour l'activité. Cependant, avec l'exacerbation de la crise financière depuis la mi-septembre, les anticipations économiques semblent s'être retournées. Dans l'industrie, les soldes d'opinions des enquêtes de conjoncture se situent désormais à un niveau voisin de celui qui prévalait en 1993, lors de la dernière récession qu'a connue l'économie française. Les perspectives générales

« Une dégradation des anticipations peut devenir auto-réalisatrice »

d'activité se sont d'ailleurs beaucoup plus dégradées que les perspectives personnelles, ce qui illustre les inquiétudes des industriels face à leur environnement. Naturellement, une dégradation des anticipations peut devenir auto-réalisatrice. Dans les services, la détérioration du climat des affaires s'est aussi fortement accentuée. Enfin, dans la construction, un retournement est intervenu également, même si l'activité demeure encore autour de son niveau moyen de long terme.

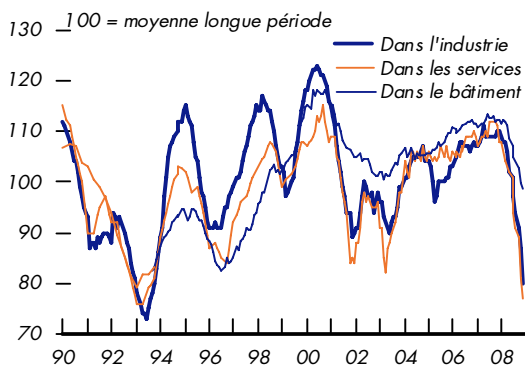
### Mesures de soutien

Dans ce contexte, la mise en œuvre de mesures contracycliques est importante pour éviter un creux trop prononcé de l'activité, qui amputerait le potentiel de croissance à moyen terme à travers une destruction de capital physique et humain. Compte tenu de la désinflation en cours, la BCE dispose d'une marge importante de réduction de ses taux directeurs, ce qui pourrait d'ailleurs en partie compenser l'existence d'écart entre les taux de marché et les taux de référence de la banque centrale. Du côté de la politique budgétaire, l'équation vise à concilier un soutien ponctuel à la demande et des mesures destinées à renforcer la capacité d'offre à moyen terme.

Alain Henriot

Tél. 01 53 89 20 80 - ahenriot@coe-rexecode.fr

**France**  
Indicateurs synthétiques du climat des affaires



Source : INSEE

Bloc-notes

Dernier document de travail de Coe-Rexecode : « Tableau des émissions de gaz à effet de serre en France ».

**791 700 :**  
nombre  
de personnes  
employées en  
France dans les  
activités finan-  
cières en 2007

En 2007, la valeur  
ajoutée dégagée  
par l'industrie  
financière améri-  
caine s'élevait à  
1 114 milliards  
de dollars

En France,  
l'intermédiation  
financière représente  
environ 60 % des  
activités financières  
en termes de valeur  
ajoutée

## Poids de la finance dans l'économie : une comparaison transatlantique

**L'importance des activités financières pour le fonctionnement de l'économie ne s'arrête naturellement pas au poids « physique » de la finance en termes de création de valeur ou d'emplois. L'industrie financière a néanmoins largement participé à la croissance des pays anglo-saxons au cours de la dernière décennie, une tendance qui devrait s'inverser dans les années à venir.**

Les activités financières peuvent être regroupées en trois blocs : l'intermédiation financière, l'assurance, les auxiliaires financiers et d'assurance (qui incluent par exemple la gestion de portefeuille). Cet ensemble, par construction assez hétérogène, recouvre des activités qui ont été ces dernières années au cœur de ce que l'on peut appeler l'industrie financière. Dans ce domaine, les pays anglo-saxons ont joué un rôle de leader. De nombreux travaux ont ainsi montré que le secteur financier avait été une des composantes de l'économie qui avait bénéficié de gains de productivité importants à travers la « révolution » des nouvelles technologies de l'information et des télécommunications. En retour, ce secteur expliquait aussi une part non négligeable de l'écart de potentiel de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe continentale.

### La finance : un poids bien plus élevé dans l'économie aux Etats-Unis qu'en France

Afin de disposer de données homogènes et faciliter les comparaisons internationales, nous utilisons la banque de données EU-KLEMS développée sous l'égide de la Commission européenne. Les dernières données disponibles s'arrêtent à 2005, soit environ dix-huit mois avant le retournement des marchés financiers intervenu à la mi-2007. En 2005, le poids des activités financières dans l'ensemble de l'économie était très nettement supérieur aux Etats-Unis qu'en France en termes de valeur ajoutée et, dans une moindre mesure, en nombre d'emplois. Outre-Atlantique, sur la période 1995-2005, la croissance annuelle en volume de la valeur ajoutée dans les activités financières a, en moyenne, dépassé de plus d'un point celle du PIB (4,3 % contre 3,2 %), et a été nettement plus vive qu'en France (2,5 %). Il faut toutefois souligner que l'éclatement de la bulle Internet, qui avait notamment conduit à une forte correction des marchés boursiers, a temporisé le développement de l'industrie financière américaine en 2001-2002. Ainsi, entre 1995 et 2000, l'industrie financière a crû à un rythme moyen annuel de 6,3 %. Toutefois, cette dichotomie entre les deux sous-périodes ne se retrouve pas en France. Au Royaume-Uni, les activités financières se sont même développées à une vitesse nettement plus rapide depuis le début de la

“ Les événements récents vont conduire à un net ralentissement des activités financières »

décennie (6,6 % par an en moyenne pour la valeur ajoutée en volume entre 2000 et 2005, contre 4,4 % au cours des cinq années précédentes). Ces chiffres illustrent en particulier l'expansion de Londres en tant que place financière internationale.

Les événements récents vont conduire à un net ralentissement des activités financières. A court terme, des plans de réduction d'effectifs importants ont été annoncés par plusieurs établissements, en vue de restaurer le plus rapidement possible leur rentabilité. A moyen terme, il est probable que la crise actuelle débouche sur une période relativement longue de moindre progression de l'endettement et d'un développement plus limité des innovations financières.

Alain Henriot

Tél. 01 53 89 20 80 - ahenriot@coe-rexecode.fr

### Poids des activités financières dans l'économie

	Etats-Unis	Roy.-Uni	France
Part dans la valeur ajoutée (2005, %)	8,4	7,8	4,9
Part dans l'emploi (2005, en %)	4,3	3,7	3,1
Taux de croissance Valeur ajoutée en volume*	4,3	5,5	2,5
Contribution**	0,31	0,33	0,12
Taux de croissance Emploi*	1,5	0,7	0,4
Contribution**	0,06	0,03	0,01
Taux de croissance Productivité horaire du travail*	2,7	4,8	2,6
Contribution**	0,20	0,29	0,13

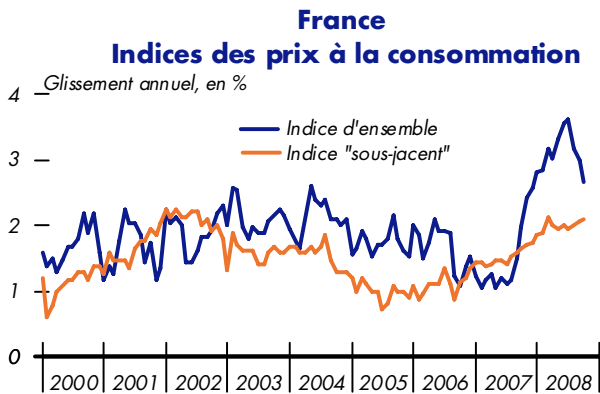
\* 1995-2005, moyenne annuelle, en %.

\*\* Contribution à l'évolution de l'ensemble de l'économie (en points de %)

Source : banque de données EU-KLEMS, calculs de l'auteur

# France : l'inflation n'est plus d'actualité, la déflation ne l'est pas non plus

L'accélération des prix jusqu'au début de l'été puis leur décélération récente s'expliquent de manière quasi-exclusive par les répercussions des évolutions des cours mondiaux de matières premières et notamment de produits énergétiques. Pas plus que le risque d'entrée dans une spirale inflationniste ne devait être exagéré l'été dernier, la matérialisation du risque déflationniste ne nous paraît pas être le scénario le plus probable.



La variation des prix à la consommation, mesurée en glissement sur un an, est retombée de 3,6 à 2,7 % entre juillet et octobre. Le niveau général des prix a même reculé au cours des quatre derniers mois connus (en données brutes). L'accélération passée était exclusivement attribuable à la vive progression des prix des produits énergétiques et des prix des produits alimentaires dont la contribution à la hausse d'ensemble des prix à la consommation est passée de 0,1 à 2,5 % de juillet 2007 à juillet 2008. Dans le même temps, la dérive sur un an des prix est passée de 1,1 % à 3,6 %. Les mêmes causes ont eu

les mêmes effets au cours des derniers mois. La contribution des prix des produits alimentaires et des produits énergétiques à l'inflation d'ensemble est retombée à 1,5 % et le glissement annuel des prix est revenu à 2,7 % en octobre. Ce ralentissement n'est pas arrivé à son terme. Le recul des cours du baril de pétrole s'est poursuivi en novembre. Ils ont été divisés par près de trois depuis leur point haut de juillet. Les prix des produits alimentaires devraient également à nouveau ralentir comme le suggère le tassement des opinions des industriels du secteur de l'agro-alimentaire sur l'évolution prévue des prix.

## Un risque de déflation encore limité

La baisse du niveau général des prix a ramené sur le devant de la scène les risques déflationnistes, soit la combinaison d'un recul du niveau général des prix et du niveau de l'activité. Si la probabilité associée à la manifestation de ce risque s'est renforcée, le scénario déflationniste ne nous paraît pas le plus probable. Plusieurs éléments pourraient en effet freiner la baisse des prix : la dépréciation de l'euro contre le dollar occasionne un peu d'inflation importée, la dérive des coûts salariaux par unité produite en France comme en zone euro reste forte (à proximité de 3 % au deuxième trimestre), la baisse du niveau de l'activité industrielle en France ne s'est pas encore répercutée sur les prix à la production qui progressent de 5 % l'an sur trois mois en septembre.

Denis Ferrand

Tél. 01 53 89 20 86 - dferrand@coe-rexencode.fr

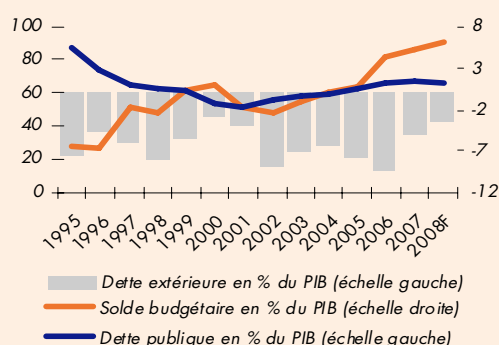
# Hongrie : un pays que la crise financière a mené au bord de la faillite

Avec un niveau élevé de déficit courant, surtout financé en devises, et un déficit public important, la forte vulnérabilité de la Hongrie aux flux de capitaux internationaux s'est soldée, en octobre, par un dévissage de la monnaie et un effondrement boursier.

La Hongrie paie actuellement le lourd tribut de ses erreurs politiques passées. Après avoir laissé se creuser les déficits jumeaux (budgétaire et courant) pendant plusieurs années, ce pays a mis en œuvre en 2006 un plan d'austérité, très impopulaire, mais qui a porté ses fruits. En effet, si la dette publique représente toujours 65 % du PIB, le déficit public, lui, devrait être ramené autour de 4 % du PIB en 2008 (contre 8 % en 2006) et le déficit de la balance courante

autour de 6 % en 2008 (7,8 % en 2006). Mais la crise financière a exacerbé ces fragilités et la forte dépendance du pays aux financements étrangers a accru la volatilité du forint. L'endettement extérieur de la Hongrie devrait dépasser 150 milliards de dollars en 2008 dont plus des trois quarts sont libellés en euros. Le durcissement de la crise financière a avivé les inquiétudes des investisseurs, provoquant une crise de change. Le forint a perdu 15 % contre l'euro depuis mi-juillet, ce qui a renchéri la dette des ménages et des entreprises. Pour soutenir sa monnaie, la banque centrale a relevé le taux directeur de 300 points de base, à 11,5 %.

## Hongrie : indicateurs d'endettement



## Une aide de 25 milliards de dollars, soit 18 % du PIB

Mais ce volontarisme monétaire n'a pas réussi à endiguer la crise de liquidités ni à restaurer la confiance des marchés, ce d'autant que l'économie hongroise subit de plein fouet le freinage de la demande mondiale. Son PIB s'est contracté de 0,1 % au troisième trimestre 2008, revenant à +1 % sur un an. La Hongrie a alors sollicité l'aide financière du FMI, de la Banque mondiale et de la Commission européenne (20 milliards d'euros). Mais le pays ne pourra faire l'économie d'un nouveau resserrement de sa politique budgétaire.

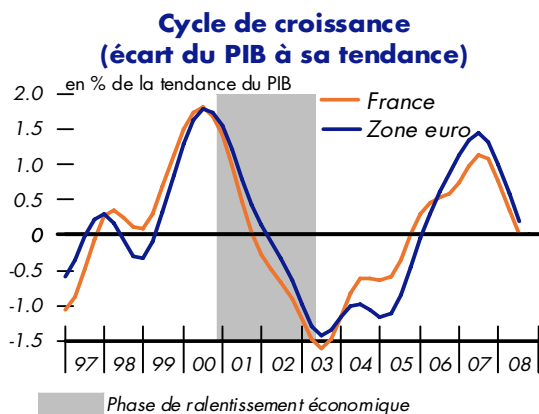
Carole Deneuve

Tel. 01 53 89 20 74 - cdeneuve@coe-rexencode.fr

# Indicateurs cycliques

**La croissance française proche de - 1% en taux annuel en novembre**

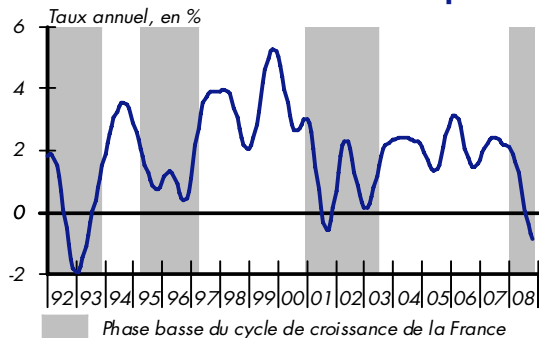
L'examen comparé des cycles de croissance (graphique ci-dessous) pour la France et la zone euro indique clairement que le pic du cycle a été atteint à la mi-2007 en zone euro et un peu plus tardivement en France, soit fin 2007. La phase baissière du cycle n'a donc qu'un an et ne fait que commencer. La croissance va rester sous la croissance tendancielle un certain temps, l'activité s'étant même récemment contractée selon nos estimations.



Source : Coe-Rexecode

En effet, la croissance sous-jacente de l'économie française, selon l'indicateur Coe-Rexecode, est devenue négative depuis septembre 2008 atteignant -0,9 % en rythme annuel en novembre. Même si le PIB trimestriel calculé par l'INSEE a augmenté de 0,1 % au troisième trimestre, il semble bien que l'économie française n'échappe donc pas à la récession. Lors de la dernière phase récessive de 1993, la croissance sous-jacente était tombée à un minimum de - 2 % au plus fort de la récession (début 1993). Suivant le PIB trimestriel officiel, la dernière récession avait duré trois trimestres (du troisième trimestre 1992 au deuxième trimestre 1993) avec une baisse trimestrielle moyenne de 1,6 % en taux annuel. Quant à l'indicateur de croissance sous-jacente, il avait été négatif durant 11 mois, de septembre 1992 à juillet 1993, avec une baisse moyenne de 1,3 % en taux annuel. Sur les trois dernières récessions (1974, 1980 et 1993), la durée moyenne est de trois trimestres et la baisse moyenne du PIB de 2 % en taux annuel. Si ce processus se reproduisait à l'identique, le PIB pourrait ainsi baisser jusqu'à la mi-2009.

## France Indicateur de croissance sous-jacente



Source : Coe-Rexecode

Jacques Anas

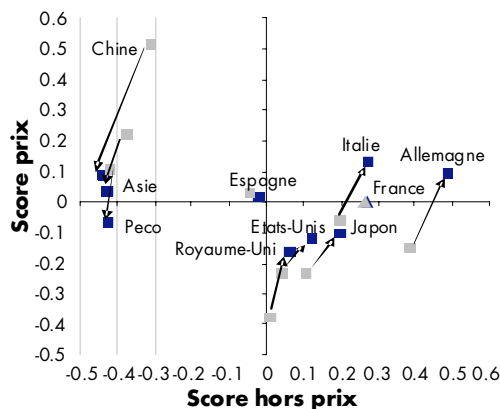
01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr

# Indicateur du mois

**Enquête image 2008 : prédominance des biens de consommation allemands**

Coe-Rexecode réalise chaque année une enquête sur l'appréciation par les importateurs européens de l'image prix et hors prix des produits importés. L'enquête de 2008 a porté sur l'image des biens de consommation. Elle montre une stabilité de l'image prix et hors prix des biens de consommation français par rapport aux résultats de l'enquête effectuée en 2006 sur ces mêmes produits. L'image des biens de consommation des autres pays développés s'est en revanche améliorée aussi bien sur le critère prix que le critère hors prix. A l'inverse, l'image des produits en provenance d'Europe de l'Est et des pays d'Asie se dégrade.

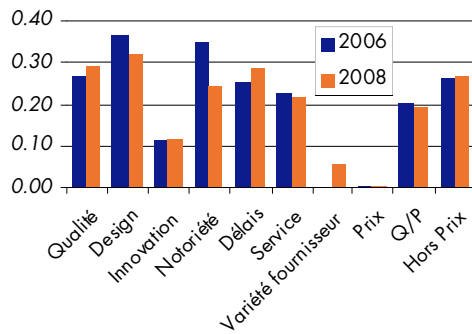
## Image des biens de consommation



Source : enquête Image Coe-Rexecode 2008

Selon les importateurs interrogés, les points forts des produits français tiendraient à leur design et leur ergonomie, à leur qualité, au respect des délais de livraison et aux services liés aux produits en général. Les points de faiblesse des produits français porteraient en revanche sur leur contenu en innovation et le niveau de leurs prix. Au sein de l'ensemble des biens de consommation, l'image des produits français s'est améliorée entre 2006 et 2008 dans l'agro-alimentaire et le textile-habillage. Elle s'est en revanche dégradée pour les produits de l'hygiène-beauté et pour les biens d'équipement du logement. C'est dans ce dernier secteur que l'image prix des produits français est la plus mauvaise. En outre, ils pâtissent d'une faiblesse relative de leur contenu en innovation.

## Biens de consommation français : score obtenu pour chacun des critères



Source : enquête Image Coe-Rexecode 2008

Jacques Anas

01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr