

Conjoncture internationale



Synthèse internationale

Au premier trimestre, la croissance des économies avancées a légèrement rebondi (+0,5 % après +0,3 %), grâce aux performances inattendues des économies allemande et japonaise. Ces performances étant pour une bonne part dues à des facteurs exceptionnels, leur disparition accentuerait, au deuxième trimestre, le ralentissement à l'œuvre dans les économies avancées.

Sur l'ensemble de l'année, l'activité des économies avancées fléchirait (+1,5 %, après +2,4 % en 2007), du fait des effets conjugués de conditions de financement durcies, de la hausse de l'inflation et de la chute des marchés immobiliers. En outre, les économies émergentes montrent des signes d'essoufflement, concourant également au ralentissement de l'économie mondiale.

L'activité fléchirait nettement à l'horizon de la fin de l'année

Le PIB des économies avancées⁽¹⁾ ralentirait d'ici à la fin de l'année, comme le signale la dégradation des perspectives globales d'activité dans l'industrie

manufacturière restituée par les enquêtes *Purchasing Manager's Index* (PMI) : celles-ci laissent anticiper au deuxième trimestre une croissance du PIB des économies avancées de l'ordre de 1,5 % en glissement annuel (cf. graphique 1). De même, dans le secteur des services l'indicateur d'activité PMI a baissé en avril, suggérant un nouveau ralentissement. La croissance serait même un peu plus faible au deuxième trimestre qu'au second semestre, du fait du contrecoup attendu de la croissance exceptionnelle du premier trimestre en Allemagne et au Japon, pour une bonne part imputable à des facteurs exceptionnels (cf. tableaux 1 et 2).

Ainsi en 2008 la croissance des économies avancées fléchirait (+1,5 % en moyenne annuelle, après +2,4 % en 2007). De même, les indicateurs conjoncturels annoncent un ralentissement dans les grands pays émergents (Brésil, Russie, Inde et Chine). Les pays émergents dans leur ensemble pourraient pâtir du dérapage de l'inflation qu'a

(1) Notre champ est identique à celui du *World Economic Outlook* du FMI. La méthodologie d'agrégation ainsi que les outils économétriques sont présentés dans la *Note de conjoncture* de mars 2008 (cf. éclairage « Mesurer les évolutions macroéconomiques internationales »).

Tableau 1
Ensemble des pays industrialisés : équilibre ressources-emplois en volume

en %

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,5	0,5	0,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,1	2,8	2,4	1,5
Consommation privée	0,6	0,4	0,5	0,3	0,4	0,3	0,5	0,1	2,4	2,3	1,5
Consommation publique	0,3	0,6	0,7	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,9	1,7
Investissement	0,1	-0,2	0,3	0,0	-0,3	-1,5	-1,2	-1,1	3,6	0,5	-2,2
Exportations	0,8	1,4	3,3	1,1	1,5	0,3	0,8	0,8	8,6	6,5	5,2
Importations	1,1	-0,2	1,6	-0,2	0,5	-0,1	0,0	-0,3	6,5	2,7	0,9
<i>Contributions à la croissance</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,3	0,5	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	2,6	2,0	1,0
Stocks	0,1	-0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1
Extérieur	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5	0,6

Prévisions

Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

entraîné la forte hausse des prix alimentaires et du durcissement des politiques monétaires qui pourrait en résulter, même si les sources purement internes de leur forte croissance des dernières années subsistent (rattrapage de productivité, exode rural...). Au total, le glissement annuel du PIB mondial fléchirait à 4,0 % à la fin de 2008 (contre 5,5 % en moyenne en 2007).

Dans cet environnement international moins porteur, la demande mondiale adressée à la France progresserait sur un rythme modéré à l'horizon de la fin de 2008, notamment en raison du ralentissement des importations européennes et du recul de la demande des États-Unis. Elle croîtrait en fin de période de prévision à un rythme inférieur à sa moyenne de longue période.

Des pressions inflationnistes partout dans le monde

Les prix des matières premières agricoles et énergétiques ont crû très fortement depuis l'été dernier, entraînant une nette hausse de l'inflation dans les pays avancés (cf. graphique 2) et plus encore dans les pays en développement. Le cours du baril de Brent poursuit en effet sa hausse amorcée début 2007 et a même frôlé les 140 \$ début juin. Les prix agricoles semblent ralentir, mais l'impact des hausses passées continue de se faire sentir sur les prix à la consommation.

À l'horizon de la fin de l'année, l'inflation sous-jacente augmenterait légèrement dans la plupart des pays, les effets de diffusion des hausses des prix des matières premières excédant l'impact désinflationniste du ralentissement de l'activité. L'inflation totale refluerait progressivement au second semestre

Tableau 2

PIB des principaux pays industrialisés

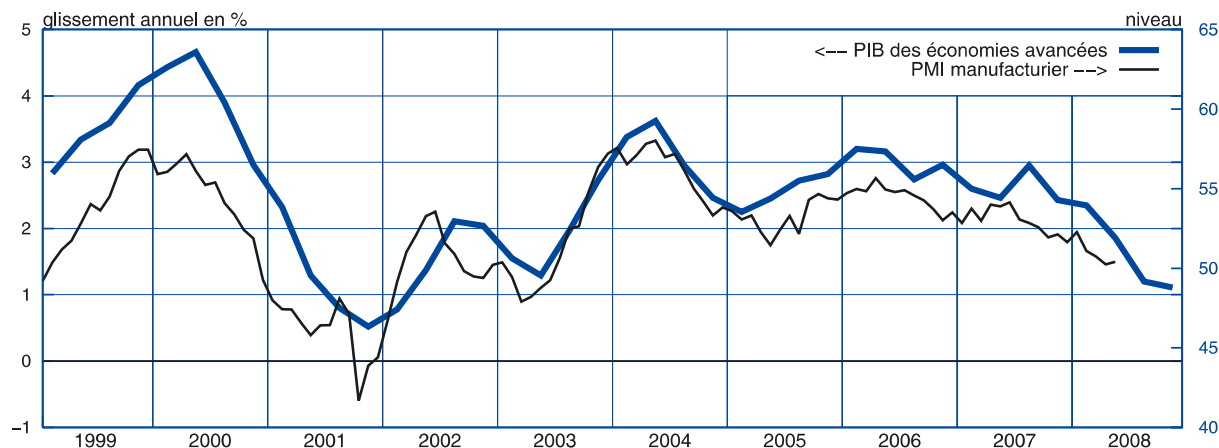
en %

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Ensemble	0,5	0,5	0,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,1	2,8	2,4	1,5
États-Unis	0,2	0,9	1,2	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,0	2,9	2,2	1,3
Japon	1,1	-0,6	0,2	0,7	1,0	0,2	0,4	0,4	2,4	2,0	1,9
Royaume-Uni	0,7	0,8	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	2,9	3,0	1,7
Zone euro, dont :	0,8	0,4	0,7	0,3	0,8	0,0	0,2	0,2	2,9	2,6	1,6
Allemagne	0,6	0,2	0,7	0,3	1,5	-0,3	0,3	0,3	3,1	2,6	2,1
Italie	0,3	0,0	0,2	-0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	1,9	1,4	0,3

Prévisions

Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

1 - Croissance et indice PMI manufacturier



Sources : JP Morgan, instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

de 2008 après un pic en milieu d'année, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix du pétrole autour de 130 \$ le baril.

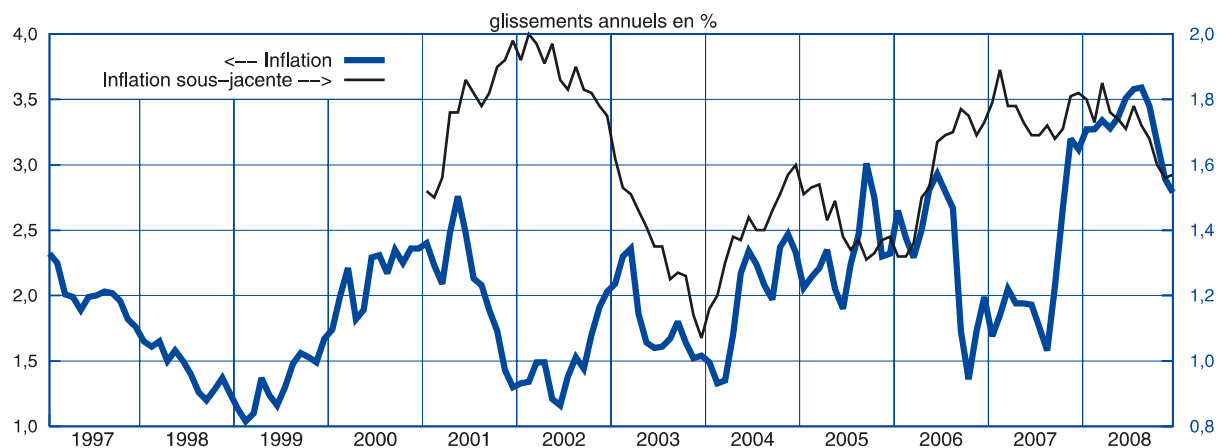
Les tensions sur les marchés financiers s'apaiseraient

Les tensions sur les marchés interbancaires persistent : l'écart entre le taux à trois mois du marché monétaire et le principal taux directeur américain se situe à nouveau très au-dessus de sa moyenne de long terme. Néanmoins, la réduction de l'écart entre les taux du marché monétaire et les taux à trois mois des titres publics semble témoigner d'une moindre fuite vers la qualité. Par ailleurs, les

écarts de taux (*spreads*) entre les rémunérations des obligations des entreprises et les obligations publiques se sont stabilisés dans la plupart des économies avancées, même s'ils restent à des niveaux élevés. Au second semestre, les tensions sur les marchés monétaires devraient s'atténuer sans toutefois disparaître, les incertitudes sur les bilans bancaires ne pouvant pas être totalement levées au cours de l'année.

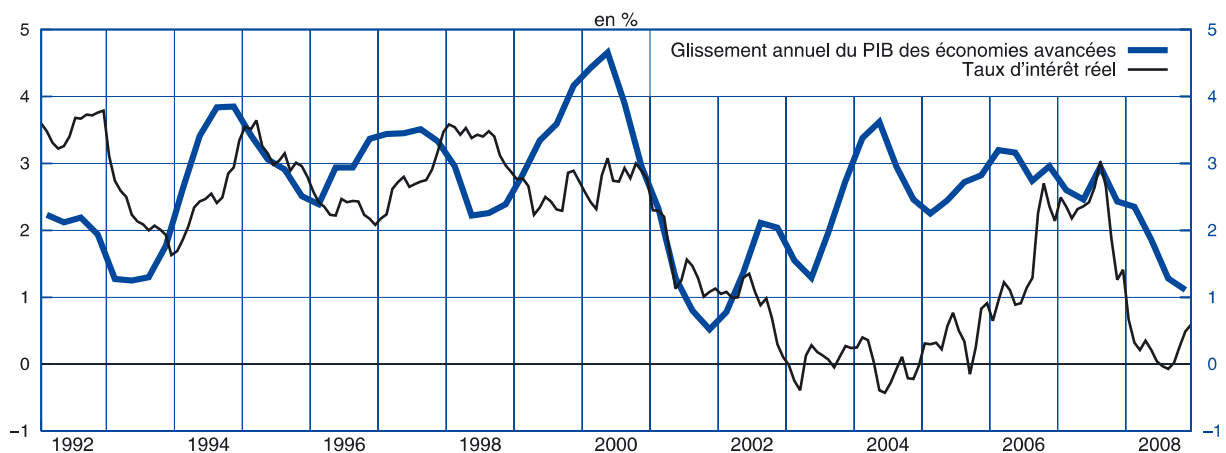
D'ici à la fin de l'année, la Fed devrait choisir le *status quo* en matière de taux directeurs, en raison d'une croissance molle et d'une inflation qui resterait élevée. La BCE a maintenu son taux principal de refinancement stable à 4 % depuis l'été dernier, préoccupée, d'un côté par les pressions inflationnistes croissantes, et d'un autre côté par la persis-

2 - Tensions inflationnistes (économies avancées)



Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, Data Insight, calculs Insee

3 - Politique monétaire (économies avancées)



Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, Data Insight, calculs Insee

tance des tensions sur les marchés monétaires et la dégradation de la conjoncture en zone euro. Elle semble aujourd'hui prête à les relever.

Dans leur ensemble, les politiques monétaires restent accommodantes et nourrissent peut-être encore des risques inflationnistes à moyen terme : les taux d'intérêt de court terme restent un peu inférieurs à la croissance nominale dans les pays avancés (cf. graphique 3) et la liquidité reste très abondante.

Principal aléa : l'impact de la crise financière

L'impact de la crise financière constitue le principal aléa à la baisse : le durcissement des conditions de

financement et l'accroissement de l'aversion au risque pourraient peser dans le monde entier sur les décisions d'investissement des ménages comme des entreprises. En outre, l'inflation pèse de nouveau sur l'économie mondiale, et de nouvelles hausses des prix des matières premières énergétiques et alimentaires constituent un risque à la baisse sur notre scénario de prévision. À l'inverse, une plus grande résilience des économies émergentes ou un apaisement des tensions monétaires pourraient atténuer le ralentissement de la croissance mondiale, au risque d'une intensification des tensions inflationnistes. ■

Pétrole et matières premières

Sur le marché du pétrole, les tensions physiques sont restées vives au deuxième trimestre de 2008 : la demande en provenance des pays émergents demeure vigoureuse et l'offre s'est réduite. Les événements géopolitiques du mois de mai ont affecté la production et accentué la hausse du prix du baril de Brent. Par la suite, ces tensions pourraient s'atténuer, mais les cours resteraient malgré tout volatils d'ici la fin de l'année, le cours du baril de Brent fluctuant autour de 130 \$ en moyenne.

Les cours des matières premières hors énergie ont fortement progressé au premier trimestre, en raison d'une hausse des prix des matières alimentaires et des matières minérales. Pour le deuxième trimestre, les informations disponibles laissent attendre une stabilisation globale des prix : la hausse des prix des matières alimentaires serait compensée par la baisse des cours des matières minérales, les prix des autres matières industrielles évoluant peu.

Les cours du pétrole ont repris leur hausse au deuxième trimestre

En avril, la production mondiale de pétrole a diminué, principalement en raison de la baisse de la production des pays hors Opep (cf. tableau 1). Au

Royaume-Uni notamment, à la fin du mois d'avril, une grève dans la raffinerie de British Petroleum à Grangemouth a entraîné l'arrêt de la production en Mer du Nord (700 000 barils par jour). L'offre a également baissé dans les pays de l'Opep, notamment au Nigéria. Cette contraction de l'offre a conduit à une baisse des stocks (-8 millions de barils), au lieu de l'augmentation saisonnière attendue. Elle s'est également traduite par une hausse du prix du baril.

En mai, un regain de tensions géopolitiques s'est également produit, poussant le baril de Brent au-dessus de 130 \$ (cf. graphique 1). Le régime iranien s'est ainsi opposé à toute proposition qui violerait son droit à développer son programme nucléaire. Au Nigéria, les indépendantistes du MEND ont attaqué par deux fois les infrastructures pétrolières de Shell. De plus, Exxon Mobil, premier producteur étranger au Nigéria avec une production de 800 000 barils par jour en régime normal, a été confronté à une grève. Enfin, l'armée turque a de nouveau réalisé des incursions en territoire irakien contre les Kurdes indépendantistes, alimentant les craintes d'une interruption de l'extraction ou de l'acheminement de pétrole d'Irak. Les tensions physiques sont également restées vives au mois de mai, en raison de la faiblesse de la production non Opep. En effet, en Europe et en Amérique du Nord, l'épuisement progressif des champs pétrolifères a contraint l'offre.

Tableau 1

Production totale de pétrole brut et de gaz naturel liquide (GNL)

en millions de barils par jour

	Données trimestrielles								Moyennes mensuelles		
	2007				2008				mars 2008	avr. 2008	mai 2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Opep excluant l'Irak											
Quotas de production	25,8	26,8	26,8	27,3	27,3	27,3	-	-	27,3	27,3	27,3
Production de pétrole brut	29,0	28,6	29,0	29,6	30,0	29,9	29,7	29,5	29,7	29,5	29,8
Irak ⁽¹⁾	1,9	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5
Total Opep, production de GNL⁽¹⁾	4,8	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,2	5,4	4,9	5,0	5,0
Total (y compris GNL⁽¹⁾) non Opep	50,0	49,8	49,3	49,9	49,7	49,3	49,9	51,2	49,8	49,2	49,3
dont : Amérique du Nord	14,4	14,4	14,2	14,1	14,2	13,9	14,1	14,4	14,3	13,9	13,9
Russie	9,9	10,0	10,1	10,1	10,0	10,0	10,2	10,3	10,0	9,9	10,0
Europe hors Russie	5,4	5,0	4,8	5,1	5,0	4,6	4,5	4,7	5,0	4,8	4,6
Production totale⁽²⁾	85,6	85,2	85,2	86,7	87,0	86,6	87,2	88,5	86,8	86,1	86,6

Prévisions

(1) GNL : gaz naturel liquide

(2) La production totale est obtenue en sommant le total non Opep et la production de pétrole brut et de GNL de l'OPEP ainsi que la production irakienne

Sources : Agence internationale de l'énergie (rapport de mai 2008), Insee

Conjoncture internationale

Face à une production peu dynamique, la demande des pays émergents ne donne, pour l'instant, aucun signe de fléchissement (cf. tableau 2). Après une légère détente à la fin du mois de mai, les cours du pétrole sont repartis brutalement à la hausse début juin, frôlant les 140 \$. Le prix du baril de Brent a notamment bondi de 16 \$ en 2 jours (les 5 et 6 juin).

Le baril de Brent fluctuerait autour de 130 \$ en prévision

Au second semestre, les tensions sur le marché physique pourraient s'atténuer. Même si la demande mondiale continuerait d'être tirée à la hausse par les fortes demandes de la Chine et du Moyen-Orient, leur dynamisme serait néanmoins légèrement contrebalancé par la modération de la consommation en Europe et aux États-Unis par rapport à l'année dernière (cf. tableau 2). En outre, certains pays (Taiwan, Malaisie et Indonésie) com-

encent à réduire les subventions à la consommation domestique de pétrole qui pèsent de plus en plus lourd dans les budgets publics. Au total, la demande mondiale de pétrole ralentirait en 2008 (+0,9 % après +1,3 % en 2007). À l'opposé, la production mondiale accélérerait grâce à l'aboutissement de nouveaux projets en Asie centrale, au Brésil et au Canada et la fin de la période d'entretien des puits. Le maintien d'une forte demande et la hausse parallèle de l'offre conduiraient à une stabilisation des prix à 130 \$ à l'horizon de la fin de 2008 (cf. tableau 3).

Le prix du pétrole pourrait baisser si le ralentissement de l'économie mondiale était plus important qu'anticipé. À l'inverse, les prix pourraient de nouveau monter si des retards intervenaient sur les chantiers de production en Asie centrale, si la demande des pays en développement s'avérait sous-évaluée ou encore si les tensions géopolitiques s'accroissaient.

1 - Prix du baril de pétrole depuis 2000



Tableau 2

Demande totale de pétrole, y compris gaz naturel liquide

	Données trimestrielles, en millions de barils par jour								Glissement annuel, en %							
	2007				2008				2007				2008			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	25,7	25,4	25,5	25,5	24,8	25,1	25,2	25,2	1,8	1,5	-0,2	0,6	-3,6	-1,5	-1,3	-1,4
Europe	16,0	15,7	16,1	16,4	16,0	15,9	16,1	16,2	-4,5	-1,8	-1,2	-0,7	-0,2	1,4	-0,1	-0,7
Chine	7,3	7,7	7,5	7,6	7,9	8,1	7,9	8,0	4,4	5,2	4,2	4,5	7,1	4,3	5,2	5,4
Moyen-Orient	6,4	6,5	6,7	6,4	6,7	6,8	7,1	6,8	4,9	5,9	4,2	3,7	4,9	4,0	5,7	5,9
Monde	86,1	85,1	85,6	87,1	86,6	86,1	86,5	88,0	0,5	1,8	1,2	1,7	0,6	1,2	1,0	1,0

Prévisions

Source : Agence internationale de l'énergie (rapport de mai 2008)

Une envolée des cours des autres matières premières au premier trimestre

Au premier trimestre de 2008, les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont fortement augmenté (+11,8 %), après une légère hausse au quatrième trimestre de 2007. La forte hausse des cours des matières premières industrielles (+10,9 %) s'est ajoutée, contrairement au second semestre de 2007, à la flambée persistante des prix des matières premières alimentaires (+15,8 %).

Les prix des matières premières industrielles ont accéléré en raison de la forte appréciation du minerai de fer (+65,0 % ; cf. graphique 2) et des métaux non ferreux (+6,5 %). Les prix des métaux précieux ont tous accéléré du fait de leur statut de valeur refuge (+27,5 %). A contrario, les prix des matières agro-industrielles sont restés stables (-0,3 %) : la hausse des cours des matières textiles et du caoutchouc a été compensée par la baisse du prix du bois de construction liée au ralentissement de la construction aux États-Unis.

La hausse des cours des matières premières alimentaires a concerné tous les produits à l'exception du thé (-0,5 %) qui avait flambé au quatrième

trimestre. Les cours des oléagineux ont légèrement ralenti au premier trimestre (+16,0 % après +19,0 % au trimestre précédent). À l'opposé, les prix des denrées tropicales ont fortement accéléré (+16,8 % après +6,1 % au quatrième trimestre de 2007), notamment celui du cacao (+22,8 %) en raison de grèves en Côte d'Ivoire. Par ailleurs, la forte demande mondiale d'énergie s'est traduite par une vive demande en céréales et en sucre, composants des biocarburants. Ainsi les céréales et le sucre se sont renchérissés (respectivement +30,2 % et +24,2 %). La réallocation des surfaces cultivées vers les semences les plus rentables et l'augmentation des cheptels américains expliqueraient aussi en partie les hausses des prix des céréales.

Au deuxième trimestre de 2008, les prix des matières premières hors énergie importées par la France devraient se stabiliser, selon les informations disponibles. Certes, les prix de certains produits alimentaires (maïs, riz, soja) continueraient de croître, à un rythme toutefois moins soutenu qu'au premier trimestre ; mais les prix d'autres produits alimentaires comme le blé ou le robusta et les cours des matières premières minérales subiraient une correction à la baisse, après la hausse du premier trimestre. ■

Tableau 3

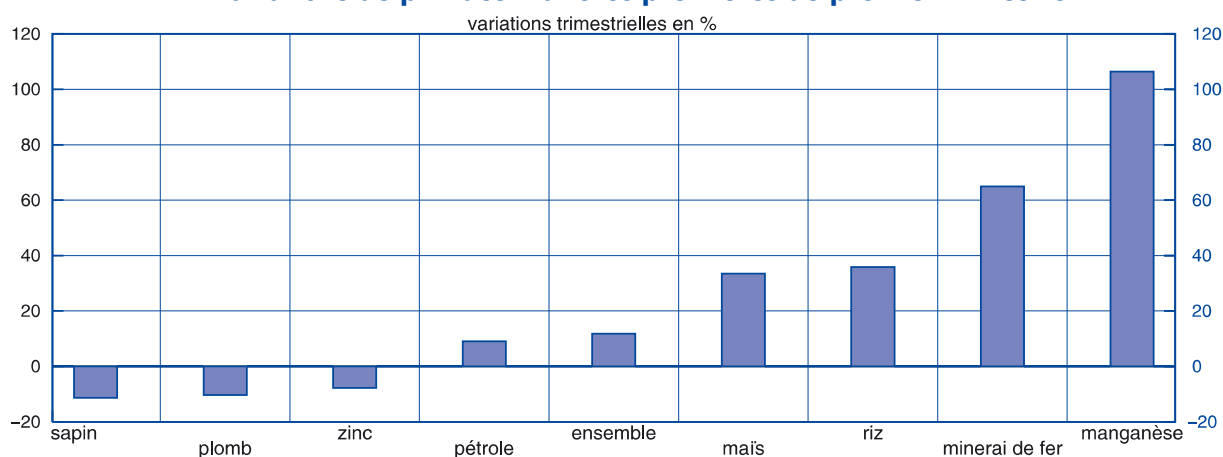
Prix trimestriel du baril de Brent

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Baril de « Brent daté » en dollars	57,7	68,6	74,9	88,9	96,9	120,8	130,0	130,0	65,1	72,5	119,4
Taux de change euro-dollar	1,31	1,35	1,38	1,45	1,50	1,56	1,55	1,55	1,26	1,37	1,54
Baril de « Brent daté » en euros	44,1	50,8	54,4	61,3	64,6	77,4	83,9	83,9	51,9	52,6	77,4

■ Prévisions

Sources : Financial Times, Eurosystem, Insee

2 - Variations de prix des matières premières au premier trimestre



Source : DataInsight

Marchés financiers

Aux États-Unis comme en zone euro, les banques centrales sont confrontées d'un côté à des pressions inflationnistes croissantes, qui militeraient pour une hausse des taux d'intérêt, et d'un autre côté à un ralentissement de l'activité et à la persistance des tensions interbancaires, qui plaideraient pour la politique inverse. La BCE pourrait relever ses taux cet été, comme son président l'a évoqué lors de la conférence de presse du 5 juin et la Fed ne devrait plus baisser ses taux d'ici la fin de l'année.

Les marchés monétaires restent tendus, malgré les injections répétées de liquidités et les baisses des taux d'intérêt américains. Les banques annoncent qu'elles sont en train de durcir leurs conditions de crédit, même si les conséquences sur la croissance des encours de crédit ne sont encore guère visibles, à l'exception des crédits immobiliers.

Sur le marché des changes, nous retenons l'hypothèse conventionnelle de 1,55 dollar pour un euro.

Hausse possible des taux directeurs de la Fed et de la BCE

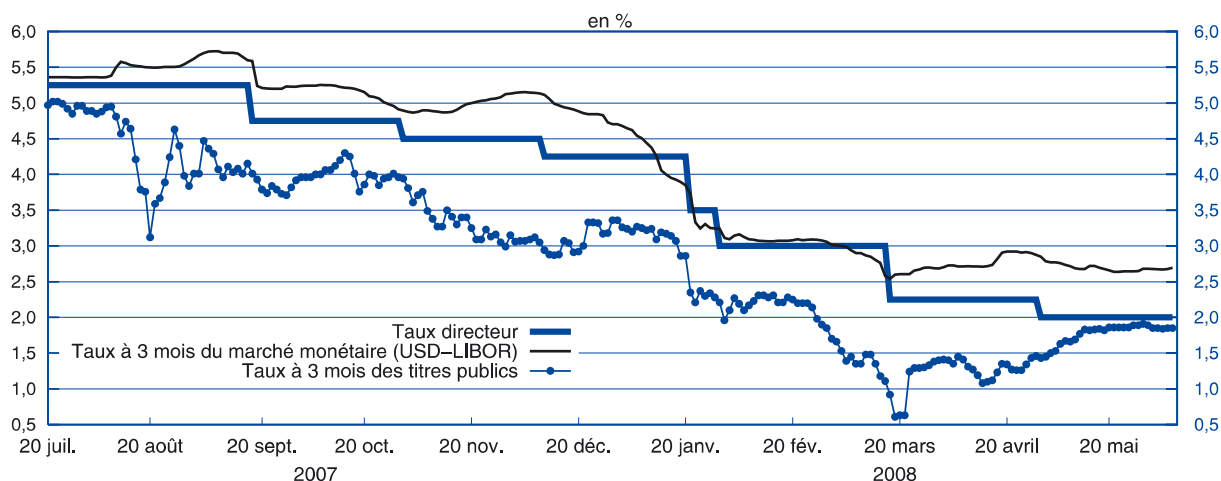
La Fed, après avoir baissé son taux directeur de nombreuses fois depuis le mois de septembre 2007 (de 5,25 % à 2 %), a modifié son discours, en

mettant l'accent sur les risques inflationnistes : en avril, les prix à la consommation ont augmenté de 3,9 % en glissement annuel, et la hausse du core PCE (déflateur du *Personal Consumption Expenditure*, hors éléments volatils) dépassait le seuil d'inflation de la Fed.

D'ici à la fin de l'année, le scénario le plus probable en matière de taux directeurs américains, compatible avec notre prévision d'une croissance molle et d'une inflation qui resterait élevée (cf. fiche « États-Unis et Royaume-Uni »), est que la Fed ne baisse plus ses taux. C'est aussi ce qu'anticipent les marchés. Si le redémarrage de l'activité était plus rapide que prévu, et si les tensions inflationnistes persistaient, une remontée des taux directeurs à l'horizon de la fin de cette année serait même envisageable. De nouvelles baisses de taux sont toutefois possibles outre-Atlantique, dans le cas où la croissance ne montrerait pas de signe de redressement courant 2008.

La BCE a maintenu son taux principal de refinancement stable à 4 % depuis l'été dernier. Elle reste préoccupée par le risque inflationniste. En effet, la hausse des prix dépasse 3 % en zone euro, soit bien au-delà de la cible fixée à 2 % par la BCE. La BCE craint notamment l'apparition d'une spirale inflationniste alimentée par les revendications salaria-

1 - États-Unis : taux d'intérêt à court terme



Source : DataInsight (dernier point : 6 juin 2008)

les. Les derniers discours de la BCE laissent ainsi entendre qu'une hausse des taux serait possible cet été.

Les tensions sur les marchés interbancaires persistent

L'écart entre le taux à trois mois du marché monétaire (USD-LIBOR) et le principal taux directeur américain était quasi nul au premier trimestre. Il est depuis remonté (70 points de base le 6 juin) et se situe à nouveau très au-dessus de sa moyenne de long terme⁽¹⁾ (cf. graphique 1). Ce nouveau creusement traduit vraisemblablement le changement des anticipations vis-à-vis de la politique monétaire de la Fed : les intervenants de marché semblent désormais considérer comme peu probable que la Fed baisse de nouveau son taux directeur dans les mois à venir. Au premier trimestre, les anticipations avaient poussé à la baisse les taux à trois mois, compensant ainsi la prime de liquidité exigée par les prêteurs sur le marché monétaire, et masquant les tensions persistantes sur les marchés interbancaires.

Néanmoins, la réduction de l'écart entre les taux du marché monétaire et les taux à trois mois des titres publics (cf. graphique 1) semble témoigner que la fuite vers la qualité est moins prononcée que les mois précédents. Par ailleurs, les écarts de taux (*spreads*) entre les rémunérations des obligations des entreprises et les obligations publiques ont reflué aux États-Unis, même s'ils restent à des ni-

veaux très élevés par rapport à il y a un an. Ils ont cessé de s'accroître en Allemagne (cf. graphique 2).

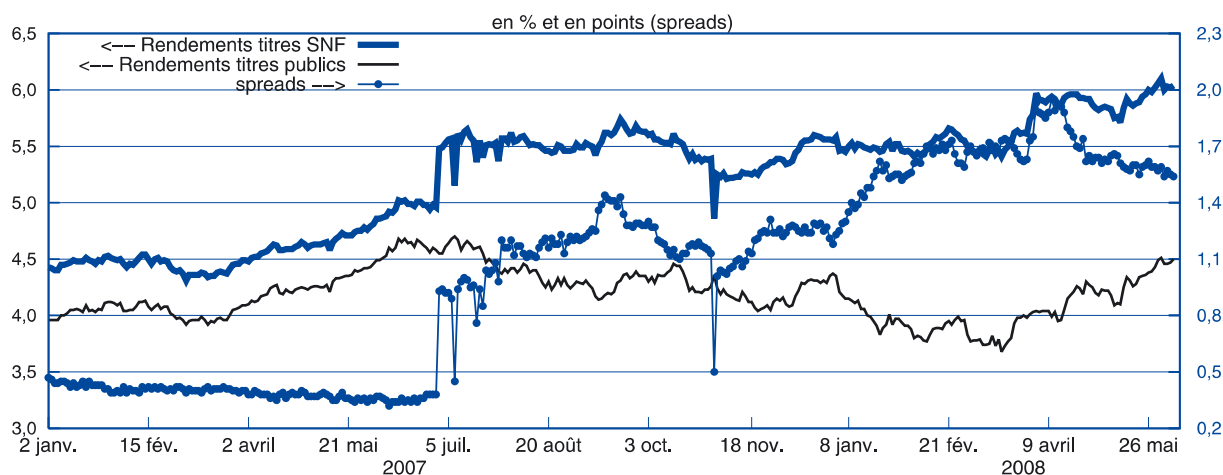
Prenant acte des tensions persistantes sur les marchés monétaires, la Fed a de nouveau mené une action concertée avec la BCE et la Banque nationale suisse à partir du 2 mai. Cette action a consisté en une amplification des accords de *swaps* conclus fin janvier afin d'accroître les financements en devises. Concernant plus spécifiquement le marché américain, la Fed a également décidé d'augmenter le montant des liquidités adjugées aux banques et d'élargir la gamme des titres acceptés en garantie lors de ses opérations de refinancement. Le bilan de la Fed s'est ainsi nettement déformé : le montant de titres publics qu'elle détient a fortement diminué au profit de titres plus risqués qu'elle n'avait jusque-là jamais portés à son bilan.

De même, la Banque d'Angleterre a présenté le 21 avril un plan visant à augmenter les liquidités du système bancaire et à restaurer la confiance. Ce plan prévoit de racheter aux établissements britanniques pour au moins 50 milliards de livres de prêts immobiliers dont ils ne peuvent se défaire et de les échanger contre des obligations d'État.

Au second semestre, les tensions sur les marchés monétaires devraient s'atténuer sans toutefois disparaître, les incertitudes sur les bilans bancaires ne pouvant pas être totalement levées au cours de l'année.

(1) Calculé depuis le milieu de l'année 1990, l'écart moyen de long terme s'élève environ à 25 points de base.

2 - Allemagne : rendements des émissions obligataires des sociétés non financières et des émissions publiques et spreads



Les conditions de financement se durcissent auprès des banques...

Depuis l'été 2007, les conditions de financement bancaire consenties aux ménages et aux entreprises se durcissent assez généralement dans les pays industrialisés. Aux États-Unis, c'est le cas pour à peu près toutes les catégories de crédit aux entreprises et aux ménages, selon le *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* réalisé par la Fed en avril 2008. Le resserrement est particulièrement net pour les crédits à la consommation et les crédits industriels et commerciaux.

Le durcissement des conditions de prêts est également perceptible au Royaume-Uni. Dans son *Credit Conditions Survey* d'avril, la Banque d'Angleterre rapporte un durcissement d'ensemble sur les crédits aux ménages et aux entreprises au premier trimestre, et anticipe qu'il se poursuivra au deuxième trimestre. Cette enquête insiste particulièrement sur la restriction de l'offre de crédits hypothécaires proposés aux ménages, du fait des tensions sur la liquidité.

En zone euro aussi, le resserrement des conditions de crédit aux entreprises continue, notamment pour les plus grandes d'entre elles, selon le *Bank Lending Survey* effectué par la BCE en avril 2008. Les turbulences sur les marchés financiers sont invoquées comme un élément explicatif important. Un durcissement des crédits aux ménages est également relevé, qu'il s'agisse des prêts immobiliers ou à la consommation. Au deuxième trimestre de 2008, le resserrement des conditions de crédit devrait s'amplifier selon cette enquête.

La France n'échappe pas au mouvement général. Ainsi, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont également durcis tandis que la demande était généralement perçue en repli au premier trimestre de 2008, selon l'enquête de la Banque de France sur la distribution du crédit. Au deuxième trimestre de 2008, ce durcissement devrait s'amplifier. Cependant, les critères d'octroi des crédits aux ménages, à l'habitat et à la consommation seraient quasiment stables au premier semestre.

Ce durcissement des conditions d'octroi a toutefois des effets différenciés sur les volumes de crédits accordés selon les pays. En France, le volume des

crédits obtenus par les sociétés non financières a été peu touché jusqu'à présent : leur endettement croît toujours à un rythme élevé en avril, à 11,4 %. La croissance des financements accordés aux ménages reste également soutenue, quoiqu'en légère décélération depuis la fin de l'année 2006 (leur endettement croît de 9,9 % en avril après 10,3 % en mars).

... et s'assouplissent sur les marchés actions

Un apaisement des tensions est en revanche visible du côté des marchés d'actions. Ainsi, les indices des principales places financières ont remonté depuis le mois de mars (cf. graphique 3), soutenus en partie par le succès des levées de fonds de certains établissements financiers (UBS et Société Générale par exemple). Les cours restent toutefois très volatils, en raison notamment des incertitudes sur les provisions restant à passer par les institutions financières.

Aux États-Unis, avec un *Price earning ratio* (PER⁽²⁾), corrigé du cycle ou non, supérieur à sa moyenne de long terme, il n'est pas exclu que la remontée des cours boursiers ne soit que temporaire. Un tel scénario ne serait pas sans conséquence sur les marchés européens.

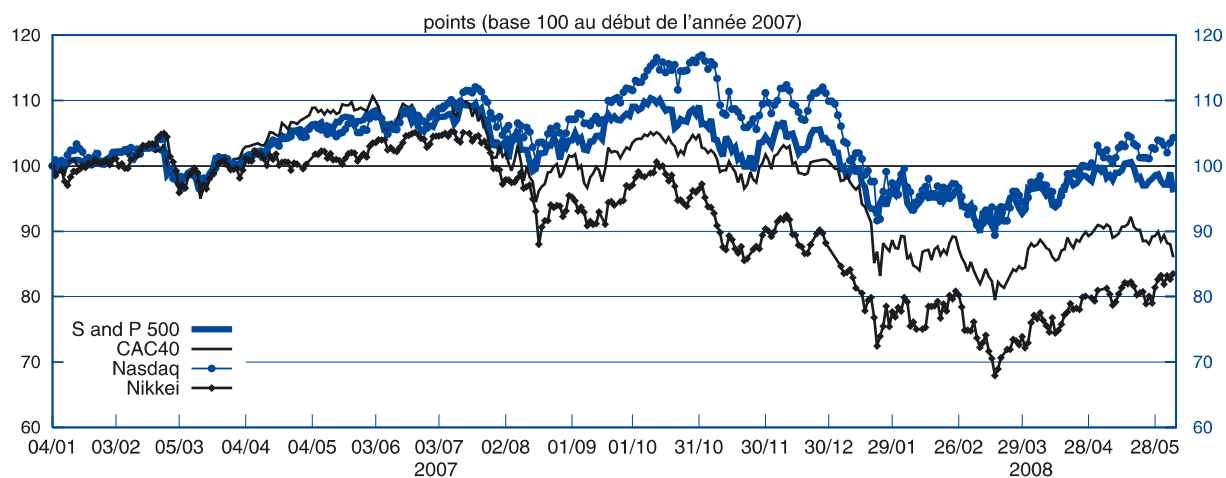
L'arrêt de la baisse des taux aux États-Unis peut permettre d'enrayer la baisse du dollar

Depuis la fin du mois d'avril, l'euro est assez volatil, notamment vis-à-vis du dollar, ce qu'on peut expliquer en partie par les anticipations de mouvements sur les taux directeurs américains et européens. Il reste, pour l'instant, en deçà de ses points hauts du mois d'avril. L'euro avait en effet alors dépassé le seuil de 1,6 dollar et de 0,8 livre et le taux de change effectif réel de l'euro avait atteint un niveau record depuis son lancement.

Notre prévision repose sur l'hypothèse conventionnelle d'un maintien de l'euro autour de ses niveaux récents, soit 1,55 dollar. ■

(2) Ce ratio rapporte la capitalisation boursière d'une entreprise à ses bénéfices, ce qui représente le coût du capital exprimé en fonction des bénéfices réalisés. Il peut aussi s'interpréter comme les anticipations de bénéfices futurs rapportées aux bénéfices présents.

3 - Indices boursiers



Éclairage - S'orientent-ils vers un *credit crunch* ?

Depuis le début de la crise financière, les enquêtes menées par les banques centrales signalent un durcissement des conditions de financement bancaire pour les entreprises et pour les ménages (cf. fiche « Marchés financiers »). Ce durcissement se traduit soit par un taux d'intérêt du crédit plus élevé (effet prix), soit par un refus d'accorder des prêts (effet volume), qui passe par exemple par une augmentation du niveau de garantie exigé.

Les raisons en sont relativement bien identifiées : d'abord, la crise de confiance a rendu les banques plus réticentes à se prêter entre elles, entraînant à la fois une hausse des taux sur le marché interbancaire et des problèmes de liquidité que les banques centrales ont vigoureusement combattus. Ensuite, la chute de la qualité des actifs que détiennent les banques et le retour, dans leur bilan, d'actifs qu'elles en avaient sorti (dans les SIV, *Special Investment Vehicle*, notamment) a dégradé leurs ratios prudentiels (fonds propres rapportés aux crédits), nécessitant soit une recapitalisation, soit une réduction de leur actif (notamment par une baisse des prêts accordés). Enfin, le ralentissement économique et le retournement des marchés immobiliers conduisent les banques à se montrer plus sélectives pour éviter une hausse des défauts à moyen terme.

Le durcissement des conditions de financement bancaire a des conséquences négatives sur l'économie réelle : d'une part, une restriction de l'offre de crédit pénalise l'investissement des entreprises, et ce d'autant plus que leur taux d'autofinancement est faible (cas des États-Unis et de la France actuellement) ou que les conditions de financement sur les marchés des actions sont peu favorables ; d'autre part, en limitant les capacités d'achat immobilier pour les ménages, cette restriction de l'offre peut amplifier le retournement immobilier en cours dans beaucoup de pays développés et freiner la consommation des ménages en réaction à la perte de valeur de leur patrimoine immobilier.

Les conséquences négatives sur l'économie seront d'autant plus prononcées que la dégradation de l'offre de crédit est importante. Faut-il donc craindre dans les trimestres à venir un resserrement du crédit (*credit squeeze*) ou même un étranglement du crédit (*credit crunch*)⁽¹⁾ ?

On n'observe pas actuellement de dégradation très marquée de l'offre de crédit

Le durcissement, décrit par les enquêtes, des conditions de financement des entreprises et des ménages auprès des établissements de crédits ne s'est pas traduit par un effondrement des crédits (cf. graphiques 1 et 2). Les crédits de trésorerie ou à la consommation aux ménages ont plutôt augmenté. De même, les prêts aux entreprises ont eu tendance à croître fortement depuis l'été 2007, qu'il s'agisse des crédits industriels et commerciaux (États-Unis) ou des crédits à l'investissement et de trésorerie (France). En revanche, les crédits à l'habitat aux ménages s'érodent, de façon nette aux États-Unis, assez marquée en zone euro (le taux de croissance des crédits à l'habitat est tombé à 5,9 % en avril 2008, alors qu'il s'élevait encore à 8,6 % un an plus tôt), et atténuée en France. Aux États-Unis, l'émission de prêts *subprime* s'est complètement asséchée et la diminution du patrimoine immobilier a fortement réduit le montant des « recharges hypothécaires ». En France, la modération des crédits à l'habitat est imputable à la baisse de la demande plus qu'à la restriction de l'offre de crédit, d'après les enquêtes.

(1) La croissance des crédits aux ménages et aux entreprises a régulièrement dépassé 10 % par an dans la plupart des pays développés depuis plusieurs années. Selon le FMI, une croissance des crédits entre 1 % et 4 % par an définirait un *credit squeeze*, et une croissance inférieure à 1 %, un *credit crunch* (cf. *Global Financial Stability Report, Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, avril 2008). Ces chiffres restent conventionnels mais donnent un ordre d'idée sur l'échelle relative des restrictions d'offre de crédit.

La probabilité d'un *credit crunch* pour les trimestres à venir est faible

La croissance du crédit peut sembler contradictoire avec le durcissement des conditions d'octroi affiché dans les enquêtes. Cette augmentation peut tenir en partie à des phénomènes de report : les entreprises peuvent par exemple délaisser le financement par titres de dette pour les crédits⁽²⁾ et les obtenir auprès des banques, du moins pour celles dont la situation financière est saine. C'est d'ailleurs ce qu'on constate en France, où la croissance du financement par titres de dette diminue régulièrement depuis l'été 2007.

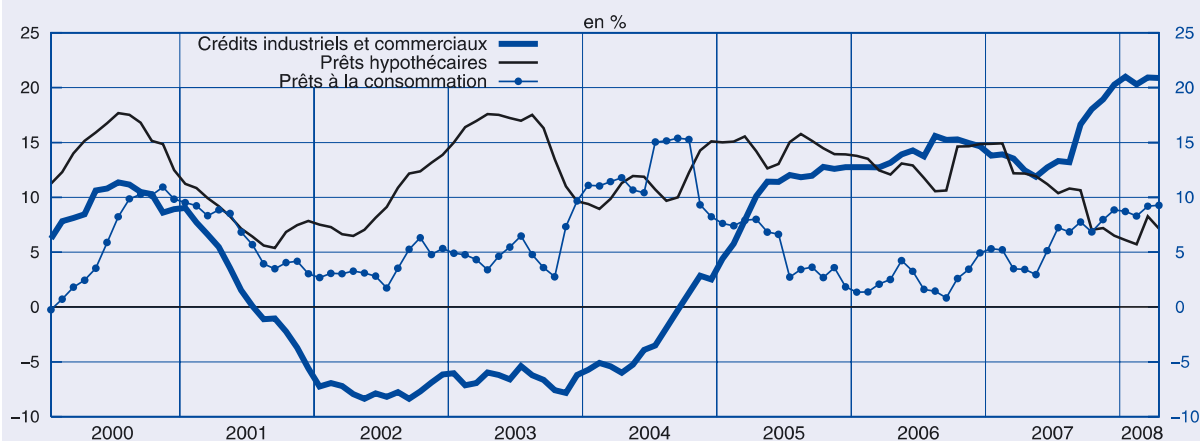
Une autre explication tiendrait au fait que, dans le contexte de la crise financière actuelle, de nombreuses entreprises recherchent la liquidité. Elles tireraient donc sur leurs lignes de crédit, leur crédit-relais, et leur crédit confirmé, anticipant éventuellement sur leurs besoins, d'autant que les lignes de crédit souscrites avant la crise proposent des taux d'intérêt moins élevés qu'actuellement.

En revanche, la BCE écarte l'idée que les statistiques de crédit seraient soutenues artificiellement par la réintégration dans le bilan des banques d'un certain nombre d'instruments qui étaient auparavant hors bilan, tels que les véhicules de financement de titrisations.

Au total, la vigueur persistante du crédit traduit sans doute une dynamique ancienne, au moins pour partie. Le durcissement annoncé par les banques dans les enquêtes devrait ainsi se faire progressivement sentir dans les statistiques de crédit. Le maintien actuel de la croissance du crédit laisse malgré tout penser que ce ralentissement devrait être modéré : parler de *credit crunch* paraît aujourd'hui prématuré. ■

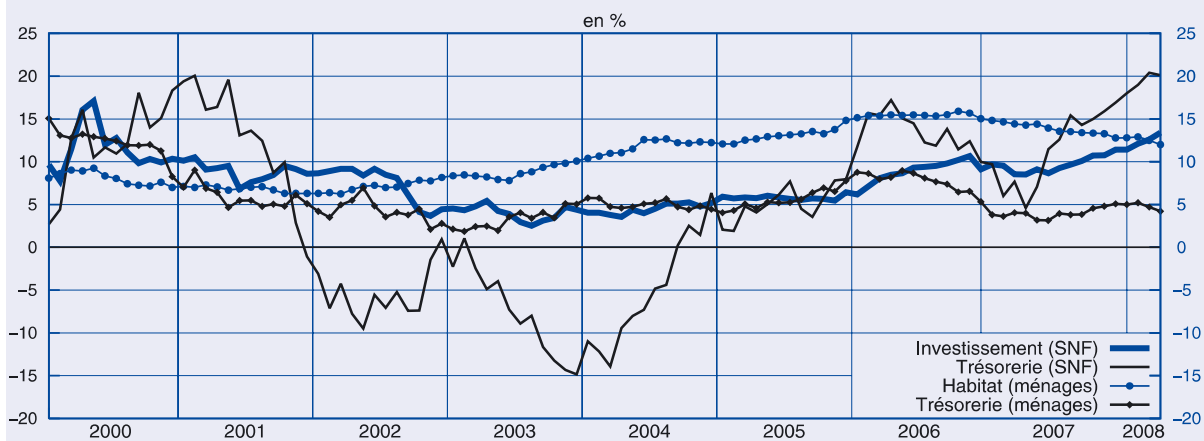
(2) À ce sujet, pour l'année 2007, voir Sédillot F., « Les comptes financiers de la Nation en 2007 : sur fond de tensions sur les marchés financiers, dynamisme persistant du crédit aux agents non financiers », *Bulletin de la Banque de France*, n° 170, février 2008.

1 - États-Unis : taux de croissance des crédits aux ménages et aux entreprises (accordés par les banques commerciales)



Source : Réserve Fédérale américaine

2 - France : taux de croissance des crédits aux ménages et aux entreprises (accordés par les établissements de crédit)



Source : Banque de France

États-Unis et Royaume-Uni

La phase de quasi-stagnation, dans laquelle l'économie américaine est entrée au quatrième trimestre de 2007, se poursuivrait en 2008. Le stimulus fiscal viendrait toutefois apporter un soutien temporaire à la consommation des ménages en seconde partie d'année.

L'activité britannique ralentirait, essentiellement du fait d'une décélération de la demande des ménages. En particulier, ces derniers réduiraient leur investissement en raison du retournement des prix immobiliers et du resserrement des conditions de crédit.

Croissance faible aux États-Unis malgré le stimulus fiscal

D'ici à la fin de l'année, l'économie américaine subirait de nouveau les effets du retournement immobilier et de la crise financière. D'une part, l'investissement résidentiel devrait de nouveau reculer. Une comparaison des indicateurs quantitatifs d'activité à leur niveau lors des crises immobilières précédentes⁽¹⁾ montre en effet que la fin du cycle n'est sans doute pas atteinte (cf. gra-

(1) En particulier, cette comparaison conduit à rapprocher la crise actuelle de celle de 1978.

phique 1). D'autre part, la consommation fléchirait, du fait des pertes de richesse, notamment immobilières, du recul de l'emploi (qui s'est replié en mai pour le cinquième mois consécutif) et du ralentissement des salaires au cours des prochains trimestres. Le stimulus fiscal apporterait toutefois un supplément de revenu qui soutiendrait temporairement la consommation au second semestre (cf. éclairage « La relance fiscale aux États-Unis »). Enfin, le repli de l'investissement des entreprises se poursuivrait (-1,0 % par trimestre à l'horizon de la fin de l'année, après -0,1 % au premier trimestre, cf. tableau 1), en raison notamment du durcissement des conditions de financement.

Néanmoins, l'économie américaine continuerait de bénéficier de la dépréciation passée du dollar. Celle-ci permettrait d'amortir les effets du ralentissement attendu de la demande étrangère : les exportations croîtraient encore de 0,8 % par trimestre. La dépréciation passée du dollar amplifierait de surcroît la baisse des importations, induite par la faiblesse de la demande intérieure. La contribution comptable du commerce extérieur à la croissance du PIB resterait ainsi positive à l'horizon de la fin de 2008.

Au total, l'économie américaine ralentirait nettement en 2008 (+1,3 %, après +2,2 % en 2007). Le principal aléa porte sur la consommation des

Tableau 1

États-Unis : équilibre ressources-emplois en volume

	en %								Variations annuelles		
	Variations trimestrielles								2006	2007	2008
	2007				2008						
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,2	0,9	1,2	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,0	2,9	2,2	1,3
Dépenses de consommation des ménages (70 %)	0,9	0,3	0,7	0,6	0,2	0,5	0,8	0,0	3,1	2,9	1,9
Investissement (16 %)	-1,1	0,8	-0,2	-1,0	-2,0	-3,3	-3,1	-2,9	2,4	-2,9	-7,1
Non résidentiel (10 %)	0,5	2,6	2,3	1,5	-0,1	-1,0	-1,0	-1,0	6,6	4,7	1,3
Résidentiel (6 %)	-4,4	-3,1	-5,6	-7,0	-7,1	-7,0	-6,5	-6,0	-4,6	-17,0	-23,4
Exportations (10 %)	0,3	1,8	4,5	1,6	-0,7	0,8	0,8	0,8	8,4	8,1	5,8
Importations (16 %)	1,0	-0,7	1,1	-0,4	-0,7	-0,5	-1,0	-1,5	5,9	1,9	-1,8
Contributions à la croissance :											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,6	0,6	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,4	2,9	1,9	0,6
Variations de stocks	-0,2	0,1	0,2	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3
Commerce extérieur	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,0

Prévisions

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2005.

Sources : BEA, calculs Insee

ménages qui pourraient, soit adopter un comportement plus prudent qu'anticipé, soit, à l'inverse, décider de consommer la quasi-totalité du supplément de revenu distribué par le fisc américain. Par ailleurs, la crise financière pourrait peser davantage sur les décisions d'investissement des entreprises, alors que le commerce extérieur pourrait soutenir la croissance américaine davantage que prévu.

Au Royaume-Uni, l'économie ralentirait fortement en 2008 du fait du retournement des prix immobiliers

Le marché immobilier a tout d'abord été pénalisé par les hausses de taux d'intérêt décidées par la Banque d'Angleterre au 1^{er} semestre de 2007. Depuis l'été 2007, il a en outre pâti de la crise financière, qui pousse les banques à être plus restrictives dans leurs conditions d'octroi de crédits.

Les prix immobiliers reculent ainsi depuis octobre 2007 (cf. graphique 2) et l'investissement des ménages, qui a commencé à se replier au second semestre de 2007 (-0,6 % au quatrième trimestre de 2007, après -1,0 % au trimestre précédent), continuerait de baisser (-2 % aux deuxième et troisième trimestres et -1 % au quatrième trimestre de 2008, cf. tableau 2).

La consommation subirait également les conséquences du retournement immobilier (+0,0 % au deuxième trimestre, puis +0,1 % par trimestre au second semestre), malgré le rebond inattendu du premier trimestre (+1,3 %). En particulier, l'effet de richesse immobilière qui soutenait la consommation s'inverserait, les prix immobiliers devant continuer à baisser. De plus, l'emploi britannique s'ajusterait progressivement, jusqu'à la fin de l'année, au ralentissement en cours de l'activité. Enfin, la forte hausse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires persisterait, nourrissant l'inflation. Celle-ci resterait supérieure à 3 % d'ici la fin de 2008. Par conséquent, le pouvoir d'achat des ménages britanniques n'augmenterait que de manière mesurée en 2008.

Au total, la demande des ménages ne soutiendrait que très faiblement la croissance en 2008.

L'investissement des entreprises a reculé au premier trimestre de 2008 du fait du resserrement des conditions de crédit. Il marquerait le pas au cours des prochains trimestres, comme le laisse augurer la stabilisation de l'opinion des chefs d'entreprise sur les perspectives de production du secteur manufacturier.

Le soutien du commerce extérieur serait modeste au cours des trois derniers trimestres de 2008. Les exportations britanniques n'ont pas augmenté au premier trimestre, à l'opposé des autres pays européens. Elles se redresseraient légèrement au deuxième trimestre (+1,1 %), bénéficiant de la dépréciation de la livre sterling. Elles croîtraient par la

Tableau 2

Royaume-Uni : équilibre ressources-emplois en volume

	en %										
	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,7	0,8	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	2,9	3,0	1,7
Dépenses de consommation des ménages (62 %)	0,8	0,7	0,8	0,1	1,3	0,0	0,1	0,1	1,9	3,0	2,1
Investissement* (17 %)	1,4	-1,2	2,1	1,8	-1,6	-0,6	-0,6	-0,3	7,9	6,2	-0,3
Non résidentiel (11 %)	0,1	0,5	2,7	1,8	-1,4	0,0	0,0	0,0	-4,7	7,9	1,5
Résidentiel (5 %)	1,2	0,8	-1,0	-0,6	-2,5	-2,0	-2,0	-1,0	9,2	3,3	-5,9
Exportations (26 %)	-1,0	0,7	1,4	-0,5	0,0	1,1	0,5	0,5	11,0	-5,3	1,7
Importations (30 %)	0,6	-0,7	4,3	-1,0	-0,6	0,5	0,0	0,0	10,0	-2,9	0,9
Contributions à la croissance :											
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,3	1,0	0,3	0,8	0,0	0,1	0,1	3,1	3,5	1,7
Variations de stocks	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2
Commerce extérieur	-0,5	0,4	-0,9	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,2

■ Prévisions

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2005.

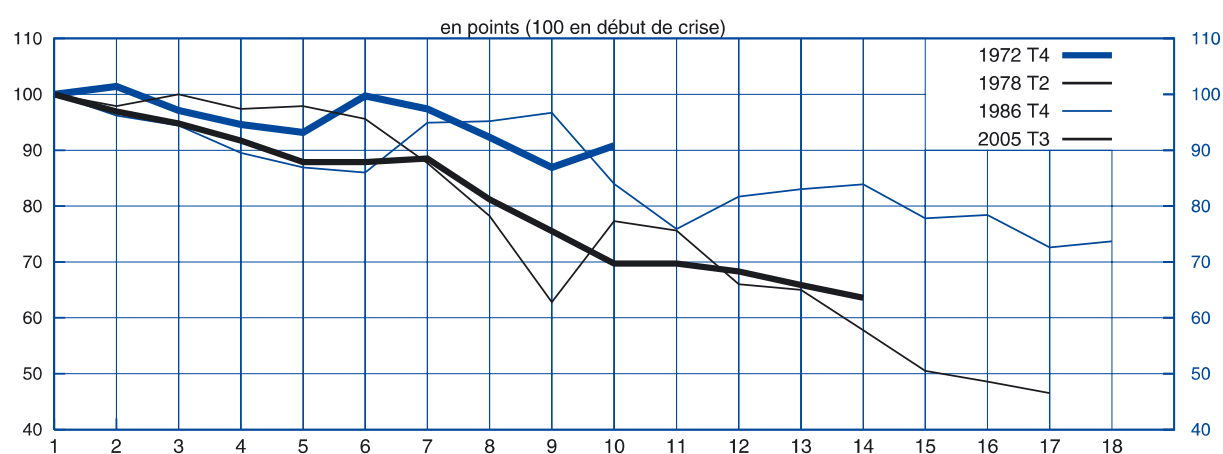
* L'investissement inclut également l'investissement public, non détaillé ici.

Sources : ONS, calculs Insee

suite plus lentement, en raison notamment du ralentissement de la demande étrangère. La croissance des importations serait plus faible encore (+0,5 % au deuxième trimestre, puis +0,0 % par trimestre au second semestre), du fait de la dépréciation de la livre et du ralentissement de la demande intérieure, si bien que la contribution comptable du commerce extérieur à la croissance du PIB serait positive (+0,1 point par trimestre).

Au total, la croissance du PIB fléchirait sensiblement (+1,7 %, après +3,0 % en 2007). L'ampleur du ralentissement de la consommation et l'impact du resserrement du crédit sur l'investissement constituent les principaux aléas entourant cette prévision. ■

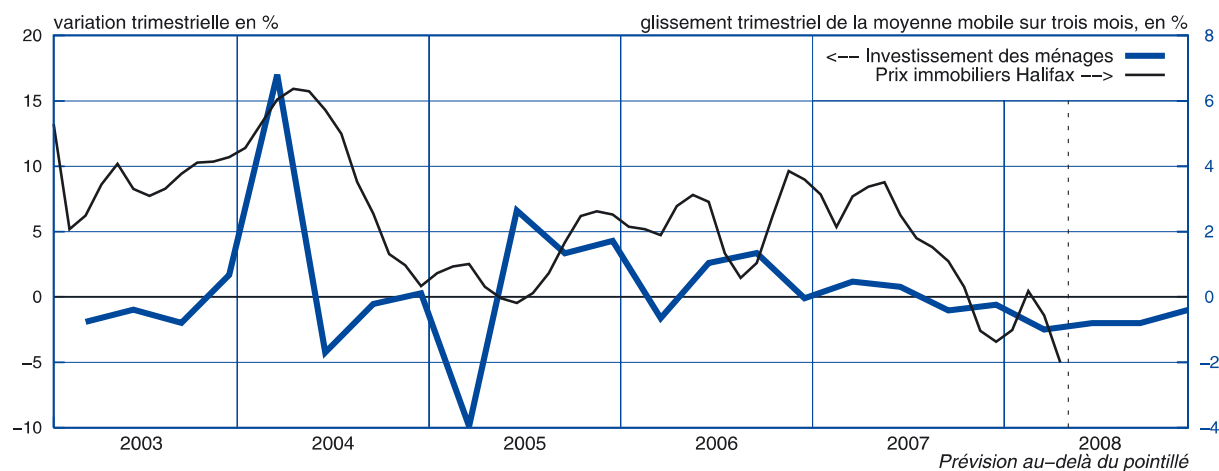
1 - Évolution des ventes de logements anciens aux États-Unis lors des différentes crises immobilières



Note de lecture : le graphique représente le niveau trimestriel des ventes de logements anciens lors des différentes crises immobilières américaines, normalisé à 100 au début de la crise.

Sources : National Association of Realtors, prévisions Insee (trois derniers points de 2005-T3 en prévision)

2 - Retournement des prix immobiliers britanniques



Sources : UK National Statistics, prévisions Insee (au-delà du trait)

Éclairage - La relance fiscale aux États-Unis

Le Congrès américain a voté un plan de relance fiscale en février 2008. Des relances de ce type ont déjà eu lieu dans le passé. Sur la base de leurs évaluations et des résultats d'une enquête auprès des ménages, le stimulus fiscal de 2008 apporterait un surplus de croissance estimé à +0,1 point au deuxième trimestre de 2008 et à +0,4 point au troisième. Par contrecoup, la croissance serait amputée de 0,2 point au quatrième.

Le stimulus fiscal devrait soutenir les revenus dès le mois de mai

Face à la dégradation des perspectives économiques aux États-Unis, et notamment pour contrecarrer le ralentissement de la consommation des ménages, les parlementaires ont voté un plan de relance fiscale. Celui-ci consiste principalement en un crédit d'impôt d'un montant total de 116 milliards de dollars⁽¹⁾, ciblé vers les ménages les plus modestes. Pour les ménages en dessous du seuil d'imposition sur le revenu, il prend la forme d'un impôt négatif. Concrètement, une personne seule ayant un revenu annuel « brut ajusté » (concept incluant tous les types de revenus, les allocations, prestations et aides) compris entre 3 000 et 75 000 dollars (plafond doublé pour un couple marié) recevra entre 300 et 600 dollars (le double pour un couple marié). Pour chaque enfant vivant dans le foyer, le ménage recevra 300 dollars supplémentaires. Par ailleurs, en réponse au durcissement des conditions de financement des entreprises et des ménages, le plan de relance fiscale comporte deux autres mesures susceptibles de soutenir la croissance à court terme : une incitation à investir pour les entreprises, d'un montant total de 50 milliards de dollars, reposant sur une augmentation du plafond du montant déductible des investissements et du taux d'amortissement ; et une hausse du plafond des prêts hypothécaires garantis par la *Federal Housing Administration*, ce qui permettrait à certains ménages de refinancer leur prêt ou d'étaler leurs paiements.

Le plan de relance fiscale est devenu une loi le 13 février 2008 (*Economic Stimulus Act (ESA) of 2008*), après ratification par le Président. L'administration fiscale américaine (l'IRS) a annoncé le calendrier de distribution du supplément de revenu aux ménages américains. La quasi-totalité des montants serait versée aux deuxième et troisième trimestres de 2008⁽²⁾, selon les estimations du comité du Congrès responsable du suivi et de l'évaluation des impôts (*Joint Committee on Taxation*) (cf. tableau 1).

Des mesures similaires ont été prises par le passé

Ce type de relance fiscale par crédit d'impôt a déjà eu lieu aux États-Unis (*Tax Reduction Act (TRA) de 1975*, *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act (EGTRA) de 2001*,

Jobs and Growth Act (JGA) de 2003). L'analyse de ces épisodes peut permettre d'anticiper l'impact de la loi actuelle (cf. tableau 2 pour les principaux éléments de comparaison).

Deux tiers environ du revenu supplémentaire a été en général consommé, sur trois trimestres, dont la moitié dès le premier trimestre. Néanmoins, la comparaison de la relance actuelle avec celles de 2001 et de 2003 est probablement biaisée par l'aspect durable de ces réformes (qui ont un impact jusqu'en 2011). En revanche, la comparaison avec la relance de 1975, également temporaire, semble plus justifiée, et les effets estimés sont alors plus faibles. Blinder (1981) estime ainsi que la consommation a augmenté de 16 % du montant du crédit d'impôt dans le trimestre qui a suivi et a eu encore des effets dans les trimestres suivants (21 % en cumulé après un an). À partir de données mensuelles, Poterba (1988) trouve un effet du même ordre : de 12 à 24 % au total dans le cas des relances à caractère temporaire. Modigliani et Steindel (1977) ont trouvé des effets encore plus faibles.

L'apport des enquêtes auprès des ménages

L'enquête de confiance auprès des ménages de l'Université du Michigan incorpore régulièrement une question sur les anticipations d'utilisation du crédit d'impôts : « *What will you mostly do with tax rebate?* » (cf. tableau 3). D'autres enquêtes du même type donnent des résultats assez proches : près de la moitié des personnes interrogées déclarent vouloir alléger la charge de leur dette, entre un quart et un tiers des ménages déclare vouloir principalement dépenser l'argent reçu, et le reste souhaite épargner. L'analyse *a posteriori* des relances

Tableau 1
Calendrier de distribution du stimulus fiscal

Dates d'envoi	Ménages concernés (millions)	Montant distribué (milliards de \$)
TOTAL	130	116
DIRECT (internet)	34	30
02-mai	7	6
09-mai	19	17
16-mai	8	7
CHEQUE (poste)	96	86
16-mai	9,5	9
23-mai	8,5	8
30-mai	7,0	5
06-juin	12,5	11
13-juin	12,5	11
20-juin	11,5	10
27-juin	11,5	10
04-juillet	11,5	10
11-juillet	11,5	10

(1) 106 milliards de dollars imputés au budget 2008 et 10 milliards imputés au budget 2009.

(2) L'IRS n'exclut pas dans son calendrier d'envoyer certains chèques au quatrième trimestre. La loi lui interdit par contre d'envoyer des chèques après le 31 décembre 2008.

de 2001 et 2003 a conduit à observer un taux plus élevé de consommation du revenu (cf. Agarwal et al. 2008, Coronado et al. 2005), notamment parce que certains ménages qui déclaraient vouloir principalement se désendetter ont dépensé une partie de l'argent en consommation. Mais les ménages américains sont aujourd'hui plus endettés qu'en 2001 et le précédent de 1975 laisse à penser que les ménages devraient moins consommer qu'en 2001 ou 2003 le surcroît de revenu. Une estimation plausible est donc qu'environ un tiers du total du montant reçu serait consommé.

Le stimulus fiscal apporterait quelques dixièmes de croissance trimestrielle en plus, aux deuxième et troisième trimestres

Les premières informations disponibles sur le mois de mai ne signalent pas d'augmentation des ventes, ce qui laisse anticiper une croissance modérée de la consommation au deuxième trimestre. Par la suite, le tiers du supplément de revenu distribué serait consommé d'ici la fin de l'année, et principalement au troisième trimestre (cf. tableau 4). L'impact

en termes de croissance supplémentaire du PIB serait un peu inférieur, puisqu'une partie du surcroît de consommation passerait en importations.

Par ailleurs, l'augmentation du montant des investissements déductible pour les entreprises, mécanisme précédemment utilisé aux États-Unis en 2002 et en 2003, aurait un impact modéré. Diverses analyses à partir d'enquêtes (Knittel 2007, Cohen et Cummins 2006) estiment en effet que, bien que plus de la moitié des entreprises aient bénéficié de cette mesure, seulement 10 % des investissements ont été affectés, en termes de calendrier ou de niveau. Ceci constitue néanmoins un facteur de hausse et nous amène à retenir une prévision d'investissement des entreprises un peu plus optimiste que ce que les déterminants usuels suggéreraient, notamment le durcissement des conditions de financement.

Au total, le surplus de croissance apporté par le stimulus fiscal serait de l'ordre de +0,1 au deuxième trimestre et +0,4 point au troisième. Par contrecoup, la croissance du PIB serait amputée de 0,2 point au quatrième trimestre. ■

Tableau 2

Relances fiscales aux États-Unis

	TRA	EGTRA	JGA	ESA
Année	1975	2001	2003	2008
Mois	Mai	Juillet-septembre	Juillet-août	Mai-juillet
Récession**	Nov 73	Mars 2001	-	(craintes début 2008)
Montant par individu	100-200\$	300\$*		300-600\$*
Supplément par enfant			400\$	300\$
Montant total (milliards de \$)		38	15	116
Remarques		Réduction permanente des taux marginaux d'imposition		

* Les montants sont doublés pour un couple.

** Mois du début de la récession d'après la datation officielle du NBER.

Sources : Joint Committee on Taxation, IRS

Tableau 3

Destination des précédents suppléments de revenu

Relances fiscales	en %		
	Dépense	Épargne	Remboursement de prêts
EGTRA 2001	32	23	45
JGA 2003	24	27	49
ESA 2008	28	26	46

Lecture : lors de la relance fiscale de 2001, 32 % des ménages interrogés déclaraient vouloir principalement dépenser le supplément de revenu.

Source : enquête auprès des ménages de l'Université du Michigan

Tableau 4

Impact estimé de la relance fiscale de 2008

	2008 T2	2008 T3	2008 T4	TOTAL
Sur le RDB (en valeur)				
En milliards de \$	96	20	0	116
Sur le taux de croissance trimestriel	+3,6	-2,7	-0,8	+1,2 (*)
Sur la consommation (en volume)				
En milliards de \$ de 2000	4	16	10	30
Sur le niveau (en point)	+0,2	+0,8	+0,5	+1,5
Sur le taux de croissance trimestriel	+0,2	+0,6	-0,2	+0,4 (*)
Sur le PIB (en volume)				
Sur le niveau (en point)	+0,1	+0,5	+0,2	+0,8
Sur le taux de croissance trimestriel	+0,1	+0,4	-0,2	+0,2 (*)

(*) : impact sur la moyenne annuelle de 2008

Japon, Chine et Asie émergente

Au Japon, l'activité a de nouveau accéléré au premier trimestre de 2008 (+1,0 %, après +0,7 % au trimestre précédent). Cette embellie, due pour partie à des facteurs exceptionnels, serait temporaire : l'activité ralentirait d'ici la fin de 2008, du fait de la faiblesse de la demande intérieure et du fléchissement du commerce extérieur.

Dans les pays d'Asie du Sud-est comme en Chine, la croissance de l'activité se modérerait quelque peu à l'horizon de la fin de l'année, en raison du ralentissement attendu de leurs principaux partenaires et du durcissement des politiques monétaires.

L'activité économique japonaise ralentirait en 2008

La consommation des ménages japonais a fortement accéléré au premier trimestre de 2008. Cette performance pourrait s'expliquer en partie par un effet de jours ouvrables (février ayant un jour supplémentaire en 2008) que certains analystes considéraient comme insuffisamment corrigé dans les

comptes japonais. Néanmoins, les déterminants de la consommation demeurent plutôt mal orientés. Les salaires devraient notamment rester atones dans les trimestres à venir. En effet, les tensions sur le marché du travail se sont de nouveau relâchées au premier trimestre, comme le signale le repli du ratio des offres aux demandes d'emploi, et les entreprises font pression sur les salaires pour amortir l'effet du renchérissement des matières premières sur leurs marges. Dans ce contexte de faible progression des salaires et de stagnation de l'emploi, le pouvoir d'achat des consommateurs japonais fléchirait au cours des prochains trimestres, grevé en outre par la poussée de l'inflation. Parallèlement, la confiance des ménages japonais se dégrade significativement, notamment les intentions d'achat de biens durables (cf. graphique 1). En conséquence, la consommation des ménages devrait croître faiblement d'ici la fin de l'année (+0,2 % par trimestre au second semestre). Elle stagnerait même au deuxième trimestre, par contrecoup de la forte croissance du premier.

L'investissement des ménages a rebondi au premier trimestre de 2008 après quatre trimestres consécutifs de recul, grâce au retour à la normale de l'octroi de permis de construire amorcé depuis

Japon : équilibre ressources-emplois en volume

	en %								Variations annuelles		
	Variations trimestrielles								2006	2007	2008
	2007				2008						
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,1	-0,6	0,2	0,7	1,0	0,2	0,4	0,4	2,4	2,0	1,9
Dépenses de consommation des ménages (57 %)	0,6	0,2	0,0	0,4	0,8	0,0	0,2	0,2	2,0	1,5	1,3
Investissement (23 %)	0,7	-3,0	-0,9	-0,4	1,0	1,3	0,8	0,7	1,3	-0,6	0,9
Non résidentiel (15 %)	0,8	-2,5	0,8	1,2	0,2	1,5	0,8	0,8	4,3	1,9	2,6
Résidentiel (4 %)	-1,6	-4,5	-8,0	-9,2	4,6	2,5	1,5	1,0	0,9	-9,3	-5,4
Consommation publique (18 %)	0,3	0,2	0,1	0,8	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,7	0,3
Exportations (14 %)	3,3	1,2	2,8	2,6	4,0	-2,0	1,0	1,0	9,7	8,6	7,0
Importations (13 %)	0,8	0,7	-0,1	0,9	1,4	-1,5	0,5	0,5	4,2	1,8	1,5
Contributions à la croissance :											
Demande intérieure hors stocks	0,5	-0,6	-0,2	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	1,4	0,8	1,0
Variations de stocks	0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,1
Commerce extérieur	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,8	1,1	1,0

Prévisions

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2005.

Sources : Cabinet Office, calculs Insee

la fin de 2007⁽¹⁾. Cette normalisation se poursuivrait à l'horizon de la mi-2008 : l'investissement des ménages continuerait de progresser dans les prochains trimestres, à un rythme toutefois moins soutenu qu'en début d'année (cf. graphique 2). Du côté des entreprises, après le ralentissement enregistré en début d'année, l'investissement rebondirait au deuxième trimestre de 2008, comme le suggère la bonne tenue des commandes de machines enregistrées au premier trimestre. En seconde partie d'année, la faiblesse de la demande intérieure et le tassement du commerce extérieur inciteraient les entrepreneurs à modérer leurs dépenses d'investissement.

Les exportations reculeraient nettement au deuxième trimestre (-2,0 %), après un premier trimestre exceptionnellement élevé (+4,0 %). Elles retrouveraient cependant un peu d'allant au second semestre, du fait de la bonne tenue de la demande des partenaires asiatiques du Japon, sans pour autant renouveler les performances de 2007. Quant aux importations, elles diminueraient au deuxième trimestre du fait du fléchissement de l'activité économique, avant de progresser à nouveau en seconde partie d'année.

Au total, l'économie japonaise croîtrait quasiment au même rythme en 2008 qu'en 2007 (+1,9 %, après +2,0 %).

(1) En juin 2007, la législation a en effet été durcie pour renforcer le respect des normes anti-sismiques ; il en a résulté pendant quelques mois une forte baisse de l'octroi des permis de construire, en voie de rattrapage depuis fin 2007.

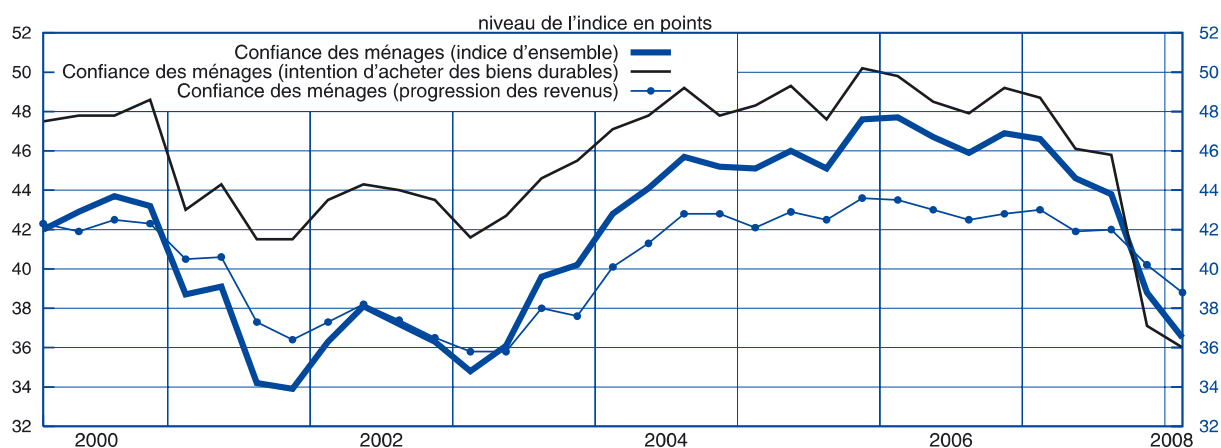
La Chine ralentirait modérément fin 2008

La Chine a de nouveau enregistré une croissance à deux chiffres au premier trimestre de 2008 (+10,6 % de croissance du PIB en glissement annuel), un peu en retrait toutefois par rapport à 2007 (glissement annuel oscillant entre 11 % et 12 % en 2007). Ce léger fléchissement est essentiellement imputable à un tassement des exportations : sur les cinq premiers mois de 2008, leur glissement annuel est passé à 23 % environ, contre plus de 26 % en 2007 (cf. graphique 3). Sur cette même période, les importations ont progressé plus vite que les exportations, si bien que l'excédent commercial chinois a baissé de plus de 8 % par rapport à 2007. Cette baisse de l'excédent commercial pourrait s'amplifier d'ici à la fin de l'année en raison du ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis et en zone euro.

L'investissement des entreprises est resté très dynamique au premier trimestre. Cependant, les entrepreneurs chinois pourraient modérer leurs dépenses d'investissement au cours des trois derniers trimestres, du fait de la dégradation des perspectives à l'exportation. Les effets des multiples resserments monétaires passés pourraient également commencer à se faire sentir. Les conditions de crédit pourraient même se durcir à l'horizon de la prévision, en raison de la poursuite des tensions inflationnistes dans les prochains trimestres, en dépit des mesures de contrôle des prix mises en place par les autorités chinoises.

Au total, la croissance chinoise s'effriterait légèrement à l'horizon de la fin de 2008, essentiellement du fait d'un commerce extérieur un peu moins porteur.

1 - Confiance des ménages japonais



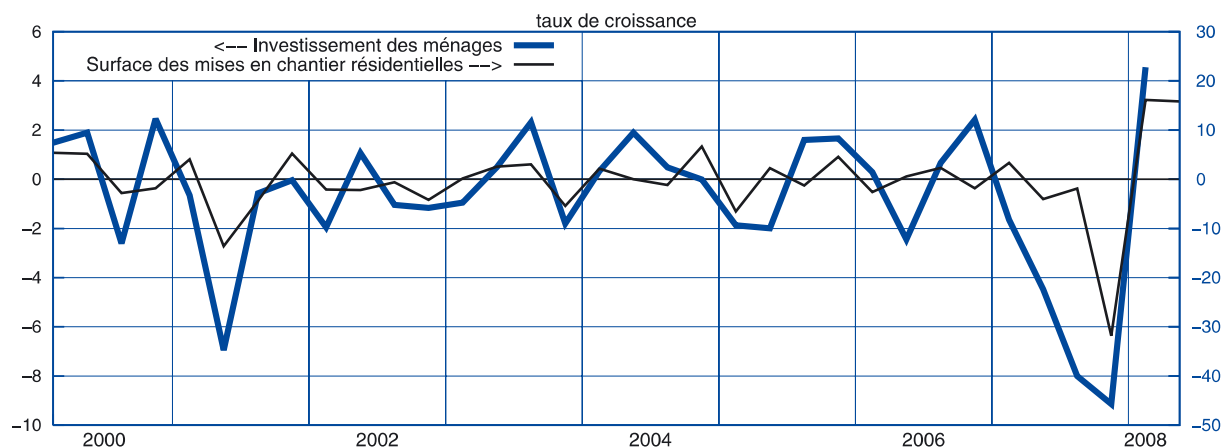
Source : Economic and Social Research Institute

La croissance de l'investissement plafonne en Asie émergente

L'inflation a continué de progresser en Asie du Sud-Est en début d'année 2008, sous l'effet du renchérissement des matières premières, notamment alimentaires. Sur l'ensemble de la zone, le glissement annuel des prix s'établit ainsi à +5,9 % en avril (après +4,1 % en décembre 2007). Ce regain d'inflation pourrait inciter les banques centrales de ces pays à durcir leur politique monétaire dans les prochains trimestres.

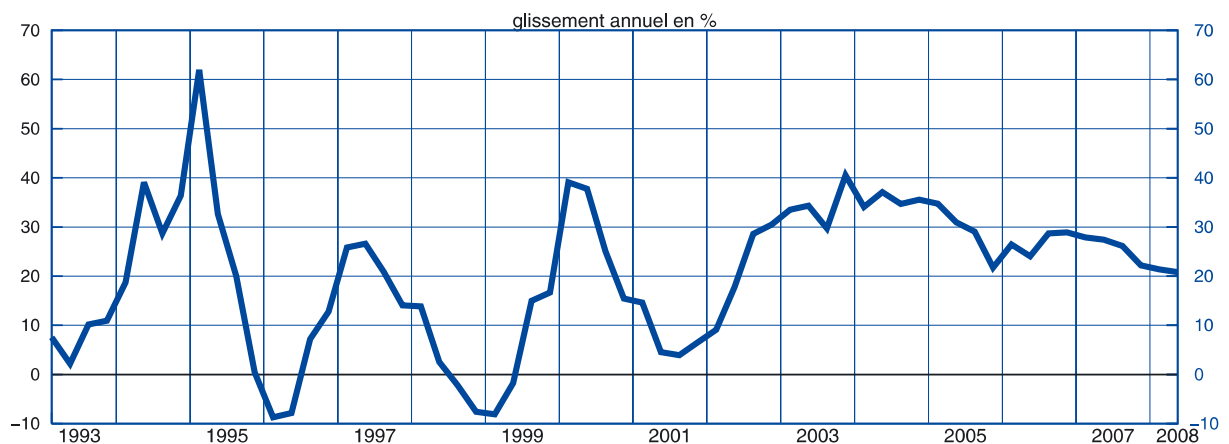
Dans le même temps, la croissance de la zone est demeurée soutenue au début de l'année 2008 : +6,0 % de croissance en glissement annuel, comme lors des deux précédents trimestres. L'activité resterait portée par un commerce extérieur florissant et une demande intérieure vigoureuse. La croissance de l'investissement des entreprises s'éroderait cependant, du fait de la dégradation des perspectives d'exportations et du probable durcissement des politiques monétaires. L'activité industrielle perdrait donc un peu de son allant, comme le signale le retournement des indicateurs conjoncturels avancés en Corée du Sud et à Taïwan. ■

2 - Mises en chantier au Japon



Lecture : les données des mises en chantier sont décalées de 3 mois
Source : ESRI, Ministry of Land, Infrastructure and Transport

3 - Exportations chinoises



Source : données douanières

Zone euro

Le PIB de la zone euro a nettement rebondi au premier trimestre de 2008 (+0,8 %, après +0,3 % au quatrième trimestre de 2007). Les trois principaux pays de la zone, l'Allemagne, la France et l'Italie, ont contribué à ce rebond, tandis que la plupart des autres pays enregistraient un ralentissement prononcé.

Mais la croissance de la zone euro se tasserait au cours des prochains trimestres : la demande intérieure ralentirait encore, sous l'effet des hausses des prix des matières premières alimentaires et énergétiques, et aussi du retournement des marchés immobiliers ; en outre, les exportations pâtiraient du fléchissement de la demande mondiale et de la forte appréciation de l'euro. Pour l'ensemble de l'année 2008, le PIB de la zone euro décélérerait à +1,6 %, après +2,6 % en 2007.

Le regain de croissance du premier trimestre de 2008 serait temporaire

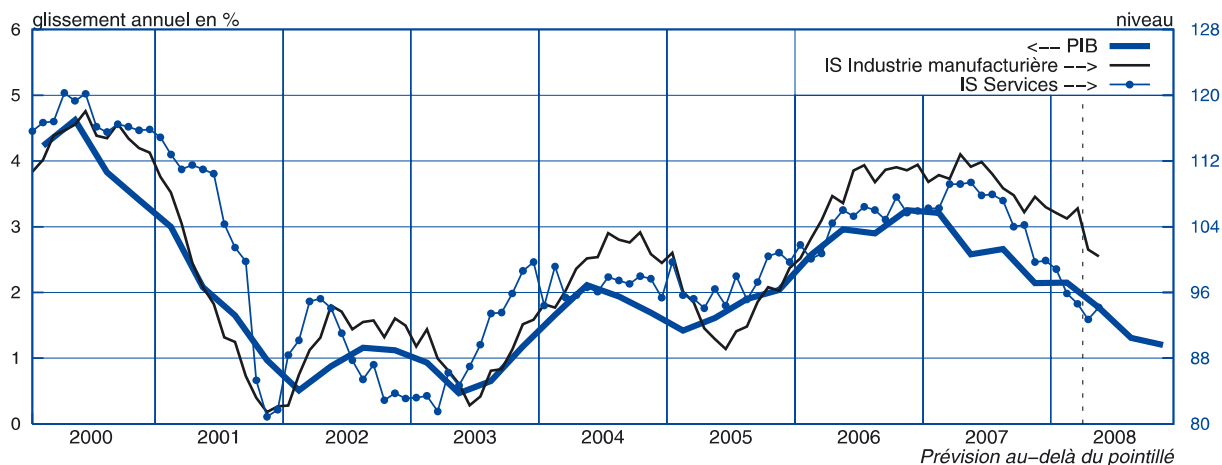
En zone euro, les enquêtes de conjoncture, dans l'industrie comme dans les services, se sont dégradées entre le troisième trimestre de 2007 et le premier de 2008 (cf. graphique 1). Elles ne laissent pas présager un rebond de l'activité aussi fort au premier trimestre de 2008 (+0,8 %).

Cette accélération serait en effet pour l'essentiel attribuable à des facteurs exceptionnels. En Allemagne notamment, la météo clémente de l'hiver a soutenu l'activité dans la construction, habituellement faible en cette saison ; par ailleurs, le changement de trimestre des fêtes de Pâques, tombées au premier trimestre en 2008 et au deuxième en 2007, pourrait avoir fragilisé la correction des jours ouvrables. Au total, la croissance trimestrielle du PIB allemand a atteint le rythme exceptionnel de +1,5 %. En Italie, une grève des transporteurs en novembre et décembre derniers avait paralysé l'économie, entraînant un fort recul de l'activité au quatrième trimestre de 2007 (-0,4 %) entièrement rattrapé début 2008 ; ce profil particulier du PIB italien a également contribué à l'accélération de l'activité en zone euro.

La tendance à la baisse dans les enquêtes de conjoncture s'est maintenue sur le début du deuxième trimestre de 2008, le rebond dans les services en mai compensant à peine la chute du mois d'avril. Bien qu'elles suivent la dégradation générale, les enquêtes allemandes résistent mieux que celles des autres principaux pays de la zone, en particulier dans l'industrie.

D'ici la fin de 2008, la croissance de la zone euro serait très modérée, en ligne avec le ralentissement annoncé par toutes les enquêtes auprès des entreprises. Elle s'établirait à +0,2 % par trimestre au

1 - Zone euro : PIB et indicateurs synthétiques des enquêtes



Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs Insee

second semestre (cf. tableau 1). Elle serait même nulle au deuxième trimestre où la correction de l'activité exceptionnelle dans la construction en Allemagne au cours des deux premiers mois de l'année pèserait à hauteur de -0,2 point sur la croissance du PIB de la zone.

En moyenne annuelle, le PIB de la zone euro ralentirait fortement en 2008 (+1,6 %, après +2,6 % en 2007 et +2,9 % en 2006).

Tableau 1

PIB de la zone euro et des principaux pays de la zone euro

en %

	Variations trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
ALLEMAGNE (28 %)⁽¹⁾											
PIB	0,6	0,2	0,7	0,3	1,5	-0,3	0,3	0,3	3,1	2,6	2,1
Consommation des ménages	-1,8	0,8	0,3	-0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	-0,5	0,5
FBCF totale	1,7	-1,4	0,7	1,5	3,7	-1,5	0,4	0,4	7,0	5,1	3,9
Consommation publique	1,8	0,1	0,4	-0,6	1,3	0,2	0,2	0,2	0,9	2,1	1,3
Exportations	-0,3	0,8	2,5	1,3	2,4	-0,5	1,0	1,0	12,9	8,0	5,3
Importations	1,6	-1,7	2,9	0,2	3,5	-0,5	1,2	1,2	11,5	5,0	5,3
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,5	0,1	0,4	-0,2	1,0	-0,1	0,3	0,3	2,1	1,1	1,3
<i>Variations de stocks</i>	1,9	-1,0	0,3	0,0	0,7	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,6
<i>Commerce extérieur</i>	-0,8	1,1	0,0	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	1,6	0,3
ITALIE (19 %)⁽¹⁾											
PIB	0,3	0,0	0,2	-0,4	0,5	0,1	0,1	0,2	1,9	1,4	0,5
Consommation des ménages	1,0	0,1	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	1,1	1,5	0,2
FBCF totale	-0,1	-0,5	-0,1	0,5	-0,2	0,1	0,3	0,3	2,7	0,8	0,3
Consommation publique	0,4	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,9	1,3	0,8
Exportations	1,6	-1,8	2,3	-1,2	1,4	0,3	0,3	0,3	6,4	4,5	1,7
Importations	1,3	-0,7	1,2	-1,0	-0,5	0,4	0,4	0,4	6,0	4,0	-0,3
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,6	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,4	1,3	0,3
<i>Variations de stocks</i>	-0,4	0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1	-0,4
<i>Commerce extérieur</i>	0,1	-0,3	0,3	-0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,6
ZONE EURO (28 %)⁽²⁾											
PIB	0,8	0,4	0,7	0,3	0,8	0,0	0,2	0,2	2,9	2,6	1,6
Consommation des ménages	0,2	0,6	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	1,9	1,6	0,9
FBCF totale	1,2	0,0	0,9	1,0	1,6	-0,5	0,3	0,3	5,4	4,3	2,7
Consommation publique	0,9	0,3	0,8	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,3	1,4
Exportations	0,9	0,9	2,2	0,3	1,9	0,5	0,8	0,8	7,8	5,9	4,4
Importations	1,6	0,2	2,4	-0,3	1,9	0,8	1,0	1,0	7,5	5,3	4,3
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	0,4	0,6	0,2	0,5	0,1	0,3	0,3	2,6	2,3	1,4
<i>Variations de stocks</i>	0,5	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,1

Prévisions

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB des pays industrialisés

Source : Eurostat

La consommation des ménages resterait modérée en 2008, après un recul fin 2007

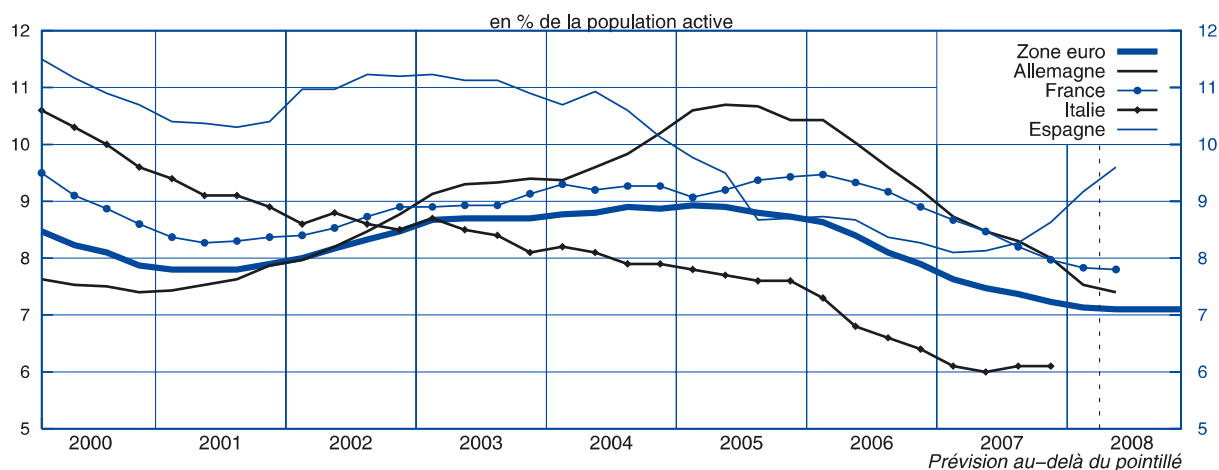
L'emploi en zone euro n'a pas encore été affecté par la modération de la croissance, du fait des délais habituels d'ajustement du marché du travail au ralentissement de l'activité (cf. éclairage « Le ralentissement récent de la productivité en France et en Allemagne »). La situation du marché de l'emploi est toutefois désormais contrastée au sein des pays de la zone, après une amélioration conjointe au cours des deux années précédentes (cf. graphique 2). Ainsi, en Espagne, dont le secteur de la construction a fortement contribué aux créations d'emploi de l'ensemble de la zone depuis 10 ans, le retournement du marché immobilier a entraîné une hausse du taux de chômage de 1,5 point sur un an. En Allemagne en revanche, le taux de chô-

mage a poursuivi sa dérive sur le début de l'année 2008 à un rythme soutenu de -0,4 point par trimestre comme depuis deux ans.

Sur l'ensemble de l'année 2008, les créations d'emploi en zone euro devraient toutefois se modérer ; l'emploi augmenterait ainsi de 1,6 % (après +1,9 % en 2007), et le taux de chômage se stabiliserait à partir du deuxième trimestre à 7,1 % de la population active.

Les tensions sur le marché du travail et la hausse de l'inflation, qui resterait au-dessus de 3 % sur l'ensemble de l'année 2008, devraient entraîner une accélération des salaires. Celle-ci serait toutefois modeste, l'ajustement des salaires à l'augmentation des prix à la consommation demeurant partiel comme ces dernières années. Le pouvoir d'achat des ménages, grevé par la flambée des prix des

2 - Taux de chômage harmonisés dans la zone euro



Source : Eurostat

Tableau 2

Zone euro : compte des ménages

en %

	Variations trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Coût du travail	1,3	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	4,0	4,3	4,4
- emploi salarié	0,6	0,5	0,4	0,4	0,6	0,4	0,2	0,2	1,7	1,9	1,6
- coût salarial par tête	0,6	0,5	0,6	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	2,2	2,3	2,9
Revenu disponible brut (RDB)	1,2	0,7	0,8	1,0	1,0	1,2	1,0	1,1	3,7	3,8	4,1
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,5	13,0	12,9	12,9	12,9	13,1	13,1	13,3	12,9	13,1	13,1
Déflateur de la consommation des ménages	0,5	0,6	0,5	1,1	0,8	0,8	0,8	0,5	2,2	2,1	3,2
Masse salariale réelle	0,8	0,3	0,5	0,1	0,3	0,4	0,2	0,5	1,7	2,1	1,3
- coût salarial par tête réel	0,2	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	0,2	-0,3
Pouvoir d'achat	0,7	0,1	0,3	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	1,5	1,7	0,9

Prévisions

Sources : Eurostat, calculs Insee

matières premières alimentaires et énergétiques depuis le troisième trimestre de 2007, retrouverait progressivement une croissance plus soutenue à partir du deuxième trimestre de 2008. Néanmoins, en moyenne sur l'année, le pouvoir d'achat des ménages décélérerait nettement (+0,9 % en 2008 après +1,7 % en 2007, cf. tableau 2).

La consommation des ménages a marqué le pas fin 2007, reculant de 0,1 %, malgré la forte croissance des achats de véhicules soutenus par l'anticipation d'un changement de fiscalité en France et en Italie. En dépit du contrecoup attendu de ces achats exceptionnels de voitures, elle a rebondi début 2008 à +0,2 %, du fait de l'Allemagne et dans une moindre mesure de l'Italie, les deux principaux pays où la consommation avait reculé fin 2007. Elle resterait sur un rythme de +0,2 % à +0,3 % d'ici la fin de l'année, en lien avec la faiblesse attendue des gains de pouvoir d'achat et la montée des inquiétudes partagées par les ménages des principaux pays de la zone euro sur la situation économique future.

L'investissement en sursis au premier trimestre

La phase de descente du cycle d'investissement en équipement, amorcée au deuxième semestre de 2006, a été temporairement suspendue par un regain de croissance fin 2007, qui s'est prolongé sur le premier trimestre de 2008. Fin 2007, l'investissement a été soutenu par un comportement d'anticipation en Allemagne lié à une réforme de la fiscalité des entreprises. Le contrecoup attendu au premier trimestre de 2008 ne s'est pas produit : l'investissement en équipement a continué de croître à un rythme élevé. Cependant, l'investisse-

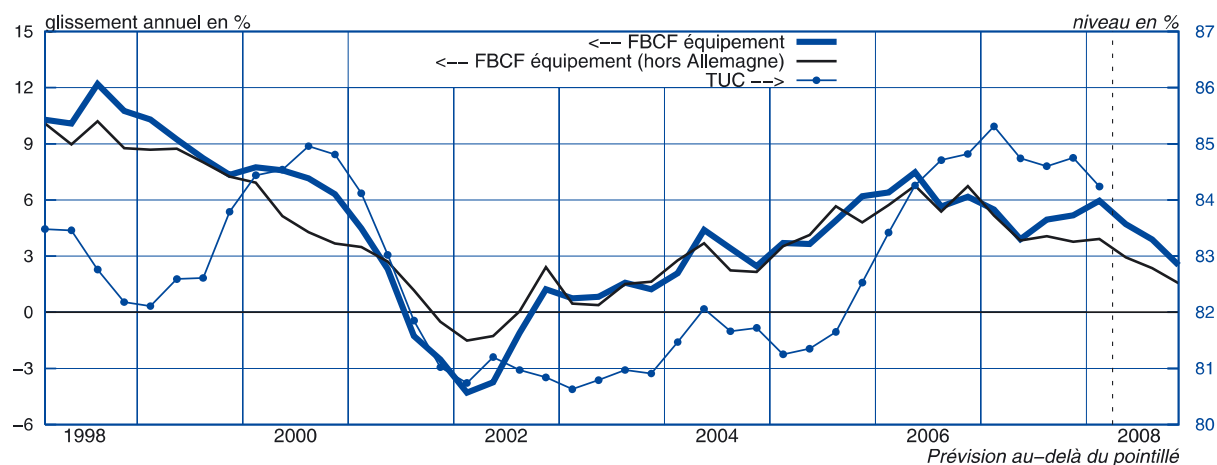
ment s'écarte du comportement prédit par ses déterminants usuels : les perspectives de demande sont en baisse, les tensions sur les capacités de production se relâchent (cf. graphique 3) et les conditions de financement, affectées par la crise financière, tardent à se normaliser (cf. fiche « Marchés financiers »). La bonne performance du premier trimestre ne devrait donc pas être durable, et sur les trois derniers trimestres de 2008 l'investissement en équipement ralentirait (+2,5 % en glissement annuel en fin d'année, contre +6,0 % au premier trimestre).

Parallèlement, l'investissement en construction résidentielle stagnerait en 2008 : c'est ce que suggère le ralentissement des permis de construire délivrés depuis un an, en lien avec le retournement des marchés immobiliers en Espagne, en Irlande et en Finlande notamment. Le secteur de la construction non résidentielle se porterait légèrement mieux et assurerait une croissance encore positive de l'investissement en construction sur l'ensemble de l'année (+1,5 %). Le pic du premier trimestre, dû notamment à l'avancement de chantiers en Allemagne en raison d'un hiver clément, serait en partie corrigé dès le trimestre suivant.

Des échanges extérieurs freinés

Les échanges extérieurs de la zone euro ont peu progressé à la fin de l'année 2007. La demande mondiale adressée à la zone a en effet reculé au quatrième trimestre. Le rebond des exportations au premier trimestre de 2008 (+1,9 %) a surpris. Cette forte croissance des exportations excède en effet ce que laissait attendre la croissance de la demande étrangère (+0,6 %). Par ailleurs, l'appréciation de l'euro dégrade depuis deux ans la

3 - Zone euro : investissement en équipement et taux d'utilisation des capacités



Sources : Commission européenne, Eurostat

compétitivité-prix à l'exportation des entreprises de la zone (l'euro s'est ainsi apprécié de 6,8 % depuis le début de 2006 en termes effectifs réels) ; les parts de marché gagnées sur le début de l'année ne devraient par conséquent pas être conservées au cours des prochains trimestres. Les exportations seraient affectées par la dégradation de l'environnement international de la zone euro, ainsi que par l'effet négatif sur le commerce intra-zone du ralen-

tissement de la demande intérieure. Elles ralentiraient sur l'ensemble de l'année, à +4,4 %. Les importations suivraient un profil semblable, mais avec des taux de croissance un peu supérieurs, et la contribution comptable des échanges extérieurs à la croissance serait négative à l'horizon de la fin 2008 (-0,1 point par trimestre). ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Fin 2008, l'inflation « sous-jacente » (hors alimentation et énergie, mais y compris taxes indirectes) atteindrait 1,8 % en glissement annuel en zone euro. En effet, l'envolée des prix des matières premières continuerait de se diffuser à certains produits manufacturés et certains services. L'inflation d'ensemble culminerait à presque 4,0 % cet été. Elle redescendrait à 3,0 % en fin d'année, sous l'hypothèse d'une stabilité des prix du pétrole à 130 \$ le baril au second semestre. En moyenne annuelle, l'inflation d'ensemble atteindrait 3,5 % en 2008 (après 2,1 % en 2007).

L'inflation « sous-jacente » atteindrait 1,8 %

L'inflation « sous-jacente » telle que mesurée par Eurostat⁽¹⁾ atteindrait en fin d'année 1,8 %, après 1,6 % en avril (cf. tableau et graphique 1). L'envolée des prix des matières premières continuerait de se diffuser aux prix de certains produits manu-

(1) Hors alimentation, alcools, tabac et énergie mais y compris taxes indirectes. À titre de comparaison, l'indice « sous-jacent » de l'Insee n'exclut que 68 % des produits alimentaires (produits frais, viandes, produits laitiers, etc.) mais est corrigé de l'effet des taxes indirectes ; par contre, les produits de santé et les services dont les prix sont administrés sont écartés du champ de l'indice.

facturés, de la restauration et des services de transport. Toutefois, le fléchissement de la demande et l'appréciation de l'euro limiteraient cette accélération des prix.

Entre le début et la fin de 2008, l'inflation des produits manufacturés augmenterait légèrement (0,9 % en décembre contre 0,8 % en avril, cf. tableau). L'accélération récente des prix des biens intermédiaires dans l'industrie, qui reflète l'envolée des cours des matières premières, pousserait les prix de détail à la hausse, hausse toutefois atténuée par le fléchissement de la demande et l'appréciation de l'euro.

En avril, l'inflation des services s'est repliée (2,3 % après 2,5 % en décembre 2007, cf. tableau) : le relèvement de la TVA et le renchérissement des frais d'inscription à l'Université en Allemagne, qui avaient poussé à la hausse l'inflation début 2007, ne se reproduisent en effet pas cette année.

Fin 2008, le glissement annuel des prix des services remonterait légèrement, à 2,4 %. L'envolée des prix des matières premières se propagerait aux secteurs de la restauration et des transports. En outre, les négociations salariales en zone euro ont abouti à des revalorisations plus importantes que l'année passée. Mais le fléchissement attendu de la demande pourrait inciter les entreprises à rogner sur leurs marges, ce qui limiterait ainsi l'accélération des prix.

Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

Secteurs (poids dans l'indice en 2008)	juin 2007		déc. 2007		avril 2008		juin 2008		déc. 2008		Moyennes annuelles		
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2006	2007	2008
Ensemble (100,0 %)	1,9	1,9	3,1	3,1	3,3	3,3	3,9	3,9	3,0	3,0	2,2	2,1	3,5
Alimentation (alcools et tabac inclus) (19,5 %)	2,4	0,5	4,3	0,8	5,4	1,1	5,8	1,1	3,6	0,7	2,4	2,8	5,0
dont : produits alimentaires (15,8 %)	2,1	0,3	4,8	0,7	6,0	0,9	6,4	1,0	3,6	0,6	2,3	2,7	5,5
boissons alcoolisées et tabac (3,7 %)	3,6	0,1	2,5	0,1	3,2	0,1	3,5	0,1	3,7	0,1	2,7	3,4	3,4
Énergie (9,8 %)	0,9	0,1	9,2	0,9	10,8	1,1	15,5	1,5	11,2	1,1	7,7	2,6	12,9
Inflation sous-jacente (70,7 %)	1,9	1,3	1,9	1,3	1,6	1,2	1,8	1,2	1,8	1,3	1,4	1,9	1,8
dont : produits manufacturés (29,7 %)	1,0	0,3	1,0	0,3	0,8	0,2	0,8	0,2	0,9	0,3	0,6	1,0	0,9
services (40,9 %)	2,6	1,0	2,5	1,0	2,3	0,9	2,5	1,0	2,4	1,0	2,0	2,5	2,5

Prévisions

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel

L'inflation volatile fléchirait à l'automne

Après une détente en février, l'inflation énergétique est repartie à la hausse dans le sillage de la flambée du prix du Brent. La nette augmentation des prix du pétrole au début des mois de mai et juin (cf. fiche « Pétrole et matières premières ») pousse le glissement annuel des prix énergétiques autour de +15,5 % en juin. Puis, l'inflation énergétique se replierait à 11,2 % en fin d'année (cf. tableau et graphique 2) : le prix du baril de Brent a en effet été supposé stable en prévision alors qu'il avait fortement augmenté fin 2007.

L'inflation alimentaire poursuivrait sa progression jusqu'à l'été. Encore modérée début 2008, la hausse des prix des viandes relayerait par la suite celle des produits alimentaires transformés, en raison du renchérissement de l'alimentation animale. En fin d'année, l'inflation alimentaire se replierait autour de 3,6 %, les hausses de prix du second semestre de 2007 commençant à disparaître du glissement annuel (cf. tableau).

En 2008, la hausse des prix, prévue à 3,5 % en moyenne (cf. tableau), dépasserait le seuil d'inflation de la Banque centrale européenne. Elle serait même la plus élevée depuis 1996, date de création de l'indice de prix harmonisé de la zone euro. La flambée des cours des matières premières aura poussé à la hausse l'inflation volatile, i. e. les prix

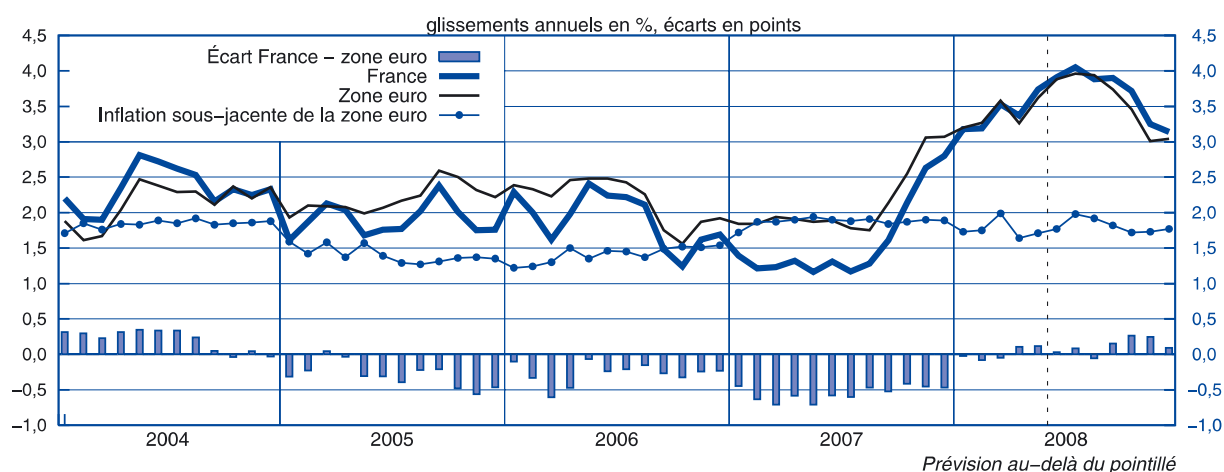
de l'énergie et de l'alimentation, à partir de l'été 2007 et, dans une moindre mesure, l'inflation « sous-jacente ». Cet effet haussier sur l'inflation « sous-jacente » devrait avoir été compensé⁽²⁾ par la disparition en 2008 de l'impact du relèvement de la TVA en Allemagne.

L'inflation en France dépasserait légèrement celle de la zone euro

Du fait notamment de l'instauration en France d'une franchise médicale début 2008 et au moment où les effets de la hausse de la TVA en Allemagne disparaissent du glissement annuel pour la zone euro, l'inflation en France est devenue supérieure à la moyenne de la zone, (cf. fiche « Prix à la consommation France ») alors qu'elle lui était inférieure jusque-là. En outre, les remises en cause successives de la loi Galland avaient jusqu'alors permis une moindre inflation alimentaire en France. La pause récente de cet effet désinflationniste a réduit l'écart d'inflation entre la France et la zone euro. L'inflation française resterait légèrement supérieure à celle de la zone euro jusqu'à la fin de l'année. ■

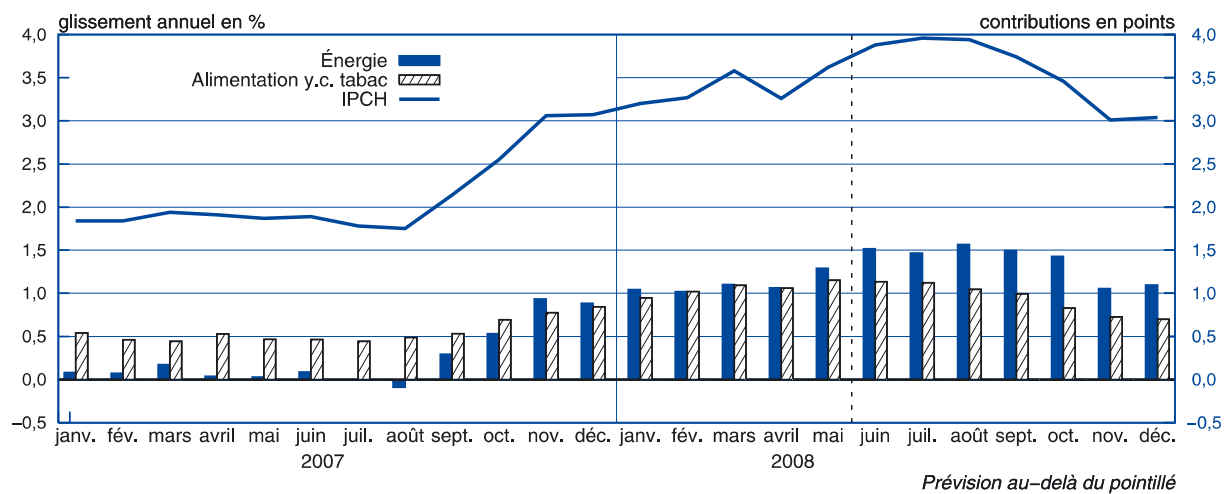
(2) Artificiellement car il est peu fondé d'incorporer dans un indicateur d'inflation « sous-jacente » des hausses ponctuelles de taxes.

1 - Indices des prix à la consommation harmonisés en France et en zone euro



Sources : Eurostat, prévision Insee

2 - Inflation en zone euro : contributions des postes les plus volatils



Sources : Eurostat, prévision Insee