

La lettre de Xerfi Previsis

SOMMAIRE

Zoom : turbulences sur la croissance française	1
1. CONJONCTURE FRANCE	3
Créations d'emplois	3
Consommation des ménages	4
Production industrielle	5
Commerce extérieur	6
2. FINANCE INTERNATIONALE	7
La crise financière	7
Politique monétaire Etats-Unis	8
Politique monétaire zone euro	9
Taux longs	10
Marchés actions	11
3. DOSSIER SPECIAL : MATIERES PREMIERES AGRICOLES	12
Ménages	12
Marchés internationaux	13
Prix agricoles en France	14
Industries agroalimentaires	16
4. LE MEMO	18
- Les indicateurs macro-économiques	
- Les indices boursiers	
5. ETUDE : LES PRIX DES MATIERES PREMIERES AGRICOLES	21

Previsis est réalisé par Xerfi

Directeur de la rédaction :

Laurent Faibis, Président de Xerfi

Responsable de PREVISIS :

Alexander Law, Chef Economiste

Conjoncture, analyses sectorielles

Alexandre Mirlicourtois, Dir. des études,

Laurent Marty, Directeur général

Conjoncture internationale :

Alberto Balboni

Dossiers stratégie :

Delphine David, Dir. de la recherche

PRECEPTA

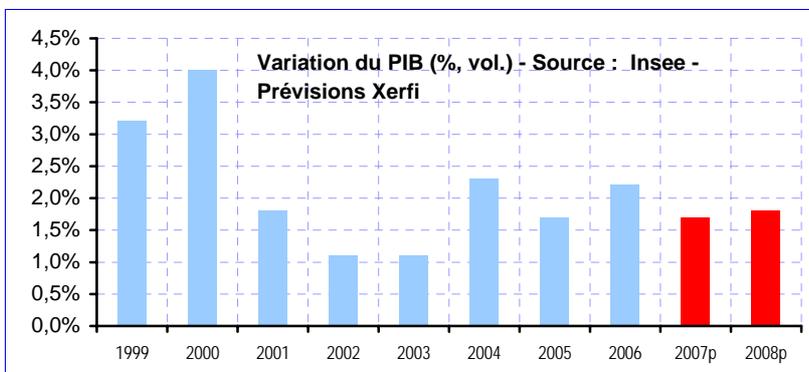
Secteurs témoins :

Nicolas Garin, Chef de projet.

Société éditrice : Xerfi Etudes sarl

La conjoncture, les affaires, les secteurs et les entreprises. Abonnement gratuit.

Croissance française : passage à vide



La rentrée en France : nuages sur la croissance

Pour les économistes, l'état de grâce du Président Sarkozy n'aura pas duré 100 jours ! Après les chiffres décevants de la croissance au deuxième trimestre et la tourmente boursière de ces dernières semaines, Xerfi a refait ses calculs et révisé ses prévisions à la baisse. Ainsi, la croissance tournera au mieux autour de 1,75% en 2007, soit 0,5 point de moins que l'hypothèse sur laquelle a été bâti le budget de l'Etat.

Bien avant la crise des subprimes, l'économie française tournait déjà au ralenti. Au deuxième trimestre, la croissance n'a pas dépassé 0,3%. Significatif : l'investissement des entreprises était proche du point mort et le marché immobilier donnait des signes de faiblesse. A la fin du premier semestre, l'acquis de croissance n'atteignait que 1,3% : viser une hausse du PIB supérieure à 2% cette année ne peut relever que de l'incantation. En outre, le ralentissement se confirme aux Etats-Unis, et chez plusieurs de nos voisins, qui sont nos principaux clients.

C'est donc sur une économie en perte de vitesse que s'est greffée la crise financière et boursière. Inutile de jouer la politique de l'autruche : il y aura des conséquences sur l'économie « réelle ». Le premier canal de transmission se situe sur le marché immobilier :

- du côté de l'offre de crédit, les banques vont se montrer plus sélectives pour l'attribution des prêts immobiliers. Par ailleurs, même une baisse des taux de marché serait contrebalancée par une hausse des primes de risque ;
- du côté des ménages, la crise financière va calmer les esprits surchauffés de plus-values immobilières. La consommation pourrait bien décélérer du fait de l'évaporation de l'effet richesse et de la tentation de renforcer l'épargne de précaution. C'est de mauvais augure quand on connaît l'importance décisive de la consommation dans la croissance française. Dans ce contexte, la mesure gouvernementale de déductibilité des intérêts ne devrait avoir qu'un impact minime.

(lire la suite page 2)

France	2006	2007(p)	2008(p)
PIB	2,2%	1,7%	1,8%
Emploi salarié	0,8%	1,2%	0,7%

Le tableau des entreprises dans le cadre du territoire national n'est guère plus réjouissant. Croissance nulle de l'investissement, créations d'emplois asthéniques... les chiffres du deuxième trimestre ont montré que les chefs d'entreprise étaient sur la défensive. Le climat d'incertitude actuel va les rendre encore plus prudents et attentistes. Ce n'est pas bon pour les embauches et l'investissement. La fin d'année risque donc d'être décevante pour l'économie française, d'autant que les secteurs financiers, l'immobilier et la construction étaient les moteurs les plus dynamiques, et sont désormais les secteurs les plus sensibles.

Cette situation est embarrassante pour l'exécutif. Les rentrées fiscales menacent d'être inférieures à celles prévues, ce qui pose de façon accrue la question du financement (et de l'efficacité) des cadeaux fiscaux. Le bouclage du budget 2008 va relever de l'équilibrisme. Pas facile de tenir les promesses, éviter de lâcher la bride sur les déficits, mais en même temps ne pas prendre le risque d'un budget restrictif qui enverrait un signal très négatif vers les ménages et les chefs d'entreprise, au risque d'accroître le ralentissement économique.

Les fondamentaux restent sains

Pour autant, il ne devrait s'agir là que d'un passage à vide, parce que les fondamentaux de l'économie mondiale restent sains. Certes, le rythme de la croissance mondiale décélère, sous l'impact du ralentissement américain, mais il va rester supérieur à 3%, un rythme suffisamment élevé pour alimenter les exportations de la locomotive allemande, et les profits de nos grandes entreprises implantées dans les pays émergents. Les interventions répétées des banques centrales finiront bien par calmer la

tempête sur les marchés financiers. Au sein de l'économie réelle, les grandes entreprises vont maintenir des profits élevés, alimentés par la croissance mondiale et un partage de la valeur ajoutée qui leur reste durablement favorable compte tenu de la pression sur les salaires exercée par les pays émergents. Par ailleurs, les entreprises devraient également bénéficier d'un relâchement de la pression sur les prix des matières premières et les taux. Sur ce dernier point, la BCE va, en effet, hésiter avant de mettre de l'huile sur le feu par une augmentation des taux directeurs en plein incendie.

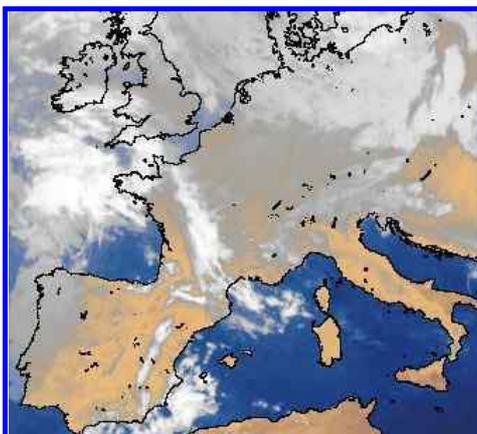
Choisir entre l'audace et l'enlisement

Reste à connaître la réaction de l'exécutif en France : va-t-on encore se contenter de mesures court-termistes avec des incitations fiscales à l'effet très limité, ou enfin engager les réformes de structure décisives qui seules pourront élever le niveau de croissance potentielle et faire bénéficier la France à plein de la reprise après le passage de cette zone de turbulences ? Reste à espérer que les conclusions du comité Attali sur la croissance – attendues pour la fin de l'année - ne terminent pas aux côtés des précédents brillants rapports (comme celui de M. Camdessus commandé par le Ministre des finances Sarkozy) sur des étagères poussiéreuses. Car la marge de manœuvre économique et sociale du chef de l'Etat va se resserrer au fil des mois. Pour celui qui a fait du volontarisme la clé de sa politique, l'impératif du choix entre l'audace et l'enlisement est posé plus rapidement que prévu.

Laurent Faibis, Président de Xerfi
Alexander Law, Chef économiste



L'expertise et la passion de la vérité économique



**CONJONCTURE
FRANCE**

Dossier réalisé par
Alexander Law, Chef Economiste

3 700. C'est le nombre d'emplois salariés créés au deuxième trimestre 2007, autant dire rien pour un pays de 60 millions d'habitants. Cela étant, cette progression microscopique de l'emploi salarié reste cohérente avec la croissance asthénique actuelle de la France. Pour révélatrice qu'elle soit de la fragilité de la conjoncture de l'économie française, il ne faut pas non plus dramatiser ces chiffres. En effet, les créations d'emplois au premier trimestre ont été plus élevées que ce qui avait été initialement annoncé, pour s'approcher de la barre des 130 000, soit le plus haut chiffre depuis début 2001. Cette hausse avait été en large partie alimentée par un bond de l'emploi intérimaire. Or, justement, plus de 20 000 de ces postes ont été détruits en T2. Ainsi, autant la forte croissance des trois premiers mois de l'année était trompeuse quant à la capacité de l'économie hexagonale à générer des emplois pérennes, autant la stagnation du deuxième trimestre n'est pas forcément révélatrice d'un encéphalogramme durablement plat du marché du travail. Pour autant, il n'est guère étonnant de constater que la progression du salaire mensuel de base a nettement ralenti entre avril et juin, la hausse sur trois mois retombant à 0,6%, après 0,9% au premier trimestre. Certes, le glissement annuel reste à assez bon niveau, autour de 2,6%, soit bien plus que l'inflation sur un an. Toutefois, si l'on compare l'évolution des salaires et celui des prix à la consommation (+1% en données brutes) au cours du deuxième trimestre par rapport aux trois mois précédents, on constate une érosion assez marquée du pouvoir d'achat lié aux revenus du travail.

Emploi salarié en France

Variation en glissement annuel (%) – Données trimestrielles

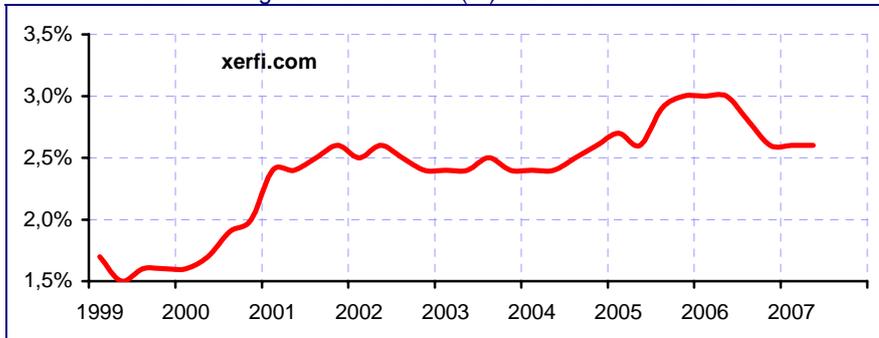


Source : Insee

Le glissement annuel de l'emploi salarié en France est retombé à 1,3% seulement en T2 2007, soit 0,3 point de moins qu'au cours du trimestre précédent.

Salaire mensuel de base

Variation en glissement annuel (%) – Données trimestrielles



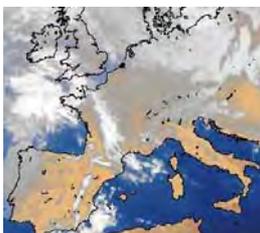
Source : Dares

En hausse de 0,6% d'un trimestre sur l'autre en T2 2007, après +0,9% en T1, le salaire mensuel de base en France a progressé de 2,6% sur un an entre avril et juin.

Dernière actualisation : 30 août 2007

	Emploi salarié Millier d'emplois créés	Salaire mensuel de base Variation en glissement (%)
T2 2007 :	3,7	+ 2,6%
T1 2007 :	126,8	+ 2,6%

Rafraichissement

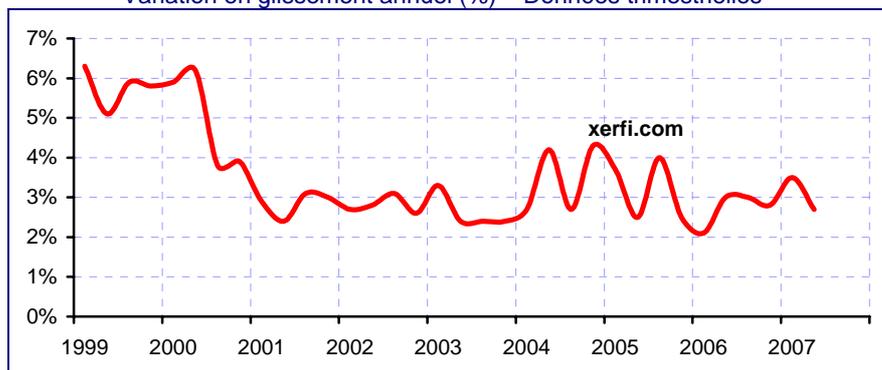


Certes, en juin, la consommation des ménages en produits manufacturés a affiché une hausse impressionnante de 1,6%. Mais sur l'ensemble du deuxième trimestre, la progression se limite à un timide 0,1%, soit la plus mauvaise performance en deux ans. Heureusement, la période des soldes semble s'être plutôt bien déroulée pour les commerçants, en dépit d'une météo maussade sur une bonne partie de la France. Les succès de l'été, ce ne sont pas les maillots de bains, les tee-shirts ou les débardeurs, mais bien plus les pulls, les costumes et les chemises à manches longues... hérités des invendus de février et de mars, voire de la collection automne-hiver qui, elle, n'était pas soldée. En revanche, l'automobile reste au point mort. L'arrivée de la nouvelle Twingo a été trop tardive pour avoir un réel impact sur les immatriculations. Les dépenses des ménages en juin ont reculé de 2,7%. Il faudra donc attendre que les nombreuses sorties promises aussi bien chez Renault que chez Peugeot-Citroën arrivent sur le marché pour que les Français (qui restent très attachés aux constructeurs nationaux) retrouvent le chemin des concessions. Les résultats du premier semestre sont hélas si faibles qu'ils hypothèquent déjà la performance sur l'ensemble de l'année. Au final, si la consommation des ménages devrait rester le principal soutien à la croissance française en 2007, il n'en demeure pas moins qu'elle reste vulnérable aux turbulences actuelles sur les marchés financiers. En ce sens, une poursuite de la reconstitution du taux d'épargne non immobilière (passé à 6,8% en T1) serait une bien mauvaise nouvelle pour la croissance hexagonale.

A 2,7%, le glissement annuel des dépenses des ménages en produits manufacturés au deuxième trimestre 2007 est retombé à son plus bas niveau depuis T1 2006.

Consommation des ménages en produits manufacturés

Variation en glissement annuel (%) – Données trimestrielles



Source : Insee

Moral des ménages

Solde d'opinion (% , cvs) – Données mensuelles

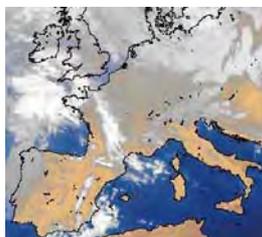


Source : Insee

Les Français ont eu un coup de blues en juillet. L'indicateur résumé d'opinion a cédé trois points et est revenu à son niveau d'avant mai. Est-ce à dire que la lune de miel avec le Président Sarkozy est déjà terminée ? C'est peut être aller un peu vite. Après avoir fortement rebondi en mai et juin, une correction était attendue même si son ampleur peut surprendre. Les conditions climatiques désastreuses sur la plus grande partie du pays ne sont certainement pas étrangères à ce léger vague à l'âme

Dernière actualisation : 30 août 2007

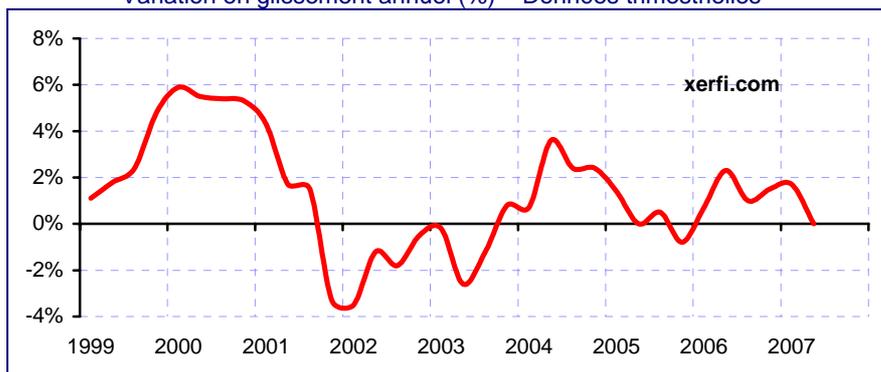
Conso. des ménages		Moral des ménages	
Variation sur un an (%)		Solde d'opinion (%)	
T2 2007 :	2,7%	Juillet 2007 :	- 15 points
T2 2006 :	3,5%	Juin 2007 :	- 12 points



La production industrielle française a replongé. Après un premier trimestre encourageant, l'activité du secteur secondaire est repartie à la baisse en T2 (-0,3%), la production reculant même de 0,5% d'un mois sur l'autre en juin. Il faut dire que l'industrie française n'en finit plus de souffrir des maux de l'automobile. Au total, sur l'ensemble de T2, l'activité du secteur s'est repliée de 2,4% et il faut désormais remonter à la mi-2005 pour trouver trace d'un glissement annuel positif (en données trimestrielles). C'est très inquiétant parce qu'il est désormais difficile de savoir comment l'industrie automobile française va faire pour sortir de cette crise. Certes, Renault et PSA misent tous deux sur leurs modèles les plus récents, mais de plus en plus d'entre eux sont assemblés à l'étranger. En d'autres termes, si l'hémorragie finira bien par être stoppée un jour, remonter la pente pour retrouver les niveaux d'activité d'il y a seulement trois ou quatre ans paraît de plus en plus compliqué. Les biens intermédiaires ont également lourdement chuté en juin, l'activité reculant de 1,4%, faisant bien plus qu'effacer les 0,7% grappillés en mai. C'est important, car il s'agit là de la branche la plus importante de l'industrie française. Ce sont essentiellement les produits chimiques ou de la plasturgie qui ont flanché, sur fond de difficultés des entreprises françaises à l'exportation et de flambée des cours du baril.

Production de l'industrie manufacturière

Variation en glissement annuel (%) – Données trimestrielles

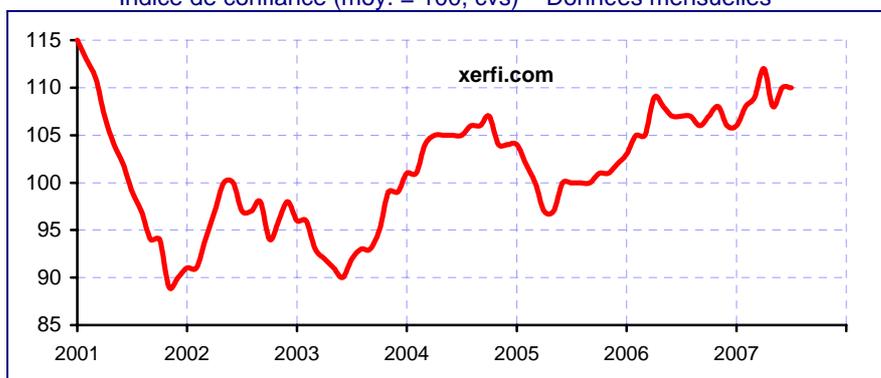


Source : Insee

Le glissement annuel de la production manufacturière est retombé à 0% en T2 2007, après +1,7% en T1.

Moral des industriels

Indice de confiance (moy. = 100, cvs) – Données mensuelles



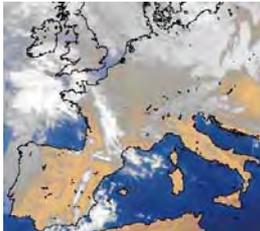
Source : Insee

Les industriels restent sceptiques. Coincés entre un euro fort et une demande domestique et internationale dynamique, les chefs d'entreprise manquent de visibilité : l'indicateur synthétique du climat des affaires est resté stable à 110 points en juillet. A noter cependant, que les perspectives personnelles de production, le meilleur indicateur de l'activité future, progressent de nouveau.

Dernière actualisation : 30 août 2007

Prod. manufacturière Variation sur un an (%)	Moral des industriels Indice de confiance
T2 2007 : 0,0%	Juillet 2007 : 110
T2 2006 : 1,7%	Juin 2007 : 110

Orageux

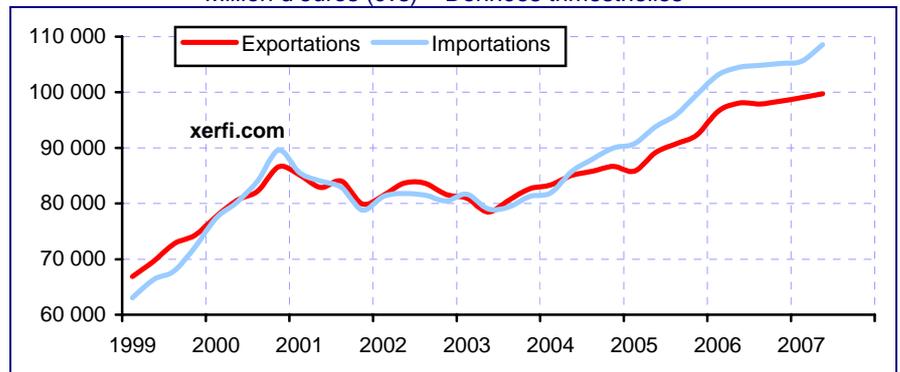


Maigre consolation, les exportations françaises sont reparties très fortement de l'avant en juin. Mais le bilan du commerce extérieur au premier semestre 2007 est franchement médiocre. Ainsi, sur les six premiers mois de l'année, le déficit commercial dépasse les 15 milliards d'euros, de sorte que nous ne serons pas bien loin des 30 milliards sur l'ensemble de l'exercice 2007. Il va bien falloir s'y faire : à court et moyen terme, il est illusoire de penser que la France puisse redevenir excédentaire, tant notre modèle de croissance repose sur la consommation au détriment de nos performances commerciales. D'ailleurs, la vigueur de l'euro ne peut être tenue pour seule responsable de ces contre-performances à répétition. D'une part, elle a contribué à alléger la facture énergétique par rapport à l'année dernière, et ce malgré la flambée des cours du brut (rappelons tout de même que l'effet de base a joué favorablement). D'autre part, la France éprouve des difficultés au niveau des échanges non pas au grand large, mais bien plutôt chez nos principaux partenaires européens, Allemagne en tête. Or, par définition, la contrainte monétaire ne joue pas ou peu dans la zone euro. Pour décevants qu'ils soient, ces chiffres ne doivent pas servir de prétexte pour exiger un changement de cap trop radical de la politique économique française. On ne peut être qu'admiratifs devant les performances allemandes à l'exportation, mais toute tentative de copie conforme de leur stratégie paraît vouée à l'échec, à moins qu'on ne soit disposé à traverser une longue période de vaches maigres, à mesure que les salaires seront réduits, la TVA augmentée et la compétitivité des entreprises renforcée par ce biais.

Au deuxième trimestre 2007, les exportations françaises ont progressé de 1,7% en glissement annuel, contre +3,9% pour les importations.

Commerce extérieur de la France

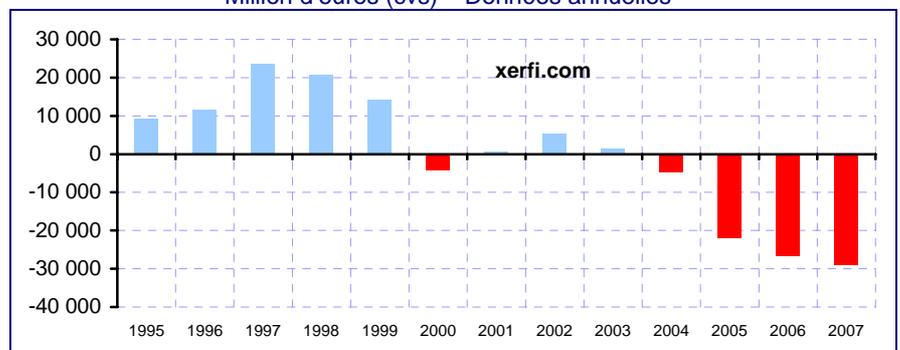
Million d'euros (cvs) – Données trimestrielles



Source : Insee

Balance commerciale

Million d'euros (cvs) – Données annuelles



Source : Douanes / Données 2007 = 2^{ème} semestre 2006 + 1^{er} semestre 2007

Sur 12 mois glissants, le déficit commercial de la France frôle les 30 milliards d'euros à la fin du premier semestre 2007.

Dernière actualisation : 30 août 2007

Commerce extérieur		Déficit commercial	
Variation sur un an en T2 (%)		Milliard d'euros	
Exportations :	+ 1,7%	T2 2007 :	- 8,8 mds €
Importations :	+ 3,9%	T1 2007 :	- 6,5 mds €

Crise de liquidités dans un océan de liquidités



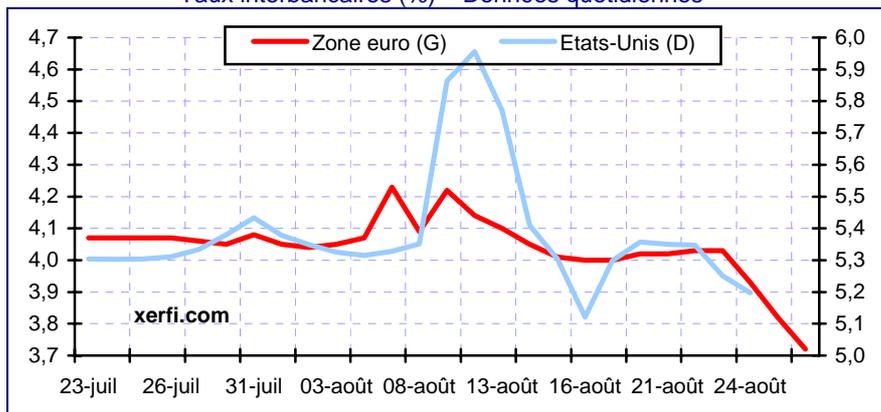
Dossier réalisé par Nathalie Morteau, directrice d'études Precepta

Apaiser les marchés. C'est la préoccupation principale des Banques centrales, par l'injection massive de liquidités suivie de la baisse du taux d'escompte de la Fed le 17 août. Le premier objectif des autorités monétaires est incontestablement de gérer la crise financière actuelle en jouant leur rôle de prêteur en dernier ressort afin d'éviter tout dérapage systémique. Les investisseurs ont d'ailleurs été rassurés durant quelques temps. Au-delà des péripéties boursières et la volatilité des cours des dernières séances, cette crise a mis en lumière un étonnant paradoxe. Alors même que le monde est inondé de liquidités en provenance d'Asie et des pays pétroliers, il a suffi de la goutte d'eau du subprime pour provoquer la panique des marchés et entraîner des conditions très tendues sur le marché interbancaire. Ainsi, des titres voire des établissements financiers sont confrontés à un manque de contreparties liquides. On pourra certes mettre en cause l'absence de transparence liée à la communication parfois trop opaque des opérateurs financiers. Mais c'est surtout la complexité croissante de leurs produits qui a mis le feu aux poudres. Pourtant, le principe des produits dérivés est louable, car il permet une salutaire mutualisation des risques. Là où le bât blesse, c'est qu'on ne connaît pas précisément le degré d'exposition au risque de chacun des acteurs. Résultat : l'accalmie sur les taux dans les semaines à venir pourrait bien être contrebalancée par un durcissement des conditions des prêteurs.

Les annonces de faillites, les difficultés de certains établissements financiers et le gel de fonds en manque de liquidité ont créé une crise de confiance entre banques. L'EONIA, taux interbancaire (zone euro) est passé de 4,07% le 6 août à 4,23% le 7 août. Aux Etats-Unis, il est passé de 5,35% à 5,86% entre le 8 et le 9 août. Les autorités monétaires ont injecté des liquidités pour y remédier.

Taux interbancaires au jour le jour

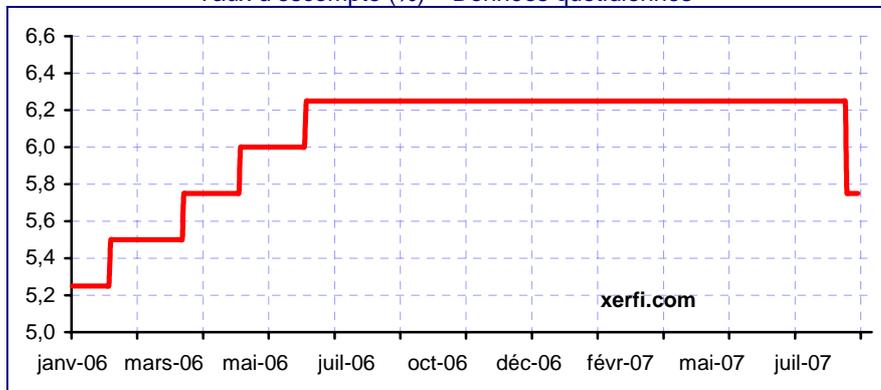
Taux interbancaires (%) – Données quotidiennes



Source : Fed

Taux d'escompte primaire de la Fed

Taux d'escompte (%) – Données quotidiennes



Source : Fed

Afin de lancer un signal fort aux marchés sans assouplir sa politique monétaire, la FED a opté pour une baisse de son taux d'escompte (taux de refinancement qu'elle accorde aux banques) le 17 août de 50 points de base à 5,75%. Une mesure qui a ramené un temps le calme sur les marchés.

Dernière actualisation : 30 août 2007

	Taux d'escompte	Injections de liquidités
Fed :	5,75%	Fed : 132 mds \$
		BCE : 210 mds €

Vers une détente forcée ?

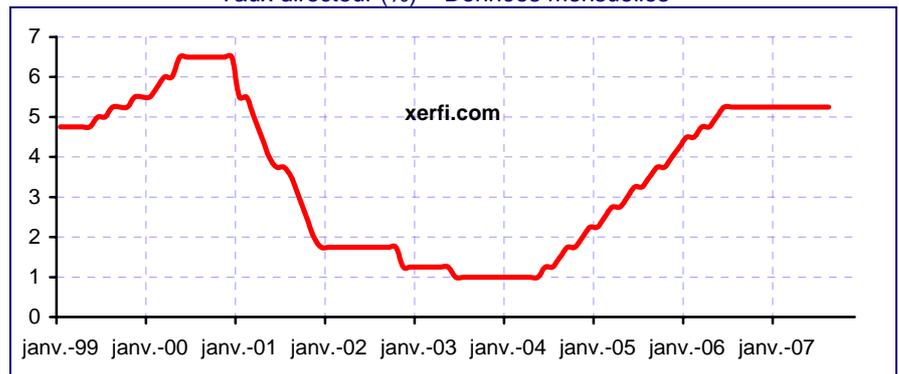
Une certitude, à 5,25%, le taux directeur de la Réserve Fédérale américaine ne montera plus. Et tout indique que le prochain mouvement pourrait être baissier. La problématique que doit affronter Ben Bernanke est somme toute assez simple : l'inflation reste certes une préoccupation, mais les risques baissiers sur la croissance américaine sont désormais légion. Nous attendons ainsi une hausse inférieure à 2% du PIB cette année, alors que d'aucuns, à l'instar de Larry Summers, ancien secrétaire au Trésor, mettent même en garde contre une éventuelle récession. De fait, l'immobilier n'en finit pas de baisser, ce qui finira bien par faire flancher les consommateurs outre-Atlantique. Car il est indéniable que le crédit se fera plus rare, à mesure que les banques échaudées par les déconvenues récentes feront augmenter leurs primes de risque. Pour autant, un abaissement du Fed Funds ne pourra pas régler tous les problèmes liés à l'héritage de plus d'une décennie de politique monétaire expansionniste. D'un côté les ménages se sont excessivement endettés (et pas que sur le segment du subprime). De l'autre, les opérateurs financiers ont monté des opérations avec des effets de levier trop importants. Les excès de ces dernières années qui ont entraîné des bulles spéculatives ne disparaîtront pas du jour au lendemain. Mais une détente des taux paraît aujourd'hui primordiale pour éteindre l'incendie, même si la question des excès de liquidités reste paradoxalement entière.



Le taux directeur de la Réserve Fédérale américaine est stable à 5,25% depuis la fin du deuxième trimestre 2006.

Politique monétaire américaine

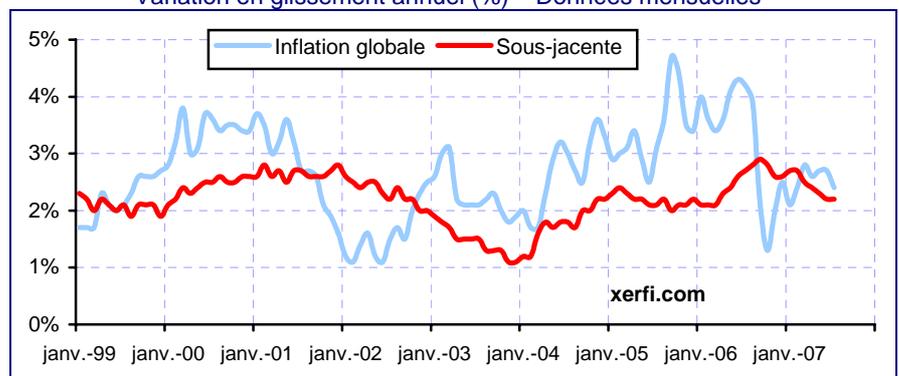
Taux directeur (%) – Données mensuelles



Source : Fed

Prix à la consommation aux Etats-Unis

Variation en glissement annuel (%) – Données mensuelles



Source : BLS

L'inflation américaine est ressortie à 2,4% en juillet 2007 en glissement annuel, soit 0,3 point de moins qu'en juillet. En revanche, le sous-jacent (hors aliments et énergie) s'est stabilisé à 2,2% sur le même mois

Dernière actualisation : 30 août 2007

Taux directeur %	Inflation Variation en glissement annuel en juillet (%)
T2 2007 : 5,25%	Globale : + 2,4%
T2 2006 : 5,00%	Sous-jacente : + 2,2%

Taux : il est urgent d'attendre

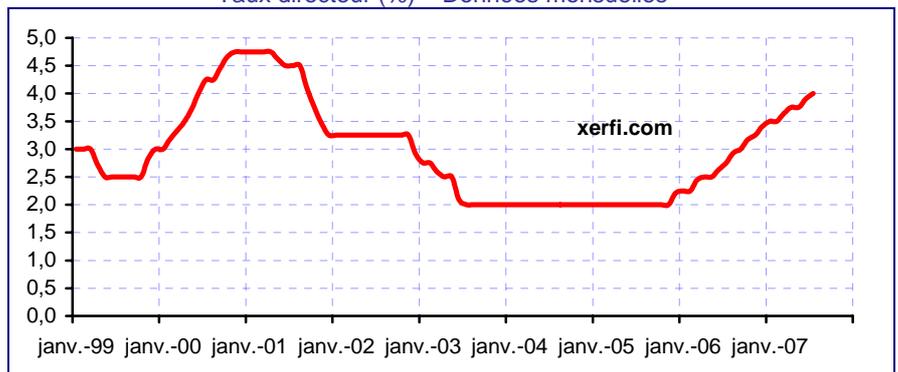
Alors qu'elle paraissait gravée dans le marbre, la hausse du taux directeur de la BCE ne devrait pas avoir lieu. Certes, le resserrement de la politique monétaire à 4,25% a été sous-entendu de longue date. Mais après avoir pris acte de la crise boursière de ces dernières semaines en injectant plus de 200 milliards d'euros de liquidités, le maintien de la hausse des taux par l'Institut de Francfort paraîtrait singulièrement paradoxale. Bien sûr, la masse monétaire M3 continue de progresser à une cadence infernale, mais la hausse des prix à la consommation ne prête guère à l'inquiétude ces derniers temps. On aura beau jeu d'arguer que Jean-Claude Trichet a pour seul mandat de veiller à ce que l'inflation reste sagement cantonnée en-dessous de la barre des 2% et que les établissements financiers européens sont moins exposés que ne le sont les banques américaines. Il n'empêche, il paraît urgent aujourd'hui d'attendre. En effet, non seulement les banques seraient pénalisées par un aplatissement encore plus marqué de la courbe des taux, mais surtout, on ne connaît pas encore l'étendue des répercussions de la crise financière sur l'économie réelle. Un crédit plus cher et plus rare pourrait, de fait, contribuer à ralentir plus fortement encore le marché immobilier, ce qui freinerait les dépenses des ménages. Par ailleurs, le resserrement de l'écart entre taux américains et eurolandais donnerait de nouvelles ailes à l'euro, affaiblissant la compétitivité des entreprises (on pense d'abord à la France, naturellement), alors même que la conjoncture internationale marque le pas.



Fin août 2007, le taux directeur de la Banque Centrale Européenne s'élevait à 4,0%, soit 1,25 point de plus qu'à la même époque de l'année précédente.

Politique monétaire dans la zone euro

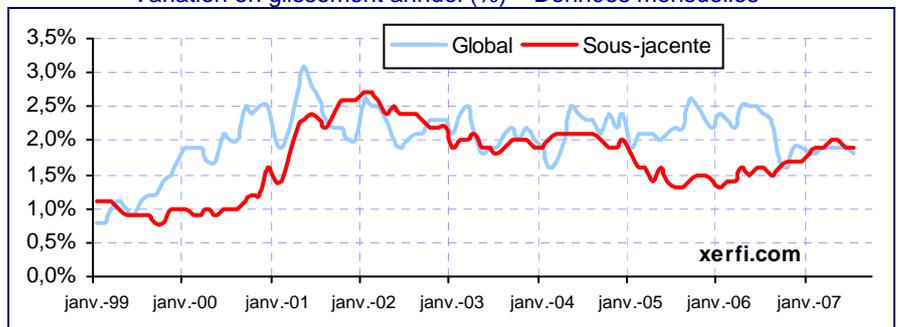
Taux directeur (%) – Données mensuelles



Source : BCE

Prix à la consommation dans la zone euro

Variation en glissement annuel (%) – Données mensuelles



Source : Eurostat

L'inflation dans la zone euro est ressortie à 1,8% en août 2007 en glissement annuel, en repli de 0,1 point par rapport à juillet.

Dernière actualisation : 30 août 2007

Taux directeur %	Inflation Variation en glissement annuel en juillet (%)
T2 2007 : 3,80%	Globale : + 1,8%
T2 2006 : 2,55%	Sous-jacente : + 1,9%

Rase-mottes



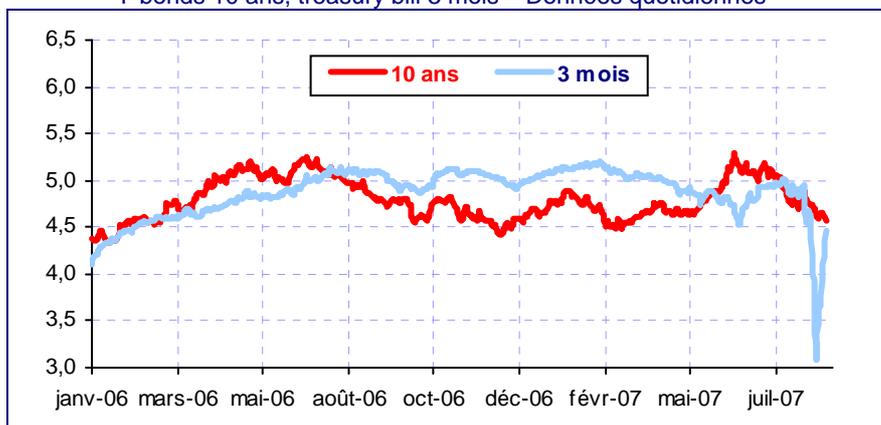
La courbe des taux risque de rester plate pendant bien longtemps encore aux Etats-Unis et dans la zone euro. De fait, alors que les événements récents plaident pour un assouplissement ou bien un statu quo monétaire outre-Atlantique et sur le Vieux Continent, l'aversion au risque a fait son retour en force. Ainsi, sur fond de crise financière et d'interrogations sur l'opacité et la complexité de certains produits financiers, les investisseurs ont trouvé refuge dans des titres plus sûrs, à l'instar des obligations d'Etat, faisant baisser d'autant les rendements. Comme par ailleurs les pays émergents continuent d'accumuler les excédents (la croissance chinoise mène encore grand train !) qu'ils réinvestissent à l'Ouest, les taux longs ne sont pas prêts de remonter substantiellement. Bien entendu, cette situation ne fait pas que des heureux : les banques françaises, qui prêtent à taux fixe et qui se refinancent à court terme, voient d'un mauvais œil cette quasi absence de différentiel entre taux longs et courts, car cela entraîne mécaniquement une compression de leurs marges.

Fin août, le spread entre les taux 3 mois et 10 ans était de 10 points de base. Depuis la fin du mois de juin les taux de long terme sont passés de 5,1% à 4,57% fin août aux Etats-Unis.

Alors que la crise a frappé les ABCP (asset backed commercial paper) et TCAA français (titres courts adossés à des actifs), les investisseurs ont préféré se reporter sur la dette gouvernementale à court terme. Conséquence, le 20 août, la baisse des taux à 3 mois a été la plus forte depuis 20 ans.

Courbe des taux aux Etats-Unis

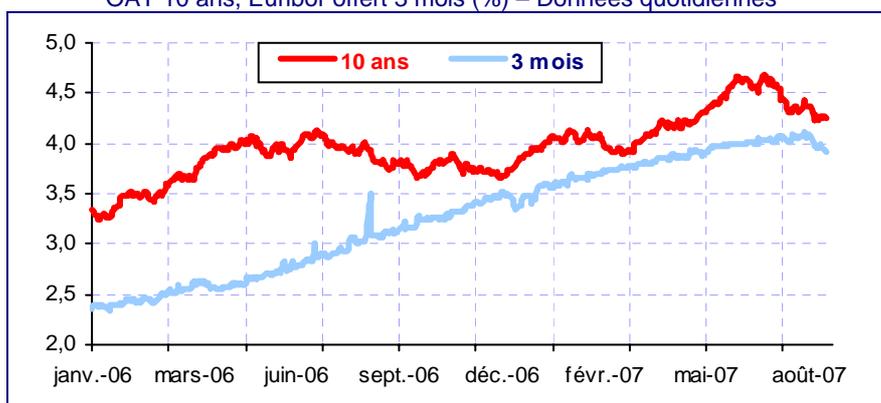
T-bonds 10 ans, treasury bill 3 mois – Données quotidiennes



Sources : Fed, FT

Courbe des taux dans la zone euro

OAT 10 ans, Euribor offert 3 mois (%) – Données quotidiennes



Source : BCE

Même constat pour les rendements obligataires de la zone euro. Depuis leur point haut atteint le 6 juillet à 4,68% ces derniers ont baissé de plus de 40 points de base pour atteindre 4,25%. Quant au spread entre les taux 3 mois et 10 ans, il s'établissait à 30 points de base.

Dernière actualisation : 30 août 2007

Taux longs aux Etats-Unis TB 10 ans (vol., %)		Taux longs Zone euro OAT 10 ans (%)	
27 août 2007 :	4,57%	27 août 2007 :	4,25%
28 août 2006 :	4,79%	28 août 2006 :	3,78%

Convulsifs

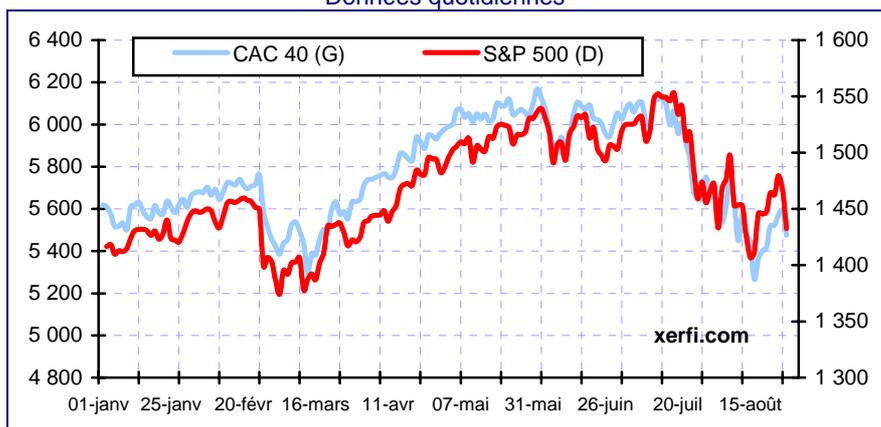
Les marchés actions ont été temporairement mis sous morphine. L'injection de centaines de milliards d'euros de liquidités par les Banques centrales et la baisse du taux d'escompte primaire de la Fed ont donné du répit aux marchés. Mais à la hausse de 6% du CAC 40 pendant 6 séances a répondu un nouveau vague à l'âme le 28 août. Car il est évident que les marchés encaissent difficilement la dégringolade de l'immobilier outre-Atlantique (les prix dans le résidentiel ont reculé de plus de 3% au deuxième trimestre), de même que les annonces multiples de faillites de fonds ou de difficultés de banques. De là à penser que le pire reste à venir, il n'y a qu'un pas. Pour autant, les fondamentaux ne sont pas si mal orientés que cela. Certes, la croissance mondiale ralentit, mais elle restera supérieure à 3% en 2007 et 2008. Par ailleurs, de par la rapidité et l'étendue de leurs actions, les principales banques centrales ont montré qu'elles étaient déterminées à éviter que les turbulences ne se dégradent en crise systémique. Surtout, les entreprises ne paraissent pas survalorisées, si l'on se réfère au niveau somme toute raisonnable des PER (Price earning ratios), à moins que les profits ne se dégradent sensiblement au cours des prochains trimestres.



Après une première correction en début d'année, les marchés sont aujourd'hui entrés dans une période de forte volatilité. Depuis trois mois, le CAC 40 a ainsi perdu 11,3% et le S&P 6,8%. Après une accalmie fin août suite aux mesures des banques centrales, les bourses ont de nouveau chuté. Les mauvaises nouvelles sur le front de l'immobilier aux Etats-Unis, l'exposition de banques ou fonds à la crise du subprime et des résultats décevants d'entreprises ont renforcé les inquiétudes.

Marchés actions

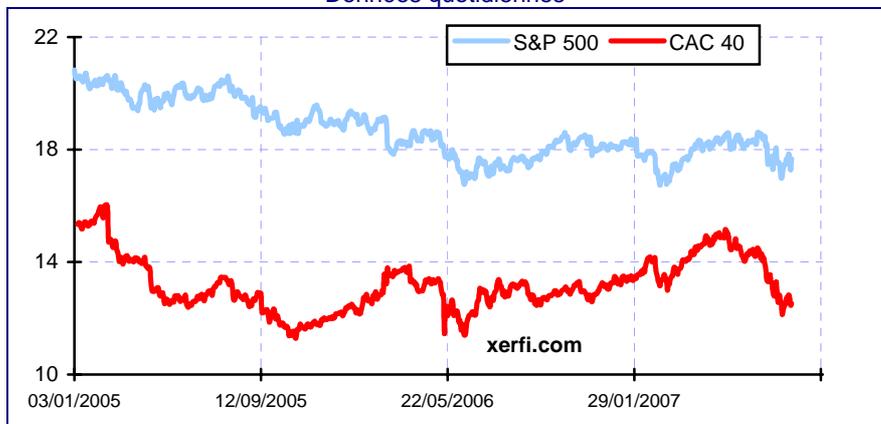
Données quotidiennes



Sources : S&P, Euronext, dernières données au 28/08/2007

PER (Price earning ratio)

Données quotidiennes



Source : Robert J. Shiller

Les PER restent à des niveaux tout à fait raisonnables des deux côtés de l'Atlantique. Fin août, ils plafonnaient à 12,5 sur le CAC 40 et à 17,7 sur le S&P 500.

Dernière actualisation : 30 août 2007

CAC 40		S&P 500	
Variation sur 3 mois :	- 11,3%	Variation sur 3 mois :	- 6,8%
Variation depuis janvier :	- 2,6%	Variation depuis janvier :	+ 1,1%

Prix de l'alimentaire : 2007 ↗

Hausse du ticket de caisse



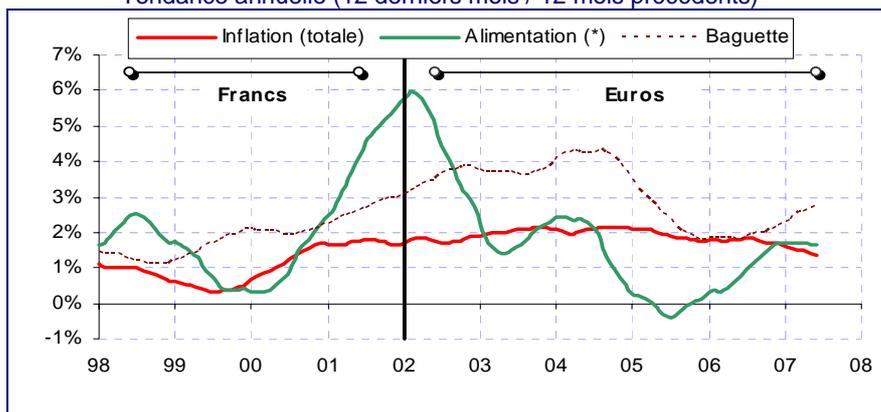
DOSSIER MATIERES PREMIERES AGRICOLES

Dossier réalisé par
Alexandre Mirlicourtois,
Directeur des études économiques

Les ménages ne sortiront pas indemnes de la flambée des prix des matières premières agricoles. Certes, aucun véritable dérapage (exception faite des produits frais) n'a été constaté jusqu'à l'été, mais il faut bien 6 mois pour que soit répercutée une hausse des prix des matières premières agricoles sur les produits alimentaires. L'accélération se produira donc à partir de l'automne. L'onde de choc fera dévier la trajectoire de l'inflation alimentaire qui atteindrait 4% en fin d'année. Un niveau inconnu depuis mars 2002, mais qui est finalement peu élevé compte tenu de la violence et de la coïncidence des chocs en amont. En d'autres termes, à chaque étape de la filière, les différents intervenants (grossistes, industriels, distributeurs) sacrifieront quelques points de marge. Compte tenu de la sensibilité des ménages au coût de leur caddie, ces évolutions, même limitées, ne seront pas neutres. Il faut donc s'attendre à une modification de leurs arbitrages à la fois dans la structure de leur consommation alimentaire (les denrées structurellement les moins chers seront plébiscitées) et du lieu d'achat : l'avantage sera donné aux circuits de distribution qui ont fait du prix LE principal argument (hard discount, GSA).

Inflation générale et alimentaire

Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents)



Les prix de l'alimentaire vont positivement contribuer à l'inflation générale en 2007 alors qu'ils ont plutôt eu un rôle modérateur depuis 2003. En fin d'année, la hausse devrait atteindre 4% (en glissement) pour une moyenne annuelle de 1,9% (+1,7% en 2006). Compte tenu du profil d'évolution (accélération en fin d'année), il faut s'attendre à une nouvelle forte progression des prix de l'alimentaire en 2008.

(*) y compris boissons non alcoolisées
Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters)

La quasi-totalité des produits sera concernée par la hausse mais son intensité sera variable suivant le degré de dépendance du produit fabriqué aux prix des matières premières. Compte tenu du type d'indexation du lait, la hausse du prix des produits laitiers se fera ressentir à partir du troisième trimestre 2007 et débordera amplement sur 2008.

Pondération		Indice 100 = 98	tcam 2002- 06 (*)	S1 07 / S1 06
10 000	Ensemble	116,0	1,9%	1,2%
1 503	Pdts alimentaires et bois. non alcoolisées	118,6	1,1%	1,3%
1 377	Pdts alimentaires	119,5	1,2%	1,3%
101	Fruits	144,0	0,9%	8,8%
138	Légumes	119,4	0,8%	2,3%
406	Viandes	122,1	1,7%	1,7%
206	Pain et céréales	115,0	1,3%	0,1%
121	Poissons et crustacés	118,6	1,1%	-0,1%
213	Lait, fromages et œufs	111,0	0,2%	-0,6%
56	Sel, épices, sauces et autres	120,9	1,3%	-0,7%
97	Sucre, confiture, choco., confiseries et glaces	112,5	1,2%	-0,7%
39	Huiles et graisses	117,1	1,8%	-2,0%
126	Boissons non alcoolisées	109,0	1,0%	1,8%
84	Autres boissons non alcoolisées	110,7	0,5%	2,7%
42	Café, thé, cacao	106,6	2,0%	-0,1%
157	Boissons alcoolisées	111,2	1,0%	1,2%
19	Bières	112,4	1,3%	2,2%
93	Vin, cidres et champagne	114,8	1,2%	1,5%
45	Alcools	103,6	0,4%	0,0%

(*) taux de croissance annuel moyen sur la période
Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters)

Cours : 2007 ↗↗

La flambée verte

(1) la moitié de la canne à sucre récoltée au Brésil et 20% du maïs aux Etats-Unis sont destinés à la production d'éthanol. 50% du colza produit en Europe sert à la fabrication de biodiesel.

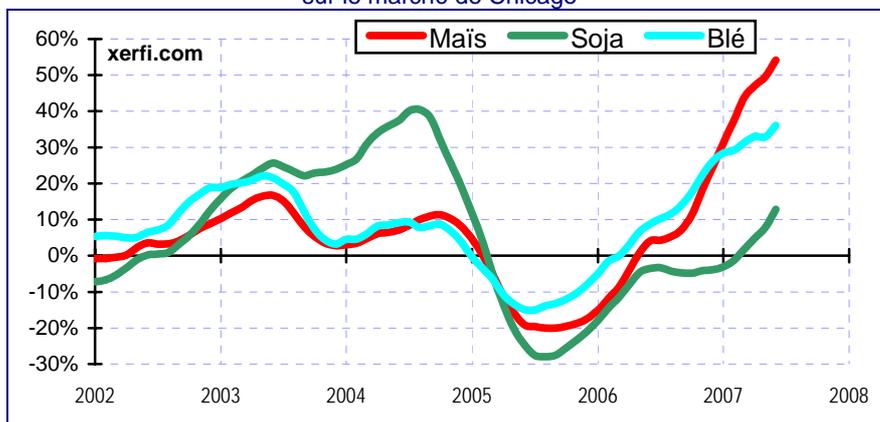
Source : INSEE Première, les marchés agricoles en 2006, N°1141, juin 2007

Manger ou conduire il faut choisir ! Le raccourci est certes simpliste mais il traduit bien un des éléments moteurs de l'envolée actuelle des cours internationaux des denrées agricoles : le remplacement d'une partie du carburant fossile par du renouvelable agricole⁽¹⁾. A cela s'ajoutent des conditions météorologiques désastreuses (sécheresses en Australie, Nouvelle-Zélande, Ukraine, pluies en début de moissons aux Etats-Unis) qui freinent l'offre alors que les stocks sont au plus bas. En d'autres termes, les greniers sont vides alors même que la demande explose sous l'impact de la montée en puissance des biocarburants et de la boulimie chinoise et indienne. Il convient, en outre, d'insister sur l'extraordinaire convergence du mouvement haussier des marchés agricoles. Céréales, lait, huile... tout flambe ou presque. Si à court terme la hausse semble bien enclenchée, son caractère durable n'est néanmoins pas une certitude. Il existe en effet de nombreuses terres agricoles non exploitées dans l'ex-URSS, au Brésil et même en Europe. Signe de l'évolution du contexte agricole, l'Union européenne a effectué un premier pas vers la disparition de la jachère obligatoire.

Cours mondiaux des céréales & des graines de soja

Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents) des cours sur le marché de Chicago

Le blé tendre s'est négocié à 573,5\$ le boisseau en juin dernier contre 374,5\$ en juin 2006 (+53,1%). Depuis le début de l'année, les cours se sont envolés de 23,1%. Le maïs n'est pas en reste avec un bond sur un an de 60%. Néanmoins, depuis janvier, les prix du maïs sont sages et après une brève incursion au-delà des 400\$ le boisseau, ils sont redescendus à 381\$ en juin. Les graines de soja ont emboîté le pas aux céréales : les cours se sont élevés de 37% entre juin 2006 et juin 2007.

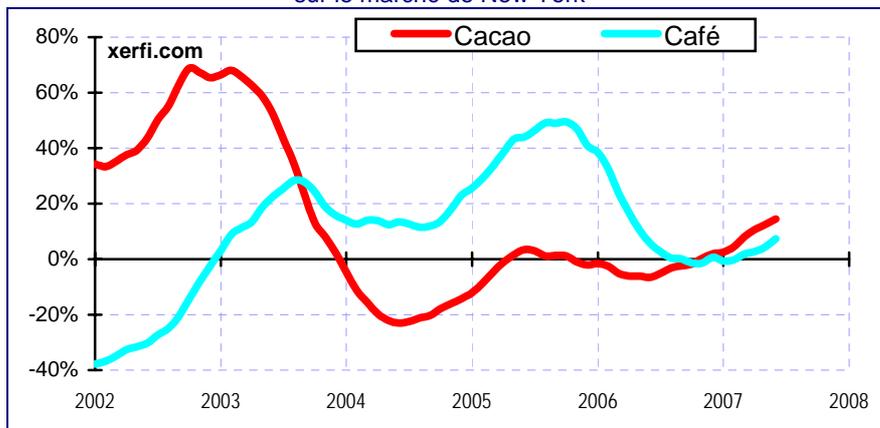


Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters), dernières données disponibles juin 2007

Cours mondiaux du café et du cacao

Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents) des cours sur le marché de New York

Le cacao et le café suivent la même tendance que les céréales mais pas la cadence avec respectivement des hausses de 26% et 18% sur un an.



Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters), dernières données disponibles juin 2007

Dernière actualisation : 30 août 2007

- (1) par boisseau (1 boisseau de blé = 0,02721 tonne ; 1 boisseau de maïs = 0,02540 tonne ; 1 boisseau de soja = 0,02721 tonne)
- (2) par tonne
- (3) par sac de 0,45 kg, prix en cents US

	Céréales et graines de soja (en \$)			Cacao & café (en \$)	
	Blé (1)	Maïs (1)	Soja (1)	Cacao (2)	Café (3)
2002	323,1	227,3	512,7	1 715	53,4
2006	402,2	260,4	574,5	1 503	107,9
S1 07 / S1 06	+34,7%	+67,8%	+27,6%	+21,1%	+4,8%

Prix agricoles : 2007 ↗

Les céréales au zénith

Les prix⁽¹⁾ agricoles s'affolent. Déjà, en 2006, le thermomètre indiquait +5,2%, du jamais vu depuis la fin des années 80. Et la fièvre monte encore, puisqu'en juin la tendance affichée sur les douze derniers mois a dépassé 7%. Cette envolée est en partie le reflet de la flambée des cours internationaux des céréales : en modifiant les mécanismes d'aide, l'UE a reconnecté les prix européens aux prix mondiaux. A cela, sont venues se greffer de mauvaises conditions météorologiques au second semestre 2006 qui ont perturbé les cultures maraîchères et fait gonfler la facture des fruits et légumes. Depuis le soufflet est retombé, mais les fortes précipitations de mai à juillet font craindre de nouvelles tensions. Seuls les prix de la viande sont restés sages. Une modération qui masque de profondes divergences entre d'une part le prix des gros bovins et du porc qui sont en recul et ceux du poulet qui progressent à vive allure. A l'origine de cette dispersion, les cycles propres des produits de l'élevage marqués par les crises sanitaires et leurs contrecoups mais également la place des céréales dans l'alimentation.

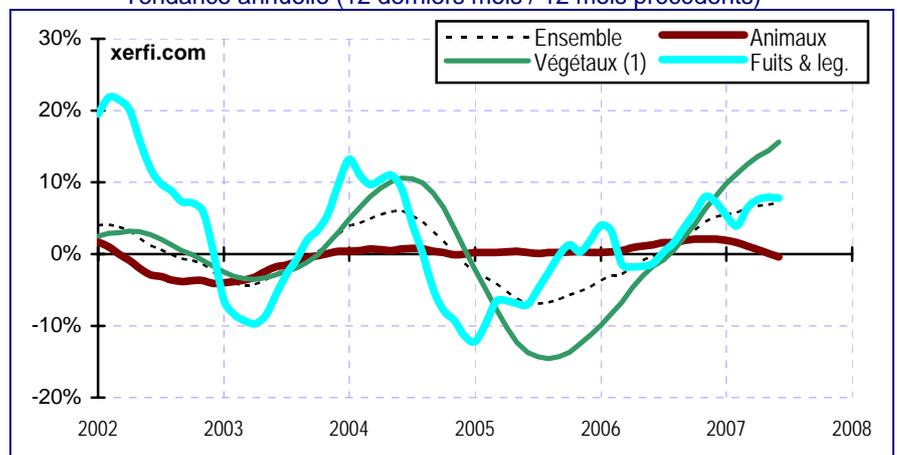
(1) mesurés par l'Ippap (indice des prix des produits agricoles à la production) : l'Ippap mesure l'évolution des prix des produits livrés par les agriculteurs aux non-agriculteurs

Les prix des végétaux, emmenés par les céréales, ont progressé de 8,1% en 2006. Une tendance qui paraît devoir s'installer durablement, les prix ayant fortement progressé au 1^{er} semestre. L'Ippap des fruits et légumes, qui s'était sensiblement élevé en 2006 (+7,2%), est retombé en début d'année ce qui devrait modérer son évolution sur l'ensemble de l'année. Quant aux prix de la viande, c'est le grand écart entre l'Ippap du poulet qui s'inscrit en hausse de 10,2% entre juin 2007 et juin 2006 alors que celui du bœuf est en baisse de 10,8% et celui du porc de 7,6%. A noter également l'explosion du prix des œufs sur un an : + 30%.

(1) hors fruits et légumes

Indice des prix des produits agricoles à la production

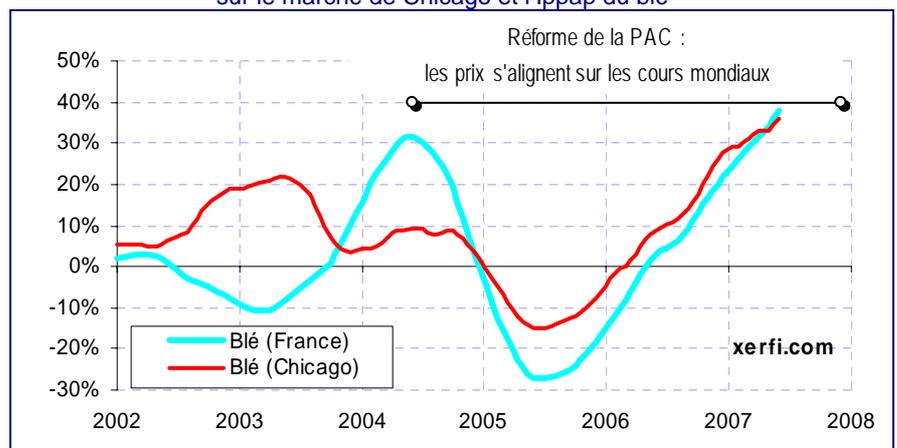
Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents)



Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters), dernières données disponibles juin 2007

Cours mondiaux et Ippap du blé tendre

Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents) du cours du blé sur le marché de Chicago et l'Ippap du blé



Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters), dernières données disponibles juin 2007

Les prix du blé tendre se sont envolés de 54,7% entre juin 2006 et juin 2007 ceux du maïs de 44%. Des évolutions conformes à celle des cours internationaux enregistrés au CBT de Chicago.

Dernière actualisation : 30 août 2007

(1) Hors fruits et légumes

Quelques indices des prix des produits agricoles à la prod.				
100 = 2000	Ensemble	Fruits & lég.	Végétaux (1)	Animaux
2002	100,9	115,9	99,6	98,5
2006	102,7	123,2	99,2	101,1
S1 07 / S1 06	5,6%	-0,2%	+16,6%	-2,4%

Prix des dérivés du lait : 2007 ↗↗

Poudres explosives

(1) Deux types de poudre de lait coexistent :

- La poudre de lait écrémé, qui contient un maximum de 0,5 % de matière grasse (MG). Destinée à l'alimentation animale, elle est aussi à la base de nombreux produits en alimentation humaine (biscuits, desserts lactés, etc.) ;
- La poudre de lait entier, qui contient 26% de MG constitue la source principale de lait dans les pays chaud du Moyen-Orient, de l'Afrique et d'Asie du Sud Est. Elle est également utilisée dans l'industrie alimentaire, notamment la chocolaterie (chocolat au lait).

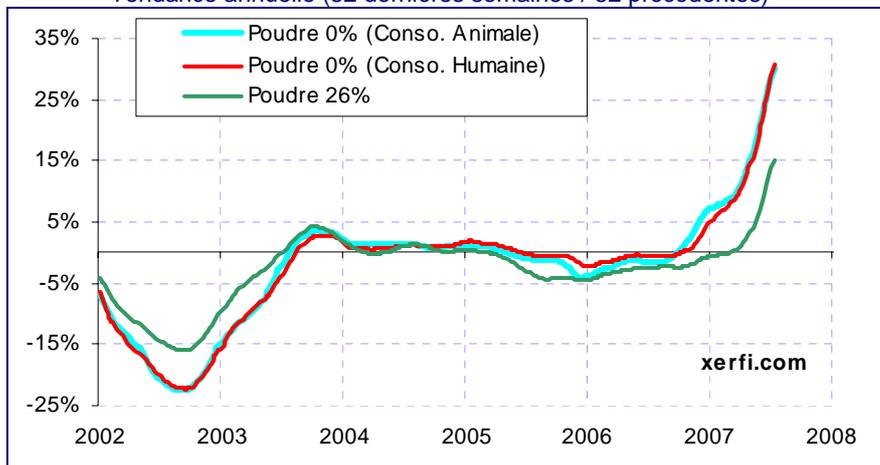
(2) Les indices (beurre, poudre, lactosérum) utilisés dans la formation du prix de base du lait sont calculés sur les 12 mois glissants. Or leurs envolées ont moins d'un an...

Cela a tout l'air d'un paradoxe : il y a d'abord le prix du lait de vache acheté auprès des agriculteurs qui se traîne et puis ensuite, les prix de la poudre de lait⁽¹⁾ qui dépassent des niveaux record. Simplement, il y a d'un côté une matière qui ne s'échange pas au niveau international⁽²⁾ et une autre qui est directement connectée aux cours mondiaux. De fait, la hausse fantastique du prix du lait concerne encore uniquement les produits échangés sur le marché mondial, c'est-à-dire la poudre et le beurre destinés essentiellement à la consommation humaine après transformation industrielle. Encore une fois le décalage entre l'offre et la demande est à l'origine de ce mouvement. D'un côté, les difficultés de production de plusieurs pays les ont contraints à réduire leurs exportations, voire à les supprimer, comme en Inde, où à instaurer des droits de douanes dissuasifs (Argentine). De l'autre, une demande mondiale de produits laitiers en forte hausse. La situation est d'autant plus tendue que les réserves ont fondu. Les stocks qui ont si longtemps encombré les silos européens ont disparu et les incitations à l'arrêt de l'activité des producteurs ont été un véritable succès.

La poudre de lait a quasiment retrouvé ses niveaux records : fin juin 2007, la poudre 0% consommation animale se négociait à plus de 3 500€ la tonne, du jamais vu depuis 1999. De même, celle destinée à la consommation humaine a atteint 4 000€, niveau que la poudre de lait à 26% de MG a également tuteur. Entre la première semaine de cotation et la dernière semaine du mois de juin, les prix ont grimpé de 59,1% (poudre 0% consommation animale), 66% (poudre 0% consommation humaine) et de 57,4% (poudre 26%).

Cotations de la poudre de lait

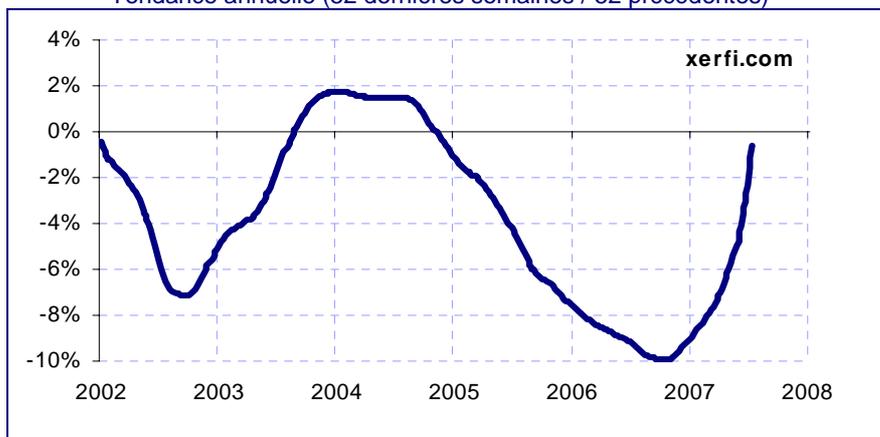
Tendance annuelle (52 dernières semaines / 52 précédentes)



Source : calculs Xerfi (données sources Office de l'Elevage), dernières données disponibles semaine 27

Cotation du beurre

Tendance annuelle (52 dernières semaines / 52 précédentes)



Source : calculs Xerfi (données sources Office de l'Elevage), dernières données disponibles semaine 27

Certes, en tendance annuelle, l'évolution du prix du beurre demeure en territoire négatif. Cependant, le mouvement haussier est net et l'exercice 2007 se terminera par une progression spectaculaire, certainement supérieure à 20% (fin juin, la tonne de beurre a atteint 3 300 euros).

Dernière actualisation : 30 août 2007

- (1) Consommation animale
- (2) Consommation humaine

Quelques cotations

€/ tonne	Beurre	Lait 0% (1)	Lait 0% (2)	Lait 26%
2002	2 947	1 932	2 004	2 433
2006	2 493	2 057	2 131	2 367
Moyenne S1 07	2 648	2 840	3 014	2 997

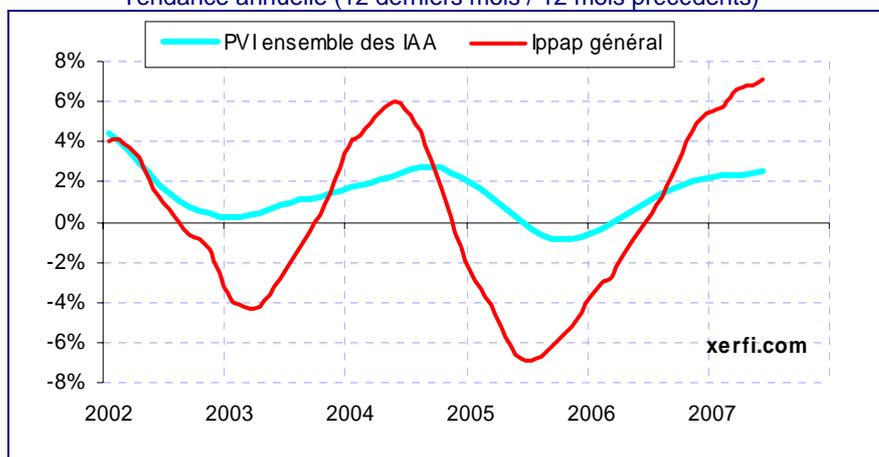
(1) mesurés par l'IPP (indice des prix à la production) pour le marché français : l'IPP « domestique » mesure l'évolution des prix de transaction, hors TVA, des biens issus des activités de l'industrie et vendus sur le marché français

Les prix à la production des IAA⁽¹⁾ suivent les prix agricoles avec plusieurs longueurs de retard ce qui est normal compte tenu des délais de transmission de l'amont vers l'aval. La poursuite du mouvement haussier des prix agricoles se traduira donc mécaniquement par une élévation des prix des IAA : sur les 6 premiers mois de l'année la progression a atteint 2,7% par rapport à la même période de 2006. L'écart avec l'ensemble des prix agricoles (+5,6%) est cohérent, les matières premières représentant un peu moins de 50% du chiffre d'affaires de l'ensemble des IAA. Une hausse qui en appelle d'autres en septembre au moment où les négociations vont s'ouvrir avec les géants de la grande distribution. Le bras de fer est engagé et il est peu probable que les industriels parviennent à en sortir totalement intacts : il faut donc s'attendre à ce que les marges des IAA soient écornées : suivant notre scénario, le taux de marge brute des industriels repasserait sous la barre des 44% du chiffre d'affaires. En d'autres termes, une partie de la flambée du cours des matières premières agricoles sera absorbée par les entreprises de l'agroalimentaire.

L'IPP demeure sur une pente haussière depuis la fin 2005. Une tendance qui se prolonge puisqu'il s'est élevé de 2% entre janvier et juin 2007. Compte tenu de la persistance des tensions sur les principaux marchés en amont, la hausse devrait approcher, voire dépasser, 3% en moyenne sur l'ensemble de l'année. Parmi les différents segments, ce sont les prix des aliments pour animaux qui progressent le plus (+14,3% entre avril 2006 et avril 2007). Suivent les prix des farines, céréales transformées et des produits amylacés (+7,7%), les produits à base de fruits et de légumes (+6,9%) et les boissons (+5,6%). Les prix de la viande et des produits à base de viande sont en revanche en recul de 1,3% sur la même période.

Prix à la production (IPP) des IAA et prix agricoles

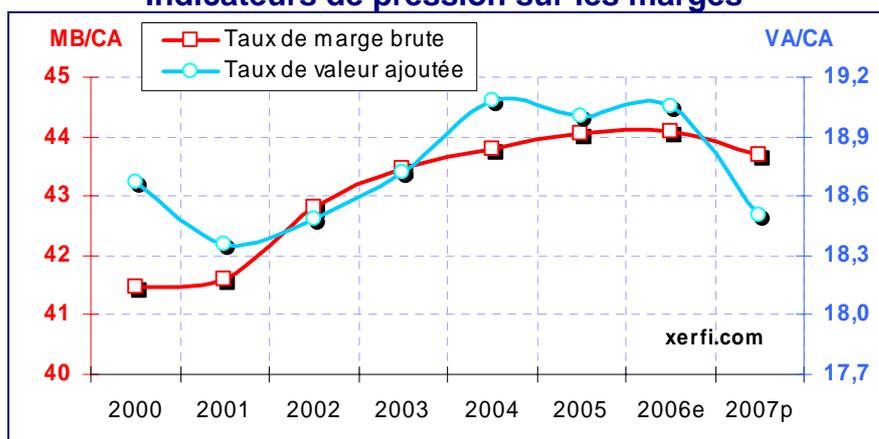
Tendance annuelle (12 derniers mois / 12 mois précédents)



Source : calculs Xerfi (données sources INSEE via EcoWin Reuters), dernières données disponibles juin 2007

Conséquence de la flambée des matières premières agricoles, le taux de marge brute des entreprises des IAA va s'éroder en 2007. La baisse restera cependant contenue car les industriels semblent parvenir depuis le début de l'année à faire passer l'essentiel de la hausse de leurs coûts de production dans leurs prix. Cela aura néanmoins un impact sur la capacité de la filière à créer de la richesse : le taux de valeur ajoutée reculera d'un peu plus d'un demi-point, à 18,5% du chiffre d'affaires.

Indicateurs de pression sur les marges



Source : calculs, estimations et prév. Xerfi (données sources Agreste), dernières données disponibles 2005

Dernière actualisation : 30 août 2007

- (1) 4 premiers mois 2007 / 4 mêmes mois 2006
- (2) Aliments pour animaux
- (3) Farine, céréales transformées et pdts amylacés
- (4) Viandes et pdts à base de viandes

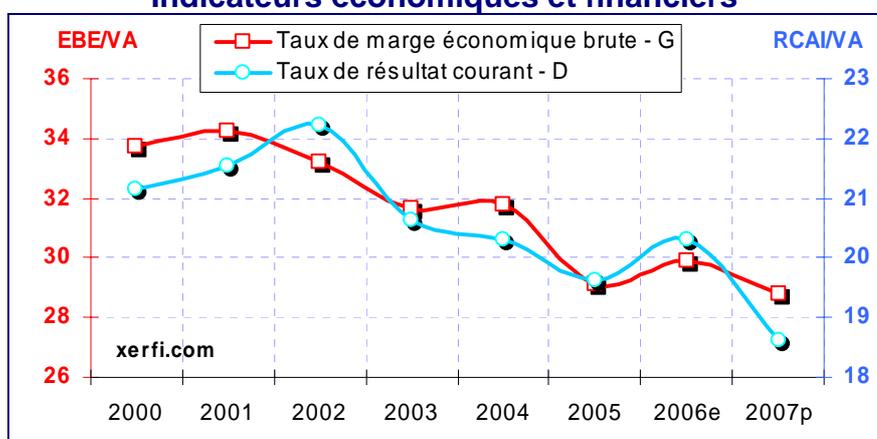
Quelques indices des prix à la production des IAA

100 = 2000	Ensemble	Aliments A. (2)	Céréales (3)	Pdts laitiers	Viandes (4)
2002	105,0	105,2	103,0	103,4	101,7
2006	110,5	102,8	103,7	101,6	109,1
Tendance (1)	+2,5%	+12,0%	+7,2%	+ 0,4%	-1,3%

L'accélération du chiffre d'affaires en 2007 (+4% selon notre scénario) sera trompeuse. Elle traduira avant tout la hausse des prix, mais insuffisante pour encaisser sans dommage la flambée des matières premières avec comme conséquence mécanique le repli du taux de marge brute. Cela sera d'autant plus néfaste que la filière manque de marge de manœuvre. Les ajustements sur la masse salariale ont déjà été effectués au cours des années passées avec à la clé des coupes claires dans les effectifs (entre 2002 et 2006, les IAA ont perdu plus de 20 000 postes salariés). Les premières informations sur 2007 montrent que le mouvement s'est arrêté, signe que ce levier d'ajustement ne pourra plus être actionné : les frais de personnel absorberont un peu plus de 41% de la valeur ajoutée en 2007 comme en 2006. Le gonflement des dotations aux amortissements et des frais financiers (les entreprises ont massivement investi en 2006) ôtera également quelques dixièmes de point au taux de résultat courant avant impôt.

Indicateurs économiques et financiers

Le rebond des performances économiques et financières des entreprises des IAA en 2006 aura fait long feu. Il faut en effet s'attendre dès cette année à une nouvelle dégradation : rapporté à la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation (EBE) passera sous la barre des 29% (alors qu'il atteignait plus de 34% en 2000). Le taux de résultat courant avant impôt descendra également à un niveau plancher, à peine plus de 18% de la valeur ajoutée.



Source : calculs, estimations et prév. Xerfi (données sources Agreste), dernières données disponibles 2005

Méthodologie

L'enquête annuelle d'entreprise (EAE) sur laquelle s'appuie le compte de résultat simplifié des IAA concerne les firmes vérifiant les deux conditions suivantes :

- 1- employer au moins 20 salariés ou réaliser plus de 5 millions d'euros de chiffre d'affaires ;
- 2- avoir une activité principale de transformation agroalimentaire hors boulangerie-pâtisserie ou charcuterie artisanale et fabrication de tabac.

L'EAE a recensé en 2006 3 054 entreprises soit le quart des firmes des IAA. Ces dernières réalisent environ 95% du chiffre d'affaires total et emploient un peu plus de 90% de la main d'œuvre.

Source : Agreste Conjoncture, industries agroalimentaires, Synthèse, juillet 2007

Dernière actualisation : 30 août 2007

Compte de résultat simplifié des IAA						
(% du CA)	2002	2003	2004	2005	2006e	2007p
Chiffre d'affaires	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ventes de marchandises	11,0	11,2	11,2	10,6	10,7	10,8
Coût des marchandises vendues	7,6	7,7	7,4	7,3	7,3	7,3
Marge commerciale	3,4	3,5	3,8	3,3	3,4	3,5
Production	89,0	88,8	88,8	89,4	89,4	89,4
Production stockée	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Production immobilisée	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Production	92,4	92,1	92,7	92,9	93,1	93,2
Coût des matières premières	49,6	48,6	48,9	48,9	49,0	49,4
Marge brute	42,8	43,5	43,8	44,0	44,1	43,7
Autres achats et charges externes	23,9	24,3	24,3	24,6	24,7	24,8
Autres charges	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Autres produits de gestion courante	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Valeur ajoutée corrigée	18,5	18,7	19,1	19,0	19,1	18,5
Subventions d'exploitation	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
Charges sociales	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3	3,3
Impôts, taxes et versements assimilés	1,9	1,9	2,0	2,2	2,2	2,2
Frais de personnel corrigés	8,1	8,4	8,4	8,4	8,2	8,0
Excédent brut d'exploitation	6,1	5,9	6,1	5,5	5,7	5,3
Solde reprises - dotations aux provisions	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Dotations aux amortissements	2,5	2,5	2,5	2,3	2,2	2,3
Excédent net d'exploitation	4,2	4,0	4,0	3,8	4,0	3,6
Résultat des opérations financières	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Résultat courant avant impôt	4,1	3,9	3,9	3,7	3,9	3,4
Solde des éléments exceptionnels	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	0,0
Impôts sur les bénéfices	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
Résultat net comptable	2,9	2,8	3,0	2,6	2,9	2,5

Source : calculs, estimations et prév. Xerfi (données sources Agreste), dernières données disponibles 2005

Dans chacun de ses numéros, Xerfi – Previsis présente les données statistiques qu'il ne fallait pas manquer lors des deux mois écoulés.

France

Indicateur	Tendance récente	Perspectives à 1 an	Commentaire
PIB	↗	↘	En T2, le PIB progresse de 0,3%. Pour 2007, Xerfi prévoit une progression de 1,75% de l'économie française.
Inflation	↗	↘	En juillet, les prix à la consommation progressent de 1,1% sur un an.
Chômage	↘	↘	A la fin du premier semestre, le taux de chômage s'établit à 8% de la population active. Le mouvement baissier devrait se prolonger tout au long de l'année 2007.
Moral des industriels	→	↘	Le climat des affaires se stabilise, l'indicateur synthétique s'établissant à 110 points en juillet, 10 points au-dessus de sa moyenne de long terme.
Investissements des industriels	↗	↗	Interrogés au cours du mois de juillet, les chefs d'entreprises du secteur de l'industrie manufacturière prévoient d'augmenter leurs investissements de 7% pour l'année 2007 (4% pour l'ensemble de l'industrie).
Marché automobile	↗	→	En juillet, les immatriculations de véhicules légers neufs bondissent de 21,7% par rapport à la même période en 2006 (en données brutes).
Moral des ménages	↘	→	L'indicateur de confiance des ménages chute de 3 points pour s'établir à -15 en juillet.
Consommation des ménages	↗	↗	Au premier semestre, la consommation des ménages progresse de 1,4%.
Production industrielle	↘	↗	La production industrielle recule de 0,3% sur l'ensemble du deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent.
Création d'emplois	↗	↘	3 700 nouveaux postes ont été créés dans le secteur marchand au deuxième trimestre 2007, contre près de 130 000 au premier trimestre.
Mises en chantier	↗	↘	Entre mai et juillet 2007, les mises en chantier progressent de 9%. Tous les segments de logement sont concernés par cette hausse : résidentiel (+20,3%), collectif (+11,2%) et individuel (+6,3%). Sur l'année 2007, les mises en chantier devraient cependant baisser, leur nombre repassant sous le seuil des 400 000 unités.
Commerce extérieur	↘	↘	Sur les six premiers mois de l'année, le déficit commercial s'élève à 15,3 milliards d'euros. Sur l'ensemble de l'exercice 2007, celui-ci devrait flirter avec les 30 milliards d'euros.
Salaire	↗	↗	Au cours du deuxième trimestre, le salaire de base progresse de 0,6% après 0,9% au premier trimestre.

Etats-Unis

Indicateur	Tendance récente	Perspectives à 1 an	Commentaire
PIB	↗	↘	En T2, la croissance du PIB s'établit à 3,4% en rythme annuel (contre +0,6% au premier trimestre).
Inflation	↗	↗	En juin, l'inflation progresse de 2,4% en glissement annuel (+0,1% sur un mois).
Indice Conference Board	↘	↗	En août, l'indice de confiance des ménages plonge de 6,5 points, pour se porter à 105 points. Néanmoins, il reste au-dessus de sa moyenne de long terme (98,6 points).
Indice Michigan	↘	↗	L'indice du moral des consommateurs recule en août à 83,3 points (-7,1 points par rapport à juillet). Il repasse en-dessous de sa moyenne de long terme (88,1 points).
Consommation des ménages	↗	↗	Au deuxième trimestre, la consommation des ménages progresse de 1,3% par rapport au trimestre précédent (+3,7% en T1).
Chômage	↗	↘	Le taux de chômage accélère légèrement en juillet, celui-ci se portant à 4,6% de la population active contre 4,5% en juin.
Commerce extérieur	↘	↘	Sur les six premiers mois de l'année, le déficit commercial s'élève à 352,7 milliards de dollars.
Mises en chantier	↘	↘	En juillet, les mises en chantier se contractent de 6,1%, à 1,38 million d'unités.

Allemagne

Indicateur	Tendance récente	Perspectives à 1 an	Commentaire
PIB	↗	↗	Au deuxième trimestre, l'économie allemande progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent (contre +0,5% au premier trimestre).
Indice Zew	↘	↗	En août, l'indice Zew, indiquant les attentes du secteur financier pour l'économie allemande, chute de 17,3 points, repassant du même coup en territoire négatif, à -6,9 points. Il reste en-dessous de sa moyenne de long terme (32,6 points).
Indice Ifo	↘	↘	En août, l'indice du moral des industriels recule de 0,6 point, à 105,8 points. Il demeure néanmoins au-dessus de sa moyenne de long terme (96,1 points).
Inflation	↗	↗	Pour le mois d'août, les prix à la consommation augmentent de 2% sur un an (+0,1% sur un mois).
Chômage	↘	↘	En août, le taux de chômage tombe à 8,8% de la population active (donnée brute).
Commerce extérieur	↗	↘	Au premier semestre, le solde commercial s'élève à 94,2 milliards d'euros.
Production industrielle	↘	↗	En juin, la production industrielle chute de 0,4% par rapport au mois précédent.

Japon

Indicateur	Tendance récente	Perspectives à 1 an	Commentaire
PIB	↗	↗	Au deuxième trimestre, le PIB progresse de 0,1% par rapport au trimestre précédent (+0,8% au premier trimestre).
Inflation	↘	→	L'inflation globale recule de 0,1% en juin en glissement annuel (-0,1% d'un mois sur l'autre).
Production industrielle	↗	↗	En juin, la production industrielle progresse de 1,2% par rapport au mois précédent. Sur un an, la croissance s'établit à 2,3%.
Chômage	↘	↘	En juin, le taux de chômage se porte à 3,7% de la population active, son plus bas niveau depuis février 1998.
Commerce extérieur	↘	↗	En juillet, l'excédent commercial fléchit à 671,2 milliards de yens contre 1 223,4 milliards de yens en juin (non cvs).

Indices boursiers

Indice	Variation entre mi-juillet et mi-août 2007	Perspectives à 1 an	Commentaire
CAC 40	-11,1%	↗	Cf. pages marchés financiers
Dax 30	-8,1%		
FTSEurofirst 80	-8,3%		
Dow Jones	-7,8%		
Nikkei	-9,6%		
FTSE 100	-8,8%		



Tempête sur les prix agricoles

Etude réalisée par le pôle IAA, Xerfi-Etudes, sous la direction d'Alexandre Mirlicourtois, directeur des études économiques

Flashback

Les chiffres ont de quoi donner le tournis : du côté des céréales, +53% pour le blé coté sur le marché à termes à Chicago (entre juin 2006 et juin 2007), +60% pour le maïs. En France, la tonne de poudre de lait écrémé (consommation humaine) se négocie actuellement à plus de 4 000€ quant elle atteignait péniblement 2 200€ en début d'année. Les exemples peuvent être multipliés à l'infini avec un seul et même constat : après les métaux et l'énergie, c'est autour des matières agricoles de flamber (graph 1-3). Paradoxalement, tout n'est que matière contrairement aux idées reçues quand on évoquait les sociétés postindustrielles ou de l'avènement de la société des services et du virtuel. Et, voilà un début du 21^{ème} siècle qui ressemble beaucoup plus certainement à la fin du 19^{ème} qu'à celle du 20^{ème} voire plus loin encore quand les physiocrates dominaient la pensée économique, une école dont le fondateur et chef de file est décédé en...1774.

Les fondamentaux de la hausse...

Que ce soient pour les métaux, l'énergie ou les denrées agricoles,

la spéculation financière n'est certainement pas étrangère à la violence des chocs. Cependant elle les amplifie plus qu'elle ne les génère.

... le développement des pays émergents...

L'origine structurelle de la flambée du côté des métaux et du pétrole est certainement à rechercher dans le vaste mouvement de délocalisation de la production industrielle de base des anciennes nations industrialisées vers les pays émergents. Ces pays « ateliers », Chine en tête, sont des économies beaucoup plus consommatrices d'énergie et de matière. Mais plus important encore, elles sont à la source d'un changement radical de la hiérarchie des prix relatifs dans les pays occidentaux et *in fine* de la structure de la consommation. Les baisses à répétition dans l'électronique grand public, l'électroménager, etc. ont encouragé les ménages à dépenser toujours plus en produits manufacturés au détriment des services, peu gourmands, par nature, en matières. De même, la hausse du niveau de vie dans les nouveaux pays industrialisés (la croissance y est plus forte que dans le reste du monde) permet à une

part croissante de la population d'accéder à ce type de biens.

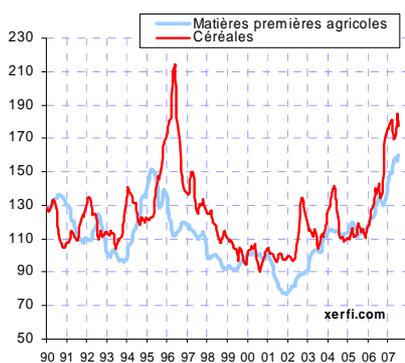
... la pression démographique, les biocarburants et les contraintes sur l'offre

Les raisons de l'envolée des cours des matières premières agricoles recouvrent partiellement celle des métaux. L'amélioration du niveau de vie en Chine, et plus généralement des pays émergents, gonfle leur consommation et modifie leurs habitudes alimentaires. Cette progression est renforcée par l'intérêt croissant des Etats pour les biocarburants : la moitié de la canne à sucre brésilienne et 20% du maïs américain servent à la fabrication d'éthanol ; 50% du colza cultivé en Europe sont destinés à la production de biodiesel. Il suffisait d'ajouter à cela des mauvaises conditions climatiques et les conséquences de la réforme de la PAC (baisse de la production en Europe) pour que le cocktail devienne explosif. La déflagration est d'autant plus forte que les marchés sont étroits et que des variations marginales de l'offre ou de la demande mettent très vite le feu aux poudres.

.../...

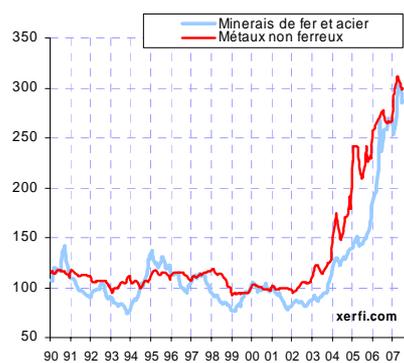
La flambée des matières premières dans le monde

(1) Mat. premières agricoles



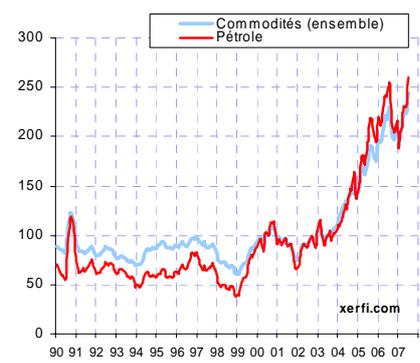
Source : HWWA (via EcoWin Reuters), indice en \$

(2) Métaux et minerais



Source : HWWA (via EcoWin Reuters), indice en \$

(3) Commodités & énergie



Source : HWWA (via EcoWin Reuters), indice en \$

5. ETUDE : LES PRIX DES MATIERES PREMIERES AGRICOLES

Les cours des produits agricoles resteront élevés

Afin de nourrir les quelques 10 milliards de bouches prévues d'ici 2050 dans le monde (contre actuellement un peu plus de 6,5 milliards), le doublement de la production alimentaire sera quasiment indispensable (avec la hausse du niveau de vie, la demande alimentaire par habitant a tendance à s'accroître). A ce titre, la revalorisation des cours peut être considérée comme une « bonne nouvelle ». C'est une première étape nécessaire pour réveiller l'investissement de demain et la production d'après demain et finalement, en bonne logique économique, calmer les cours à moyen terme. Signe des temps, la commissaire européenne à l'agriculture Mariann Fischer Boel, a annoncé en juillet la fin de la mise en jachère pour les semis de l'automne 2007 et du printemps 2008. Un premier pas avant la suppression totale et définitive car c'est à cette seule condition que les agriculteurs remettront ces terres en culture. Seule inconnue à court terme, la météo avec une question de fond : les perturbations climatiques sont-elles un aléa ou une nouvelle donne structurelle ? Une simple hausse des rendements en Ukraine, en Russie, aux Etats-

Unis ou en Australie calmerait aussitôt les cours et ferait disparaître la composante spéculative. Une correction est donc à attendre, mais comme pour le pétrole, les prix resteront durablement élevés.

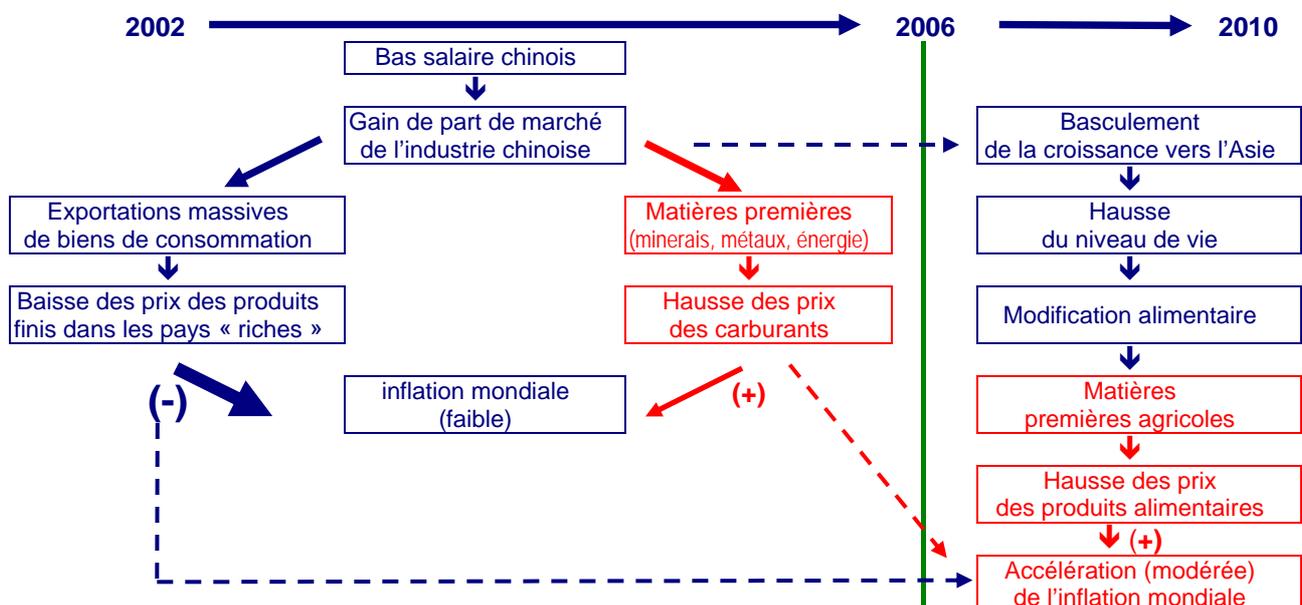
La flambée des cours agricoles sera inflationniste

Tant que la boulimie chinoise se limitait aux métaux, les conséquences en matière de prix étaient bénéfiques pour le consommateur (exceptés pour les prix à la pompe). La Chine (et les pays émergents), responsable de la flambée des produits de base, fournissait en même temps l'antidote permettant de se prémunir du virus de l'inflation en transformant ces mêmes matières premières dans ses usines avec un coût du travail très bas (environ 1€ par heure contre 25,2€ pour l'ensemble de la zone euro) puis en inondant les marchés internationaux de ces produits à prix très modiques. Or cet enchaînement se rompt avec les produits issus des IAA car leur fabrication n'est pas ou peu délocalisable aussi bien pour des raisons techniques que d'habitudes alimentaires : l'ipod qu'il soit acheté au Japon, aux Etats-Unis ou en France est le même alors qu'il existe d'innombrables sortes de pains

plusieurs milliers de fromages, etc. Même les produits les plus standardisés comme le yaourt ont des spécificités locales (packaging, recettes, etc.). En d'autres termes, la Chine (et avec elle de nombreux autres pays émergents) alimente la flambée des prix des matières premières agricoles sans allumer cette fois-ci de contre-feu en produisant et en exportant massivement des produits alimentaires à petits prix.

Les prix des produits alimentaires sont donc mécaniquement amenés à se tendre un peu partout dans le monde. En France, l'inflation « alimentaire » devrait atteindre 4% en fin d'année alors qu'elle était inférieure à 2% en décembre 2006. Des évolutions sans commune mesure avec celles enregistrées en amont car les matières premières agricoles représentent finalement une faible fraction du prix final payé par le consommateur : le coût des céréales dans le prix d'une baguette de pain était, au second semestre 2006, de 0,034€ pour un prix total de 0,80€ (source Unigrains). Toutes choses étant égales par ailleurs, le doublement du prix des céréales (+100%) porterait le prix de la baguette à 0,83€ soit une hausse de 4,3%.
.../...

(4) Les pays émergents vont alimenter un peu plus l'inflation mondiale



5. ETUDE : LES PRIX DES MATIERES PREMIERES AGRICOLES

Réalité économique et effet psychologique

En France, les prix de l'alimentaire (y compris boissons non-alcoolisées) représentent sensiblement moins de 20% de l'indice général des prix. De même, les ménages consacrent à peine 11% de leur budget dans l'alimentation et les boissons non-alcoolisées (13,1% avec les boissons alcoolisées et le tabac), un poids qui ne cesse en outre de diminuer depuis des décennies. En d'autres termes, l'exposition des ménages à la flambée des cours agricoles est réelle mais relativement modeste (graphe 5). Cependant, tout comme les prix à la pompe, les prix de l'alimentaire sont une donnée sensible qui peut faire sur-réagir les ménages et radicalement modifier leurs comportements. Le risque est de voir la consommation se bloquer et l'épargne de précaution se gonfler. La croissance de l'économie française, qui repose avant tout sur les dépenses des ménages, serait balayée. A cela s'ajoute les risques de grognement des salariés même si la paix sociale semble moins menacée en France et dans les pays développés que dans les pays émergents, le poids de l'alimentaire n'étant pas le même.

Alerte sur les marges et menace sur la sous-traitance de l'industrie agroalimentaire française

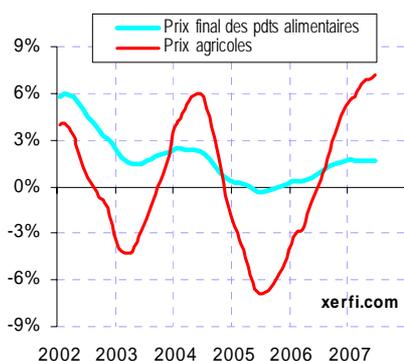
Confrontés depuis le début de l'année à une envolée

généralisée des cours des matières premières, les industriels se retrouvent sans possibilité de substitution. Certes, il serait, par exemple, techniquement possible de remplacer le beurre par de la matière grasse végétale comme l'huile de palme ou à base de soja. Mais à quoi bon quand le prix de la première a grimpé de plus de 26% depuis le début de l'année. Le choc est donc rude pour une industrie où les matières premières représentent en moyenne 49% du chiffre d'affaires. A cela s'ajoute les fortes hausses des prix des emballages et de l'énergie. Face à une demande molle, même si une légère accélération est manifeste depuis 2006, des distributeurs toujours plus puissants et au durcissement des réglementations sanitaires (toujours coûteuses à gérer), les marges n'y résisteront pas, même si des poches de résistances apparaissent ici ou là. Parmi les plus exposés, ceux pour lesquels le poids des matières premières agricoles est le plus important et/ou les prix ont le plus fortement augmenté ou vont encore progresser. Les craintes sont particulièrement fortes pour les professionnels de la transformation des produits laitiers mais aussi de la fabrication d'aliments pour animaux de la ferme ou de la production de viande de volaille. A l'opposée, l'industrie des boissons semble devoir être plus préservée. Globalement, la

flambée des matières premières agricoles entrainera une baisse des marges et des résultats économiques et financiers des opérateurs (graph 6) : rapporté à la valeur ajoutée, le résultat courant avant impôt passerait sous la barre des 18,5% en 2007 soit un niveau plancher depuis 2000.

Dans cet environnement hostile, seules les multinationales devraient passer l'épreuve sans trop de casse. Elles bénéficient d'un rapport de marché plus favorable (difficile pour une grande surface alimentaire de se passer de Coca-Cola ou des produits Nestlé) et se positionnent dans les pays émergents pour tirer profit de la hausse de la consommation. La partition est tout autre pour les milliers de PME qui prennent de plein fouet le gonflement de leurs coûts d'approvisionnement alors même que la demande domestique patine et qu'ils font face à une distribution toute puissante. Les négociations de septembre entre producteurs et distributeurs s'annoncent chaudes.

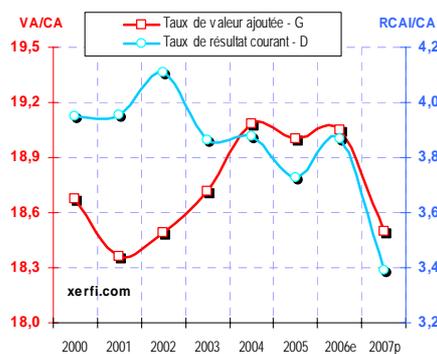
(5) Prix agricoles (*) et prix finals



(*) mesurés par l'indice des prix des produits agricoles à la prod. (Ippap)
Source : INSEE (via EcoWin Reuters), tendance annuelle

Données clés du marché

(6) Résultats financiers (IAA)



Source : calculs, estimations & prévisions Xerfi (données source Agreste),

(7) Expositions des secteurs

Secteurs	CA (M€)	Mat. 1eres (*)	RCAI (**)
Fab. de beurre	1 929	76,3	0,5
Fab autres pds laitiers	1 758	71,7	0,7
Viandes de boucherie	14 918	71,1	0,4
Vinification	1 907	65,2	0,7
Huiles et graisses raff.	787	60,7	4,6
IAA	125 549	49,1	4,0
Trans. de la P de terre	681	27,1	5,6
Glaces et sorbets	1 466	24,1	2,7
Spiritueux	1 428	23,5	10,3
Eaux de table	3 538	23,3	8,1
Brasserie	2 029	22,9	8,9

Source : Agreste, données 2005 : (*) en % du CA : (**) RCAI/VA, en %

Plusieurs milliers de titres disponibles sur tous les marchés

Pour obtenir une présentation
détaillée des études :

Le catalogue complet est disponible sur

xerfi.com

sur internet : xerfi.com

e-mail : xerfi@xerfi.fr

Téléphone : 01.53.21.81.51

Télécopie : 01.42.81.42.14

Les études France, Europe et International : une couverture exhaustive des marchés et secteurs de l'économie française, européenne et Internationale. Ces informations apportent l'information indispensable aux décideurs.

Dernières parutions	Date	EUROS HT (version pdf)
Administrateurs de biens	Juin 07	2 640
Assurance face au défi Internet	Juillet 07	3 000
Cabinets de conseil en management	Juillet 07	2 880
Club de football	Août 07	576
Compléments alimentaires	Juillet 07	2 640
Construction et distribution de piscines	Juillet 07	1 500
Convenience food (sandwiches, produits traiteurs)	Juillet 07	1 380
Courtage en assurance	Août 07	1 068
Découpage emboutissage	Août 07	576
Electricité, gaz / World electricity and gas industry	Juillet 07	360
Electroménager, produits blancs	Juillet 07	576
Etude de groupe Total	Août 07	264
Etude de groupe : Air France	Août 07	264
Etude de groupe : JC Decaux	Août 07	264
Etude de groupe : l'Oréal	Juillet 07	264
Etude de groupe : PSA Peugeot Citroën	Juillet 07	264
Etude de groupe : Renault	Août 07	264
Façonnage pharmaceutique	Juillet 07	2 640
Groupes de télécommunications en Europe	Août 07	576
Groupes de transport aérien dans le monde	Juillet 07	576
Immobilier de bureau	Juillet 07	1 500
La banque et les jeunes	Août 07	1 500
Le marché de l'éolien en France : horizon 2010	Juillet 07	1 140
Les IAA face à la restauration hors foyer	Juin 07	2 280
Marché de la vidéo et du DVD (édition, distribution, location)	Août 07	576
Marché du bébé : jouets, puériculture, vêtements	Juillet 07	1 380
Marché du Jardin	Juin 07	2 640
Pharmacie / world pharmaceutical industry	Juillet 07	360
Produits biologiques	Juillet 07	1 500
Régies publicitaires	Juillet 07	2 640
Services de télécommunications	Août 07	828
Véhicules de loisirs	Juillet 07	576