

Conjoncture internationale



Synthèse internationale

Au troisième trimestre 2008, le PIB de l'ensemble des économies avancées a légèrement reculé (-0,2 %). L'investissement en construction a continué de baisser à peu près au même rythme que les trimestres précédents et la consommation des ménages, stable au deuxième trimestre, a cette fois diminué, notamment aux États-Unis.

À l'horizon de la mi-2009, l'activité des économies avancées continuerait de se contracter. Certes, ménages et entreprises bénéficieraient de la baisse des prix de l'énergie. Mais ils seraient plus encore affectés par la crise financière qui s'intensifie depuis la mi-septembre et par ses prolongements : les pertes de richesses et les restrictions sur l'accès au crédit grèveraient consommation et investissement.

Les économies émergentes seraient confrontées à la nette réduction des débouchés dans les pays avancés et au durcissement des conditions de financement sur les marchés internationaux, ce qui accentuerait leur ralentissement.

L'économie mondiale continuerait de ralentir d'ici la mi-2009

Le PIB des économies avancées a cessé de croître au troisième trimestre (-0,2 %). Il reculerait à partir du quatrième. En effet, les perspectives d'activité se sont dégradées, selon les directeurs d'achat : de façon modérée jusqu'en juillet, puis nettement en septembre et de nouveau en octobre. L'indice PMI a chuté à son niveau d'après le 11 septembre 2001. Notre étalonnage basé sur des indicateurs d'enquêtes donne ainsi un recul de l'ordre de 0,7 % du PIB des économies avancées (cf. éclairage « Mesurer les évolutions macroéconomiques internationales », page 53 de la Note de conjoncture de mars 2008). L'agrégation de nos prévisions par pays conduit à une baisse encore plus forte (-0,9 % sur les économies suivies), en raison notamment de la prise en compte des très mauvais chiffres de l'emploi américain. Ce repli de l'activité se poursuivrait au premier semestre 2009 mais s'atténuerait, sous l'hypothèse d'une normalisa-

Tableau 1
Principales économies avancées : équilibre ressources-emplois en volume

en %													
	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	0,5	0,7	0,8	0,2	0,4	0,1	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	2,3	0,9	-1,3
Consommation privée	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,3	-0,6	-0,4	-0,2	2,1	0,4	-1,2
Consommation publique	0,5	0,7	0,6	0,5	0,3	0,6	0,9	0,5	0,6	0,8	2,1	2,3	2,2
Investissement	0,3	-0,1	0,3	-0,4	-0,3	-1,0	-1,1	-2,5	-2,2	-1,9	0,7	-2,4	-6,2
Exportations	0,6	1,7	3,5	1,0	1,7	0,9	0,9	-2,2	-1,6	-1,1	6,6	5,0	-3,6
Importations	1,3	0,0	1,3	-0,3	0,6	-1,4	0,7	-2,7	-1,9	-1,2	2,8	-0,5	-4,9
Contributions à la croissance													
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,1	-0,2	-0,7	-0,5	-0,3	2,0	0,3	-1,4
Variations de stocks	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Extérieur	-0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,5	0,8	0,3

Prévisions

Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

Conjoncture internationale

tion progressive des marchés financiers et de plans de relance budgétaire efficaces.

Dans les grands pays émergents, le ralentissement s'accroîtrait. En effet, leurs indicateurs d'activité avancés se sont très nettement dégradés depuis le mois de septembre. Ainsi, au Brésil, le recul des indicateurs de confiance laisse attendre un net repli de la croissance. La production industrielle russe continuerait de fléchir. La Chine subit la modération de la demande mondiale ; en témoigne le ralentissement de sa production industrielle en octobre, retombée à son rythme de croissance d'après la crise de 1997. De même, les économies d'Asie du Sud-Est continueraient de ralentir, du fait du tassement de la demande de leurs partenaires commerciaux et du durcissement des conditions d'accès aux financements internationaux.

Au total, la croissance mondiale fléchirait nettement d'ici la mi-2009. Ce ralentissement de l'activité mondiale serait accompagné d'une réduction

des échanges commerciaux. La demande mondiale adressée à la France diminuerait.

Les marchés financiers resteraient tendus

En septembre, la faillite de Lehman Brothers a fait monter la tension sur les marchés financiers (cf. *fiche marchés financiers*). Depuis, l'écart entre le taux à trois mois du marché monétaire et le principal taux directeur américain est resté très au-dessus de sa moyenne de long terme. De même, l'écart entre les taux des obligations des entreprises les mieux notées et ceux des titres publics est élevé, aux États-Unis comme en Europe : il traduit la grande difficulté qu'ont les entreprises à se financer ainsi que la poursuite de la fuite vers la qualité.

L'entrée en scène des États marque un tournant dans la crise financière. Aux États-Unis, le « plan

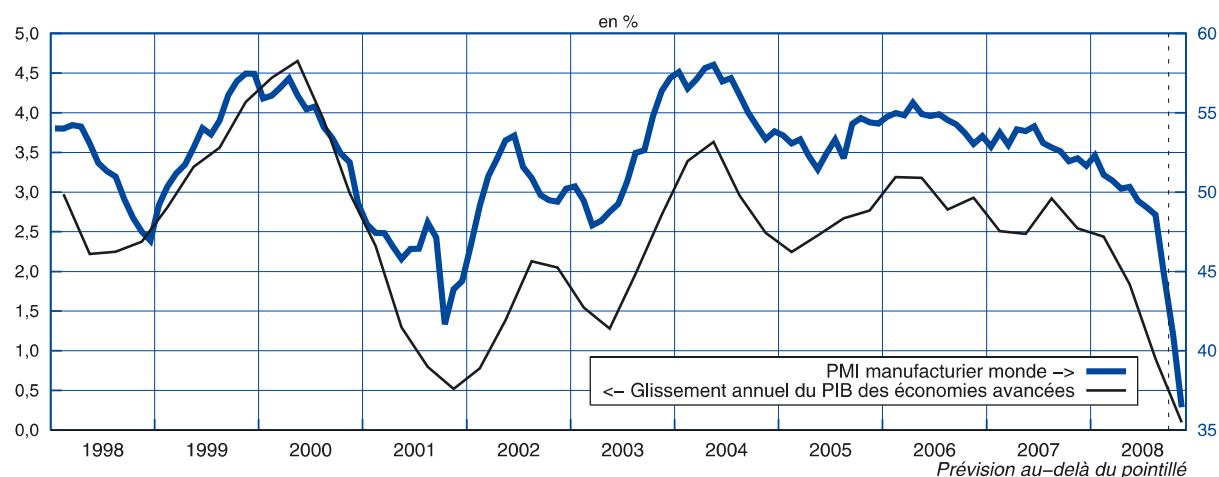
Tableau 2

PIB des principales économies avancées

	en %												
	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Ensemble	0,5	0,7	0,8	0,2	0,4	0,1	-0,2	-0,9	-0,4	-0,2	2,3	0,9	-1,3
États-Unis	0,0	1,2	1,2	0,0	0,2	0,7	-0,1	-1,0	-0,5	-0,3	2,0	1,3	-1,4
Japon	1,2	-0,2	0,5	0,5	0,6	-1,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	2,4	0,0	-1,5
Royaume-Uni	0,9	0,8	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,2	3,0	0,8	-1,4
Zone euro, dont :	0,7	0,5	0,6	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-0,7	-0,4	-0,2	2,6	0,9	-1,2
Allemagne	0,4	0,4	0,6	0,3	1,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	2,6	1,3	-1,4
Italie	0,3	0,1	0,2	-0,4	0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	1,4	-0,5	-1,4

Prévisions
Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

1 - Indices des directeurs d'achats (PMI) des économies avancées



Source : DataInsight, calculs Insee

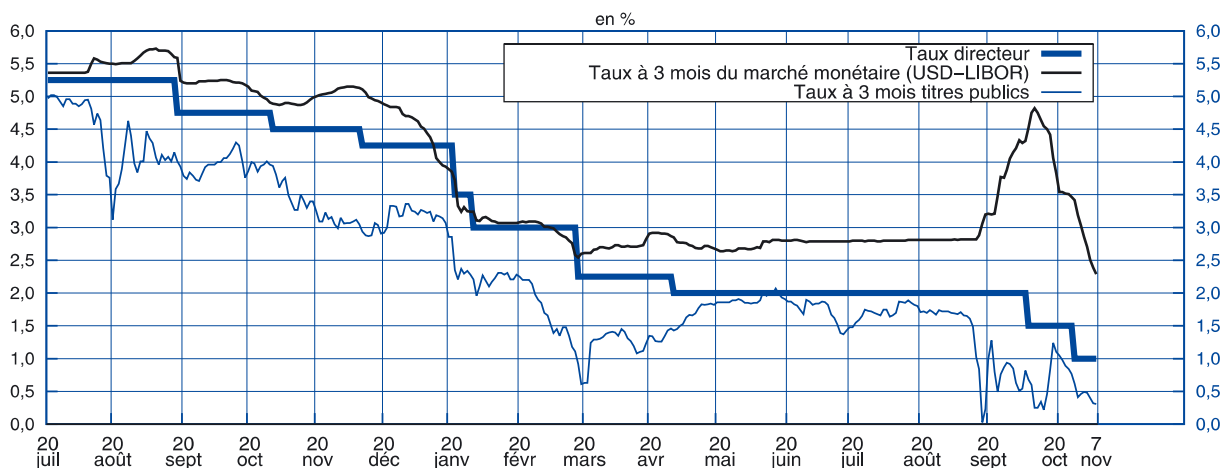
Paulson » prévoit une enveloppe de 700 milliards de dollars, initialement destinée à racheter les actifs « toxiques » des banques. Les problèmes rencontrés dans sa mise en œuvre, en particulier la difficulté d'évaluer ces actifs qui n'ont plus de prix de marché, ont conduit à réorienter ces fonds : ils sont désormais destinés à recapitaliser le système bancaire américain, à soutenir l'accès des consommateurs au crédit et à réduire les saisies immobilières. En zone euro, les pouvoirs publics ont pris l'engagement de ne pas laisser d'établissement important faire faillite, tout en cherchant à inciter les banques à prêter davantage. Au Royaume-Uni, plusieurs banques ont été nationalisées.

La réserve fédérale américaine (Fed), qui a ramené son principal taux directeur à 1 %, pourrait le baisser à 0,5 %, voire en dessous, pour soutenir la de-

mande intérieure (cf. graphique 2 ; voir aussi le dossier « Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed ? »). La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre sont également sur une ligne de détente de la politique monétaire face au relâchement des tensions inflationnistes.

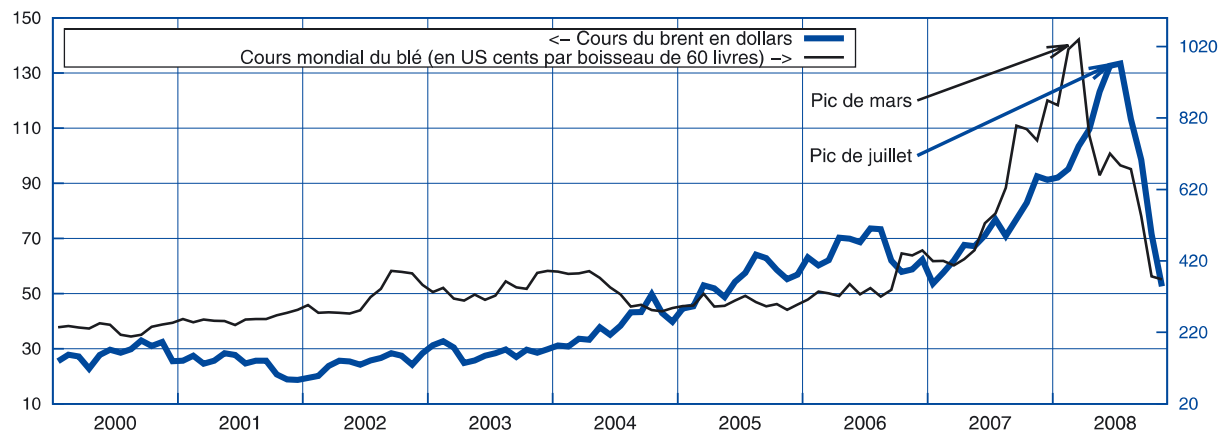
Toutefois, malgré l'action des États et l'assouplissement des politiques monétaires, les conditions de financement de l'économie mondiale restent très tendues, tant auprès des banques que sur les marchés financiers. Par ailleurs, plusieurs économies émergentes sont confrontées à d'importantes sorties de capitaux et voient leurs devises attaquées. Elles seraient d'autant plus touchées par la crise que leurs systèmes financiers sont très dépendants des places occidentales.

2 - États-Unis : rendements des taux à court terme



Source : DataInsight

3 - Prix des matières premières



Source : DataInsight, calculs Insee

Vers un net repli de l'inflation

L'inflation devrait se modérer en fin d'année 2008 et début 2009.

L'inflation énergétique et alimentaire refluerait en effet dès le quatrième trimestre de cette année et resterait faible par la suite, sous l'hypothèse d'une stabilisation des prix du pétrole autour de 50 \$ le baril. En effet, les prix des matières premières agricoles et énergétiques ont fortement baissé depuis mi-juillet (cf. graphique 3). Le cours du baril de Brent a notamment chuté de près de 65 % en quatre mois. La perspective d'un ralentissement durable de l'économie mondiale a également pesé sur les cours des matières premières industrielles et minérales.

En outre, l'inflation sous-jacente se modérerait au cours du premier semestre 2009, sous les effets conjugués du ralentissement de l'activité et de la baisse des prix des matières premières.

Principal aléa : l'effet des politiques publiques engagées

Les politiques publiques mises en œuvre pour relancer l'économie mondiale constituent le principal aléa entourant notre scénario international. De nouveaux progrès dans la restauration du fonctionnement des marchés financiers ou de crédit, ou la mise en œuvre rapide des plans de relance budgétaire à l'étude pourraient faire redémarrer la croissance mondiale plus tôt qu'anticipé. En revanche, si les pouvoirs publics ne réussissaient pas à stabiliser les marchés financiers, ou si les plans de relance budgétaire tardaient à être mis en œuvre ou se révélaient mal ciblés, la crise actuelle pourrait encore s'amplifier. ■

Pétrole et matières premières

En novembre, les prix du pétrole se sont repliés à 50 \$ après avoir dépassé les 140 \$ par baril de Brent à la mi-juillet. Cette très forte baisse peut être imputée à la dégradation rapide des perspectives économiques mondiales, qui laisse attendre un net ralentissement de la demande de pétrole en 2009. Ainsi, alors que l'offre et la demande seraient équilibrées au quatrième trimestre 2008, le marché devrait se détendre à nouveau dès le premier trimestre 2009. Les prix du pétrole ne devraient donc pas dépasser 50 \$ à l'horizon de prévision.

Les cours des matières premières hors énergie ont également diminué au troisième trimestre en raison de la baisse de l'activité industrielle des pays développés. Au quatrième trimestre, la diminution des cours s'accentuerait du fait de la nouvelle dégradation de la conjoncture économique mondiale.

Les prix du pétrole se sont repliés au troisième trimestre

Au troisième trimestre, l'offre de pétrole a excédé la demande (hors stocks) de près d'un million de barils par jour (cf. graphique 1). Les craintes d'un excédent durable de l'offre ont pesé sur les prix (cf. graphique 2). Ainsi, l'interruption de la production au Nouveau Mexique en septembre

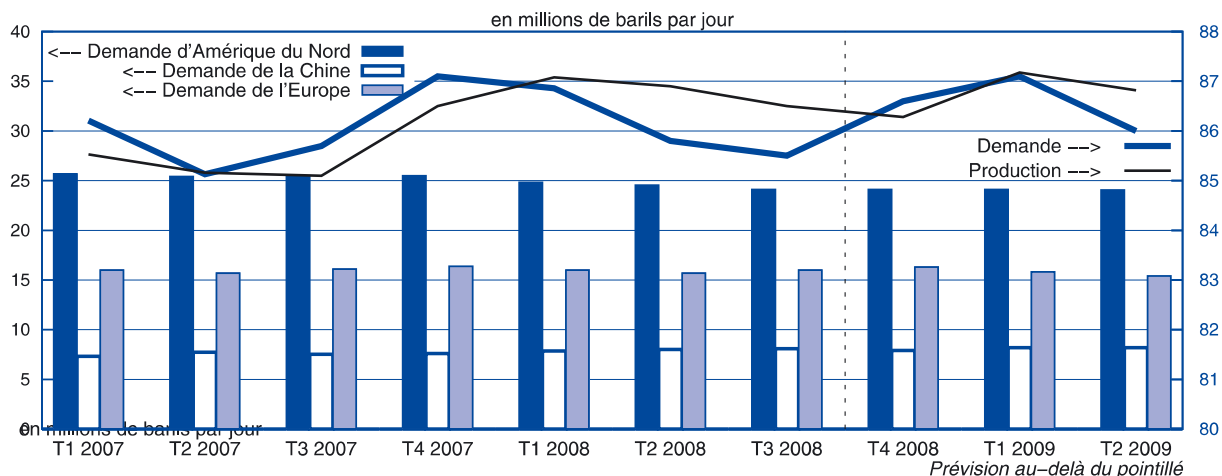
(-1,3 million de barils par jour à cause des ouragans) n'a pas entraîné de rebond des cours : cette baisse temporaire de l'offre a eu pour seul effet de réduire les stocks des pays de l'OCDE à 53,6 jours d'indépendance en septembre, niveau toujours élevé par rapport à la moyenne de ces dernières années.

Au quatrième trimestre 2008, offre et demande de pétrole seraient proches de l'équilibre

L'offre diminuerait légèrement au quatrième trimestre. L'Opep a décidé de baisser ses quotas de 1,5 million de barils par jour. En particulier, l'Arabie Saoudite a déclaré que la réduction de sa production prendrait effet dès le mois de décembre. Elle a également ajourné la mise en route de deux projets de forage en raison de la faiblesse des cours. Par ailleurs, les pays de l'Opep augmenteraient de l'équivalent de 300 000 barils par jour leur production de gaz naturel liquéfié (GNL), non soumise aux quotas⁽¹⁾. La production totale des pays de l'Opep ne diminuerait ainsi que de 1,2 million de barils par jour. En revanche, les producteurs non-Opep relèveraient leur offre d'un

(1) Le GNL est souvent mesuré soit en mètres cubes ou soit en tonnes : 1 tonne de GNL équivaut à 8,68 barils de pétrole.

1 - Production et demande mondiales (hors stocks) de pétrole



Sources : AIE et calculs Insee

million de barils par jour. La production en Amérique du Nord retrouverait notamment son niveau d'avant le passage des ouragans. Au total, l'offre mondiale ne diminuerait que de 200 000 barils par jour au quatrième trimestre si les membres de l'Opep respectent la baisse des quotas. Elle passerait de 86,5 à 86,3 millions de barils par jour.

La demande mondiale augmenterait avec l'hiver, à 86,6 millions de barils par jour. Par rapport à la même période de 2007, elle serait toutefois plus faible (-0,6 % en glissement annuel). En effet, la demande des pays développés continuerait de baisser (-3,3 %), en lien avec la contraction de l'activité. Ainsi, aux États-Unis, les livraisons de produits pétroliers au commerce de détail, un indicateur de la demande, ont encore plus reculé en octobre qu'en septembre (-8,5 % en glissement annuel après -7,0 %) et les stocks se rapprochent des niveaux habituellement observés à cette période de l'année. En outre, la consommation des pays en développement ralentirait. En particulier, la consommation chinoise ne croîtrait plus que de 4,1 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2008, contre +7,5 % au troisième.

Au total, l'offre et la demande de pétrole s'équilibreraient quasiment au quatrième trimestre. Toutefois, le respect de ses quotas par l'Opep n'est pas assuré, d'autant que l'aboutissement de nouveaux chantiers a élargi ses capacités de production non utilisées à 3,2 millions de barils en septembre. Si les pays de l'Opep ne respectaient pas les quotas annoncés, le marché deviendrait excédentaire, ce qui pourrait accentuer la baisse des cours. En revanche, si l'hiver était plus rigoureux qu'attendu ou

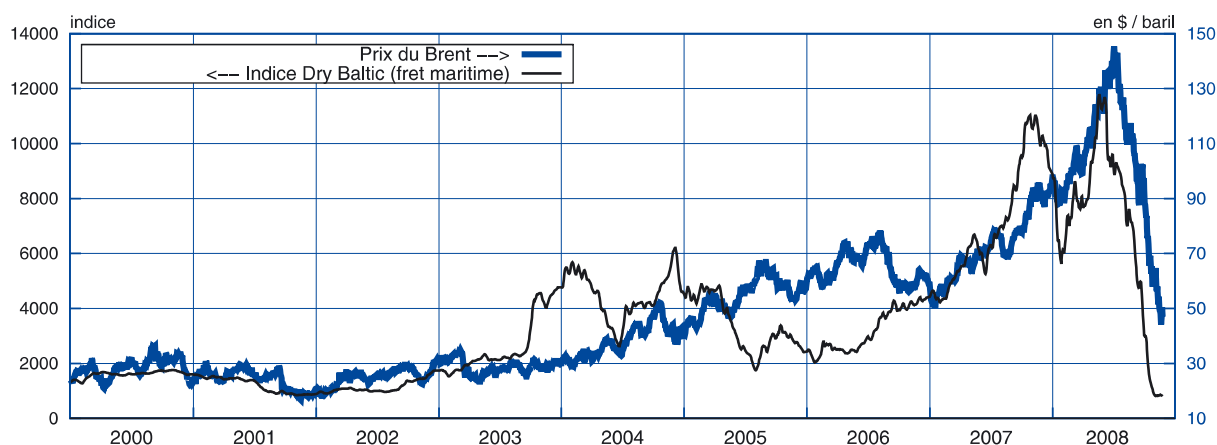
si l'Opep mettait en œuvre une nouvelle baisse de sa production, le marché pourrait être plus tendu et les prix légèrement plus soutenus.

Un marché excédentaire au premier semestre 2009

Au premier trimestre 2009, le marché serait légèrement excédentaire. D'un côté, l'offre augmenterait d'environ un million de barils par jour et s'élèverait à 87,2 millions de barils par jour. Comme habituellement à cette période de l'année, la production augmenterait aux États-Unis de 300 000 barils par jour. De plus, des projets menés en Asie centrale aboutiraient et apporteraient un surcroît de production équivalent. De l'autre côté, la demande mondiale augmenterait encore légèrement avec les mois d'hiver. Elle serait principalement tirée par les économies émergentes alors que la demande des pays de l'OCDE se contracterait.

Au deuxième trimestre, le marché devrait se retrouver plus nettement excédentaire. L'offre diminuerait certes de 400 000 barils par jour : l'épuisement progressif des champs pétrolifères en Amérique du Nord et en Europe l'amputerait de 600 000 barils, alors que l'Opep produirait 200 000 barils par jour supplémentaires de GNL. Mais la demande diminuerait de plus d'un million de barils par jour, en raison de la fin de l'hiver dans les pays développés. Ainsi, sur l'ensemble du premier semestre 2009, le marché serait excédentaire.

2 - Prix du Brent et coût de transport des matières premières



Source : Financial Times

Un baril qui ne dépasserait pas 50 \$ à l'horizon de la mi-2009

Les perspectives d'un excédent d'offre en 2009 ont certainement contribué à ramener les prix du pétrole autour de 50 \$ à la fin de 2008. Si ces perspectives se vérifient, les prix du pétrole pourraient ainsi rester proches de ce niveau à l'horizon de la prévision : c'est l'hypothèse qui a été retenue dans cette note (cf. tableau 1). Si le ralentissement de la demande s'accroît encore ou si l'Opep n'arrivait pas à limiter sa production autant qu'annoncé, alors les prix du pétrole pourraient à court terme continuer à baisser. À l'inverse, les prémices d'une amélioration de la situation économique mondiale, entraînant un retournement des anticipations de la demande de pétrole, ou une baisse supplémentaire de l'offre de l'Opep pourraient à nouveau pousser à la hausse les prix du pétrole.

Une baisse des cours des matières premières

Les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont baissé au troisième trimestre (-4,8 %) après avoir augmenté au deuxième (+6,3 %). Cette baisse des cours concerne surtout les matières premières utilisées par le secteur industriel (-6,9 %), celles directement destinées à la consommation ayant moins reculé, en particulier les matières premières alimentaires (-3,8 %).

La baisse des prix alimentaires du troisième trimestre reflète en partie celle des biocarburants. En effet, la perspective d'un ralentissement de la demande mondiale d'énergie touche également la filière des biocarburants : les oléagineux et les céréales, dont une partie de la production est utilisée dans la fabrication de biocarburants, se sont dépréciés (respectivement -6,4 % et -16,7 %). En revanche, les prix du sucre, des denrées tropicales et de la viande bovine, principalement destinés à la consommation, ont augmenté.

Les prix des matières premières industrielles se sont fortement repliés. En effet, les cours des minéraux ont à nouveau diminué (-7,5 %). Les métaux non ferreux sont les principaux contributeurs à cette baisse (-8,4 %). Ils se sont tous dépréciés à l'exception du minerai de manganèse (+24,7 %) : le ralentissement de l'activité industrielle des pays de l'OCDE en a freiné la demande et l'offre est devenue excédentaire. D'ailleurs, le coût de transport maritime baisse très fortement (cf. graphique 2). La baisse des prix des métaux précieux s'est accentuée (-14,4 % au troisième trimestre après -4,8 %). Celle des matières premières minérales a été amortie par la hausse des prix des matières agro-industrielles (+3,5 %).

Les premières tendances sur le quatrième trimestre 2008 dessinent une accentuation de la baisse des prix des matières premières hors énergie. La baisse de la demande, liée à un ralentissement de l'activité plus marqué que prévu continue de peser sur les cours. ■

Tableau 1

Prix du baril de Brent

	Données trimestrielles										Données annuelles			
	2007				2008				2009		2006	2007	2008	2009 hyp.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
Baril de Brent en dollars	57,7	68,6	74,9	88,9	96,9	121,8	115,1	58,5	50,0	50,0	65,1	72,5	98,1	50,0
Taux de change euro-dollar	1,31	1,35	1,38	1,45	1,50	1,56	1,51	1,28	1,25	1,25	1,26	1,37	1,46	1,25
Baril de Brent en euros	44,1	50,8	54,4	61,3	64,6	78,1	76,3	45,7	40,0	40,0	51,9	52,6	66,2	40,0

Prévisions

Sources : Financial Times, Eurosysteme, Insee

Éclairage - Spéculation et prix du pétrole : un lien peu évident

Entre juillet 1997 et juillet 2008, les prix du pétrole ont été multipliés par 7. Sur la même période, le volume des contrats financiers sur les matières premières, dont le pétrole, a été multiplié par 23 (estimations Barclays). Ces contrats sont souvent mis en cause pour expliquer la récente envolée des cours. Mais la spéculation ne semble pas être à l'origine de cette envolée. L'évolution de l'offre et de la demande finale de pétrole reste le déterminant essentiel de l'évolution des cours.

La spéculation permet d'intégrer au prix actuel les anticipations sur les prix futurs

Il existe deux manières de spéculer sur les prix du pétrole : la spéculation physique et la spéculation financière.

La spéculation physique nécessite de stocker du pétrole. Elle consiste à comparer à une date t le prix du pétrole avec les anticipations de ce prix, $E_t P_{t+1}$. Si le prix anticipé est supérieur au prix actuel d'un montant au moins égal au coût de stockage (C_t), acheter du pétrole en t , le stocker, puis le revendre en $t+1$ au prix P_{t+1} est une stratégie bénéficiaire. S'il y a suffisamment d'acteurs sur le marché, stratégies bénéficiaires et déficitaires s'annulent. De sorte que la relation entre le prix actuel et le prix anticipé s'écrit⁽¹⁾ :

$$E_t P_{t+1} = P_t + C_t \quad (1)$$

La spéculation financière ne nécessite pas de détenir physiquement du pétrole. L'investisseur intervient sur le marché pétrolier en achetant ou vendant soit des contrats au comptant, soit des contrats à terme. Dans les premiers, le prix est déterminé le même jour que l'achat et la vente. Dans les seconds, le produit est livré à la date $t+1$ à un prix convenu en t . Par exemple, un offreur vend aujourd'hui du pétrole livrable dans un mois. Ce type de contrat s'appelle un *future*⁽²⁾. Pour spéculer sur une période entre t et $t+1$, l'investisseur s'engage en t à vendre en $t+1$ du pétrole à un prix F_t . En $t+1$, il devra acheter du pétrole sur le marché comptant à un prix P_{t+1} pour le revendre au prix convenu F_t . Il fait un bénéfice si $P_{t+1} < F_t$. Dans ce mécanisme, l'investisseur n'a aucun besoin de stocker le pétrole puisqu'il se le procure uniquement au moment où il doit le transmettre à son acheteur.

La spéculation peut aussi porter sur le *future* lui-même. Lorsque le prix anticipé est supérieur au prix du *future*, l'opérateur réalise un bénéfice en achetant un *future* en t , puis en revendant le pétrole correspondant au moment de sa livraison, en $t+1$. Inversement, si l'opérateur anticipe un prix inférieur à celui du *future*, il aura intérêt à vendre en t un *future* dont il honorera la livraison en se fournissant sur le marché comptant à $t+1$. S'il y a suffisamment d'acteurs sur le marché, le prix des *futures* F_t sera égal à l'anticipation en t du prix du pétrole en $t+1$:

$$F_t = E_t P_{t+1} \quad (2)$$

En combinant les équilibres obtenus par les deux types de spéculation, on obtient :

$$F_t = E_t P_{t+1} = P_t + C_t \quad (3)$$

Les prix des *futures* et les prix sur le marché comptant sont donc liés, la variation de l'un entraînant celle de l'autre, pour un coût de stockage donné. Au travers des arbitrages sur les marchés pétroliers, les cours au comptant intègrent les anticipations. Cela rend plus efficace la répartition dans le temps des ressources (ici argent et pétrole), que les économistes appellent « allocation inter-temporelle ».

La stabilité des stocks depuis 2001 semble mettre la spéculation financière hors de cause

Mais cette relation directe entre prix actuel et prix anticipé permet aussi, en théorie, la formation d'une bulle spéculative. Imaginons que les opérateurs anticipent une hausse des prix du pétrole. Ils prendront alors des positions qui doperont le prix des *futures* via la spéculation financière. Dans un deuxième temps, cette hausse du prix des *futures*, due aux seules anticipations des opérateurs « financiers », se transmettra aux prix au comptant via la spéculation physique.

Dans ce mécanisme, une hausse durable du prix des *futures* due à la spéculation devrait provoquer une hausse des stocks physiques (Hamilton, 2008). En effet, les raffineurs, qui constituent la demande physique de pétrole, ont le choix, pour leur production d'essence à venir, entre acheter du pétrole à terme et l'acheter aujourd'hui pour le stocker. Voyant la hausse des cours à terme, ils s'orienteront plutôt vers des achats au comptant, le plus tôt possible. Ils stockeront donc massivement. Ainsi, les prix au comptant augmenteront jusqu'à ce que la relation (1) soit vérifiée. Dans le même temps, les stocks de pétrole augmenteront. Or, les stocks des pays de l'OCDE⁽³⁾ sont restés stables depuis 2001 (cf. graphique 1).

Cette stabilité des stocks laisse à penser que la spéculation n'aurait pas eu d'impact sur les prix du pétrole. Seuls les changements des déterminants fondamentaux des cours, offre et demande, et de leurs anticipations auraient influencé les cours (Krugman, 2008). Les prix des *futures* étant notamment basés sur des prévisions d'offre et de demande, un ralentissement de l'activité plus marqué que prévu aurait par exemple entraîné une révision de la demande de pétrole et donc une forte baisse du prix.

(1) On néglige ici l'actualisation par les taux d'intérêt à un mois.

(2) Un *future* est un contrat à terme signé dans le cadre d'un marché organisé. Les deux contractants payent une avance immédiatement à l'organisateur du marché, sorte de coût d'entrée (*margin requirement*). Si un acteur fait défaut, la structure de marché s'engage à le remplacer. Le *future* permet de réduire l'incertitude du coût de l'approvisionnement pour les entreprises.

(3) La fiabilité des données de stocks est toutefois modérée. Depuis 2005, la présence de *futures* plus chers que le prix *spot* sans augmentation des stocks, pourrait ainsi laisser penser qu'il existe des stocks cachés, en tout cas non comptabilisés dans les statistiques.

Un lien empirique faible entre spéculation et prix du pétrole

Les études empiriques confirment qu'il n'y a pas de lien flagrant entre spéculation et mouvement de prix du pétrole. Par exemple, les positions nettes des spéculateurs⁽⁴⁾ étaient orientées à la baisse de janvier à juin 2008, période pendant laquelle le cours du pétrole a fortement augmenté. Une étude du FMI (2008) généralise ce résultat à toutes les matières premières cotées à terme : les hausses de leurs cours semblent indépendantes des volumes des positions acheteuses.

La relation entre spéculation et mouvement de prix a également été testée économétriquement (FMI, 2006) : les liens de causalité entre investissements spéculatifs et niveaux des prix sont faibles. Une comparaison a été faite entre les hausses des prix des matières premières qui sont cotées à terme et les hausses des prix de celles qui ne le sont pas : les hausses sont similaires pour ces deux types de matières premières (FMI,

2008). Les prix semblent donc avoir augmenté non pas par la financiarisation de certaines matières premières, mais plutôt par leur forte demande mondiale (De Meo et Suni, 2008).

La spéculation a également été incriminée dans la volatilité et dans les mouvements conjoints des prix des matières premières en raison de la diversification des portefeuilles financiers. Elle pourrait avoir eu un impact sur la volatilité des cours des matières premières. Celle-ci a globalement augmenté depuis 2003, année de l'essor des marchés financiers des matières premières. Néanmoins, la volatilité a diminué pour le pétrole sur cette période. Le parallélisme des mouvements entre le pétrole et les autres matières premières s'est affaibli depuis 2003. Sur ce critère là aussi, la spéculation ne semble pas avoir changé le fonctionnement du marché pétrolier.

Au total, le lien entre spéculation et variation de prix du pétrole est difficile à établir empiriquement. Le constat économétrique est plus délicat à faire : les tests visant à montrer l'existence d'une bulle dépendent fortement des spécifications et sont donc difficiles à interpréter. ■

(4) Les données utilisées dans les études sont les positions non commerciales du NYMEX, marché de contrat à terme de New York, fournies par la CFTC (Commodities Futures Trading Commission).

Bibliographie

Hamilton J. (2008), « Understanding Crude Oil Prices », Université de Californie. Révisé le 7 novembre 2008. http://dss.ucsd.edu/~jhamilton/understand_oil.pdf.

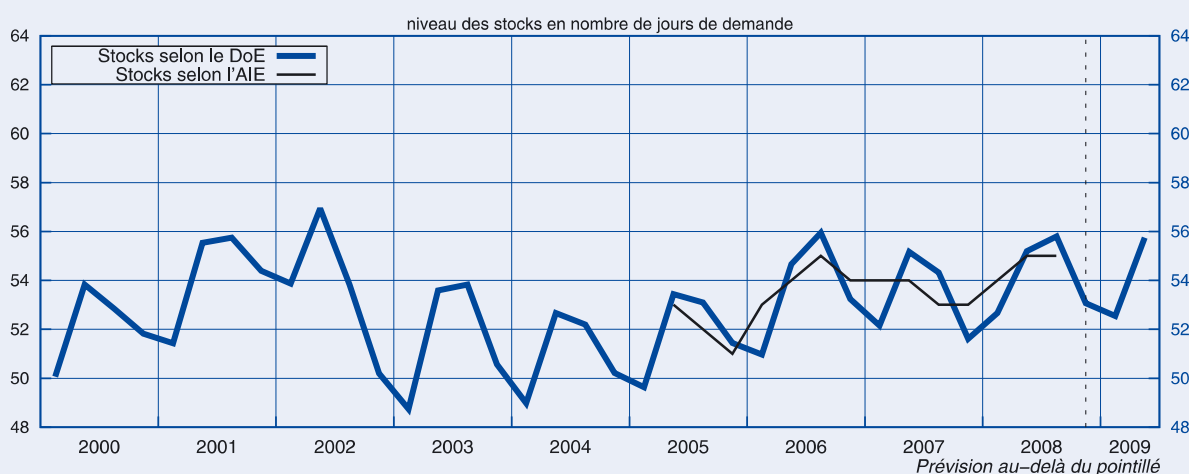
Krugman P. (2008), « The Oil Non-Bubble », article du New York Times du 12 mai 2008. <http://www.nytimes.com/2008/05/12/opinion/12krugman.html>

FMI (2008), « Does financial investment affect commodity price behavior? », Box 3.1 du chapitre 3, *World Economic Outlook* octobre 2008.

FMI (2006), « Has speculation contributed to higher commodity prices? », Box 5.1 du chapitre 5, *World Economic Outlook* septembre 2006.

De Meo E. et Suni P. (2008), « Speculation and commodity prices », Box 1, *World commodity price 2008-mid 2010, rapport semestriel de l'AIECE* novembre 2008.

Stocks de pétrole des pays de l'OCDE



Sources : DoE (Department of Energy, États-Unis), AIE (Agence internationale de l'énergie) et calculs Insee

Marchés financiers

Aux États-Unis comme en zone euro, les banques centrales ont baissé leurs taux directeurs. Plusieurs éléments le justifient. Les derniers chiffres d'activité et les perspectives de croissance se sont en effet très nettement dégradés, alors que la crise financière s'accroissait. Par ailleurs, la baisse attendue de l'inflation d'ici la fin de l'année 2008 et le milieu de l'année 2009, du fait notamment du reflux des cours des matières premières, relâche les contraintes sur les politiques monétaires. Aussi la poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE et de la Fed est-elle probable.

Les tensions sur les marchés interbancaires persistent, même si elles ont nettement diminué par rapport au pic qui a suivi la faillite de Lehman Brothers. Les banques centrales ont diminué leurs taux directeurs, alimenté les marchés en liquidités et assoupli les conditions auxquelles elles accordent ces liquidités. Ces actions ont été complétées par l'intervention des États des principales économies de l'OCDE. Ceux-ci ont engagé des sommes importantes pour garantir les crédits interbancaires ou améliorer le bilan des banques. Toutefois, des difficultés de financement bancaire persistent et elles se répercutent sur les conditions d'octroi de crédit par les banques.

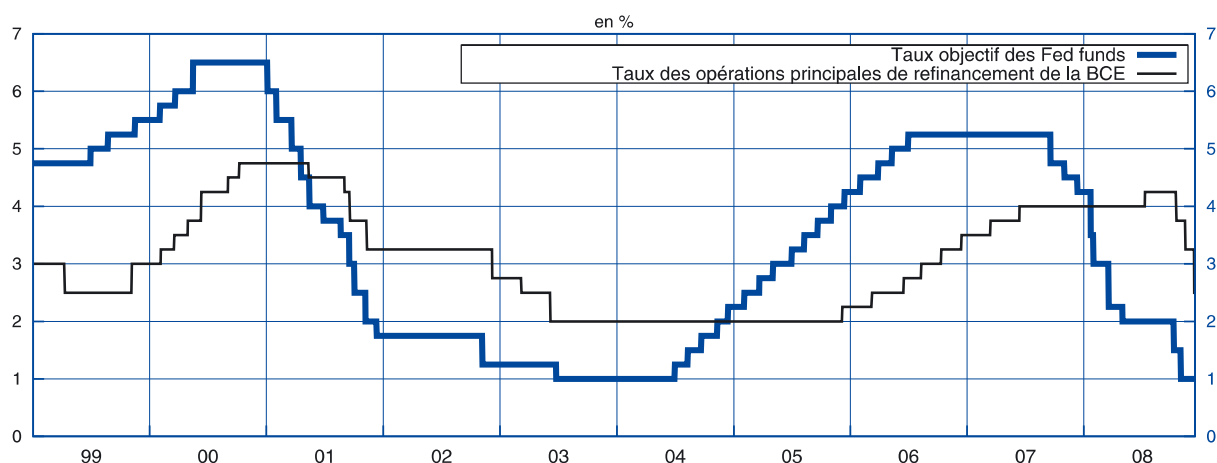
Sur le marché des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue est de 1,25 dollar pour un euro.

De nouvelles baisses de taux attendues de la Fed et de la BCE

Entre septembre 2007 et septembre 2008, la Réserve fédérale américaine (Fed) avait massivement baissé ses taux : 325 points de base en cumulé. Le 8 octobre, elle a procédé à une nouvelle baisse, de 50 points de base, de concert avec d'autres grandes banques centrales, notamment la BCE, la Banque d'Angleterre et la banque centrale du Canada. Elle a recommencé le 29 octobre (cf. graphique 1). Une nouvelle baisse est attendue lors de sa réunion du 16 décembre.

Les perspectives assombries de croissance et le regain de tensions sur les marchés financiers rendaient une action nécessaire. Par ailleurs, les pressions inflationnistes devraient s'apaiser dans les prochains trimestres, du fait de la dégradation de la conjoncture et de la baisse des prix des matières premières. Elles ne seraient donc plus un obstacle à l'assouplissement de la politique monétaire. La baisse attendue de l'inflation et la dégradation de la conjoncture, mesurée notamment par le taux d'utilisation des capacités de production, devraient se traduire par une nouvelle baisse des taux directeurs d'ici la fin du premier semestre 2009. Nous l'estimons à 50 points de base, au moins, au regard du comportement passé de la Fed (cf. dossier « Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed ? »).

1 - Taux directeurs de la Fed et de la BCE



Source : DataInsight

Après la baisse concertée du 8 octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a de nouveau diminué ses taux de 50 points de base le 6 novembre, puis de 75 points de base le 4 décembre. Comme la Fed, la BCE devrait être amenée à baisser ses taux directeurs en raison de la baisse anticipée de l'inflation, qui a déjà reflué à 2,1 % en glissement annuel en novembre contre 4,0 % en juillet dernier, et de la dégradation de la conjoncture, telle que captée par le taux d'utilisation des capacités de production et l'écart entre la production et la production potentielle. Ils pourraient ainsi descendre en dessous de 2 % à la fin du premier semestre 2009 (cf. dossier « Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed ? »).

Si l'intervention de la Banque d'Angleterre du 6 novembre était attendue, son ampleur a surpris les analystes : la diminution du taux directeur de 150 points de base le ramène à 3 %. Elle l'a ensuite baissé à 2 % le 4 décembre. Le rapport sur l'inflation de la Banque d'Angleterre permet de mieux comprendre l'ampleur de ces baisses, et amène même à penser que de nouvelles baisses pourraient intervenir. L'institut d'émission prévoit en effet une contraction de l'activité de l'ordre de 1,3 % en 2009, les perspectives d'inflation à l'horizon de deux ans se situant par ailleurs à 1,0 %, soit un point en dessous de la cible d'inflation.

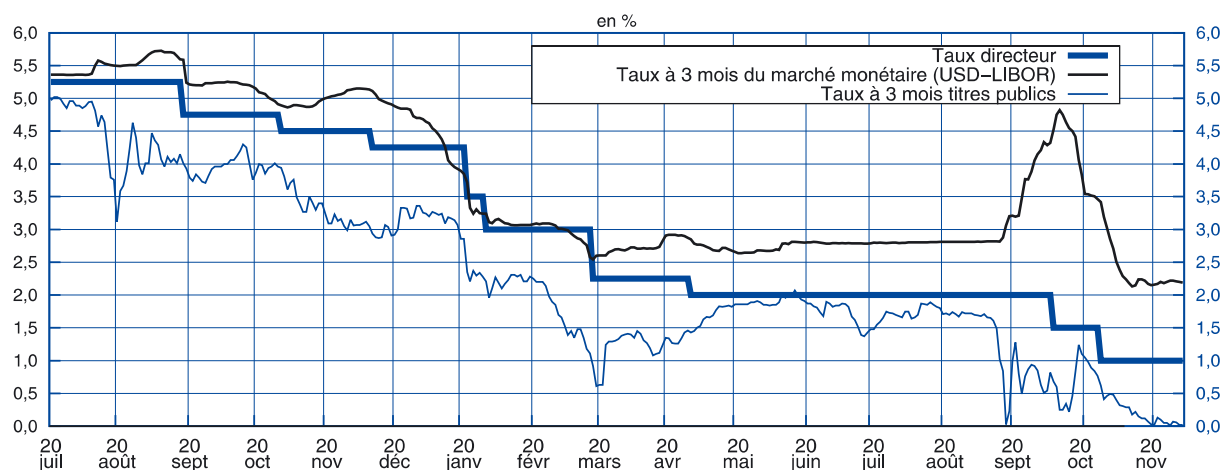
Au Japon, la diminution du taux directeur le 31 octobre, de 0,5 % à 0,3 %, a également été une surprise. En effet, la Banque du Japon ne s'était pas associée à la baisse concertée du 8 octobre du fait des marges limitées de baisse de son taux directeur. Cependant, les perspectives de croissance défavorables, les pressions à la baisse des prix et la volonté d'enrayer la hausse du yen l'ont amenée à diminuer son taux directeur fin octobre.

Les États complètent l'action des banques centrales pour soutenir les banques

Les principales banques centrales ont régulièrement injecté des liquidités depuis le début de la crise et ont abaissé leurs taux directeurs de façon conséquente. Les États ont complété l'action des banques centrales pour rétablir la confiance des agents, à la suite du regain de turbulences qu'a entraîné la faillite de Lehman Brothers.

L'action des États a pris des formes différentes suivant les pays. Aux États-Unis, le « plan Paulson » prévoit une enveloppe de 700 milliards de dollars qui était destinée à l'origine à racheter les actifs « toxiques » des banques. Ce plan posait plusieurs problèmes, comme la définition du prix des actifs en l'absence de prix de marché. Il a été réorienté afin notamment de recapitaliser le système bancaire américain, de soutenir l'accès des consommateurs au crédit et de réduire les saisies immobilières. En Europe, les actions ont pris différentes formes : créations de fonds de garantie des prêts interbancaires ; achats d'actions ou d'actifs proches (titres subordonnés ou obligations convertibles) émis par les banques, afin de renforcer leurs fonds propres et de laisser ouvertes les lignes de crédit aux entreprises et aux particuliers ; garanties apportées aux établissements importants. Enfin, au Royaume-Uni, plusieurs grandes banques ont été nationalisées de fait.

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



Source : DataInsight

Des tensions sur les marchés interbancaires persistantes bien qu'en net repli

La faillite de Lehman Brothers a été le prélude à un pic de tension sur le marché monétaire (cf. *éclairage*). L'écart entre le taux à trois mois du marché monétaire (USD-LIBOR) et le taux des *Fed funds* a ainsi dépassé temporairement les 300 points de base, un niveau record depuis au moins 1990, très au-dessus de sa moyenne de long terme⁽¹⁾ (cf. *graphique 2*). La crise financière a en effet redoublé d'intensité. En n'empêchant pas la faillite de la grande banque d'investissement américaine, les autorités publiques américaines entendaient notamment exercer un effet dissuasif sur les prises de risque des agents financiers (limitation de « l'aléa moral »). Mais l'incertitude sur la solidité des intervenants financiers s'en est trouvée considérablement accrue. Les provisions que continuent de passer les banques et la poursuite des faillites bancaires (une vingtaine d'établissements pour l'instant aux États-Unis) entretiennent également cette incertitude.

Il aura fallu l'intervention conjointe des principales banques centrales et des États (cf. *éclairage*) pour diminuer les tensions sur les marchés monétaires. Toutefois, l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et les taux directeurs anticipés⁽²⁾ reste important : il est supérieur à 150 points de base.

Quoique le taux directeur américain se situe actuellement à un niveau faible, l'écart entre ce taux directeur et les taux à trois mois des titres publics (cf. *graphique 2*) augmente à nouveau pour s'ap-

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

(2) Tels qu'ils peuvent être estimés par les *Overnight Index Swap* de même maturité.

procher des 100 points de base début décembre, ce qui signale que les tensions sur le marché monétaire et la fuite vers la qualité se poursuivent.

La fuite vers la qualité peut également s'observer sur des échéances plus longues : les *spreads* entre les rémunérations des obligations des entreprises et les obligations publiques atteignent des niveaux très élevés aux États-Unis et en Allemagne (cf. *graphique 3*). Ce niveau de *spread* rend très onéreuses les nouvelles émissions obligataires des entreprises, ce qui peut expliquer qu'elles privilégient les crédits bancaires. Ce report concernant essentiellement les grandes entreprises, les plus petites pourraient avoir de plus grandes difficultés à accéder au crédit.

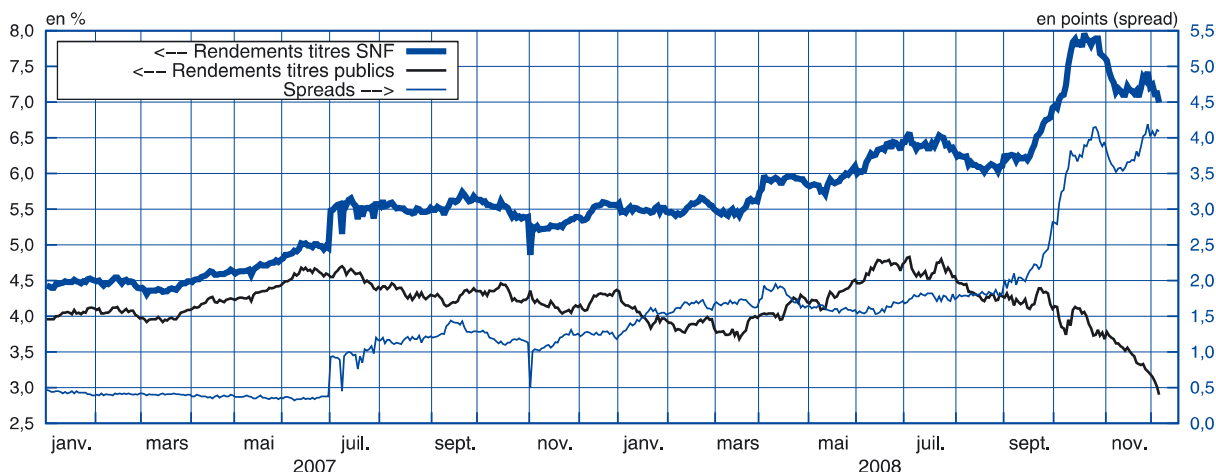
À l'horizon du premier semestre 2009, les tensions monétaires ne pourraient se normaliser que progressivement : les incertitudes continuent de peser sur les établissements financiers, malgré les provisions déjà passées et les garanties apportées par les pouvoirs publics.

Le durcissement des conditions de financement bancaire se poursuit

Les conditions de financement bancaire consenties aux ménages et aux entreprises se durcissent dans les pays industrialisés.

Aux États-Unis, les conditions d'octroi des prêts se sont resserrées ces derniers mois pour les crédits aux entreprises, selon le *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* réalisé par la Fed en octobre 2008. Environ 95 % des banques ont déclaré avoir durci leurs conditions d'oc-

3 - Allemagne : rendement des émissions obligataires des sociétés non financières (SNF) et des émissions publiques et spread



Source : Bundesbank

trois de crédits industriels et commerciaux aux entreprises de taille importante ou moyenne ; elles sont 90 % à l'avoir fait pour les entreprises de petite taille. Pour les prêts immobiliers aux ménages, le pourcentage de banques ayant durci leurs conditions reste élevé mais il baisse par rapport à l'enquête de juillet : 70 % après 75 %. Les prêts liés aux cartes de crédit ont également fait l'objet de restrictions, les banques anticipant un environnement économique moins favorable.

Le durcissement des conditions de prêts est également perceptible au Royaume-Uni. Dans son *Credit Conditions Survey* du troisième trimestre, la Banque d'Angleterre continue de rapporter un pourcentage élevé de banques durcissant leurs conditions de crédit : 36 % pour les crédits aux entreprises (après 32 % au deuxième trimestre), 39 % pour les crédits aux ménages, chiffre en diminution (47 % au deuxième trimestre). Les prévisions pour le quatrième trimestre semblent moins défavorables (respectivement 9 % et 17 %) ; mais les prévisions précédentes avaient sous-estimé les chiffres finalement déclarés pour les trimestres courants.

En zone euro, la part des banques indiquant avoir resserré les conditions d'octroi du crédit aux entreprises a augmenté au troisième trimestre de 22 points et devrait se stabiliser au quatrième trimestre, selon le *Bank Lending Survey*. La dégradation de l'environnement économique et la détérioration des perspectives des entreprises sont les facteurs principaux invoqués par les banques pour justifier le durcissement du crédit. S'agissant des crédits immobiliers et des autres crédits aux ménages, la part des banques ayant durci leurs conditions a augmenté au troisième trimestre (de 6 points pour chaque type de crédit). Elle devrait de nouveau augmenter au quatrième trimestre (de 9 et 13 points respectivement).

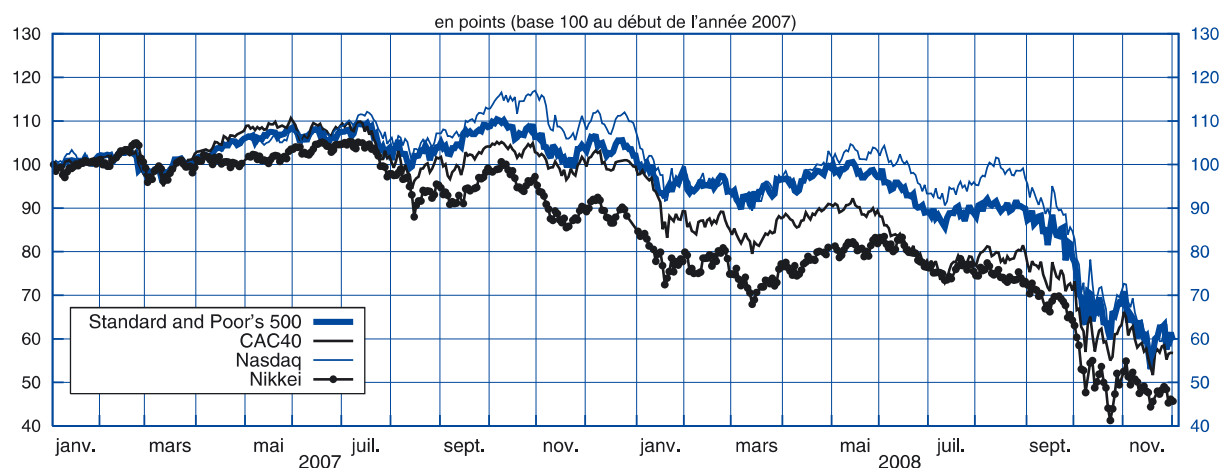
En France, les établissements financiers ont nettement durci leurs conditions de crédit depuis la rentrée selon l'enquête de la Banque de France. La hausse la plus notable concerne les PME : 83 % des établissements financiers indiquent avoir durci leurs conditions au troisième trimestre, après 33 % au deuxième trimestre. D'ici la fin décembre, les entreprises devraient affronter un nouveau durcissement des conditions d'emprunt de la part de deux tiers des banques⁽³⁾. En ce qui concerne le crédit à l'habitat, 67 % des banques déclarent imposer des conditions de crédit plus sévères à leur clientèle.

Ce durcissement général des conditions d'octroi a toutefois des effets encore limités sur les volumes de crédits accordés dans certains pays. En France, le volume des crédits nets des remboursements obtenus par les sociétés non financières ne ralentit que lentement. En octobre, leur endettement sous forme de crédit croît toujours à un rythme élevé : 12,7 %, après 12,3 % en septembre. Les montants de nouveaux crédits reçus par les sociétés non financières restent également élevés : 309,6 milliards d'euros en cumul sur 12 mois en octobre 2008 contre 308,2 milliards d'euros en octobre 2007. Il est vrai que, par ailleurs, les émissions nettes de titres des sociétés non financières (titres de créance ou actions) sont devenues très faibles.

Les financements accordés aux ménages sont en décélération régulière depuis la fin de l'année 2007. Leur endettement croît de 7,9 % en octobre après 8,7 % en septembre. Le crédit à l'habitat reste assez dynamique : +9,4 % après +10,1 %.

(3) Il convient toutefois de noter que ce sondage a été réalisé pour l'essentiel avant l'annonce le 13 octobre du plan de soutien au secteur bancaire visant à faciliter leur accès au financement.

4 - Indices boursiers



Source : DataInsight

Les montants de nouveaux crédits reçus par les ménages baissent toutefois nettement, à 171,3 milliards d'euros en cumul sur 12 mois en octobre 2008 contre 203,5 milliards d'euros un an plus tôt.

Les marchés actions restent déprimés et défavorables aux nouvelles émissions

Après un rebond temporaire au milieu du troisième trimestre, les principaux indices boursiers ont chuté à partir du mois de septembre (cf. graphique 4) : ils ont notamment pâti du surcroît d'aversion au risque entraîné par le regain d'intensité de la crise financière. Les valeurs financières ou immobilières ont entraîné avec elles la plupart des autres secteurs, certains d'entre eux étant de surcroît touchés par des facteurs spécifiques (chute du cours des matières premières, ralentissement des commandes d'automobiles...).

Le dollar est soutenu par la faveur dont bénéficient les titres publics américains

À partir de septembre, l'euro s'est progressivement déprécié vis-à-vis du dollar et du yen après avoir atteint des niveaux record par rapport à ces devises. La monnaie européenne s'est stabilisée au début du mois de novembre. Entre septembre et novembre, le dollar a ainsi gagné plus de 12 % face à l'euro. En revanche, la livre sterling, qui s'était stabilisée par rapport à l'euro, s'est fortement dépréciée depuis le début du mois de novembre.

Par ailleurs, la défiance des marchés vis-à-vis des actifs risqués renforce l'attrait des titres publics américains dont les souscriptions en dollar soutiennent le cours du billet vert.

La prévision repose sur l'hypothèse conventionnelle d'un maintien de l'euro autour de ses niveaux les plus récents, soit 1,25 dollar. ■

Éclairage - Des marchés monétaires tendus mais pas forcément en manque de liquidités

En septembre 2008, la faillite de la banque d'affaire Lehman Brothers a exacerbé la crise financière. Sur les marchés monétaires, où les banques se refinancent, les taux se sont envolés par rapport aux taux directeurs des banques centrales. Ces dernières ont alors augmenté sensiblement les liquidités accordées aux banques commerciales, acceptant en contrepartie des actifs moins sûrs. Ces liquidités correspondent à du refinancement à court terme pour les banques, et leur permettent de faire face à leurs échéances immédiates. Les banques, notamment françaises, ont également recouru aux émissions de titres. Elles ont trouvé assez facilement des souscripteurs, paradoxalement des sociétés non financières. Le problème des marchés monétaires semble donc lié à un manque de confiance entre les acteurs financiers et à un déficit de transparence sur la qualité des contreparties, plutôt qu'à un manque de liquidités.

Le marché interbancaire est essentiel aux banques car il leur permet de se refinancer

Le marché monétaire est le segment des marchés financiers sur lequel s'échangent des financements à court terme, le plus souvent à horizon de quelques jours ou de quelques semaines. Le terme de « marché monétaire » recouvre en fait plusieurs types de marchés, selon que l'acception est entendue dans un sens plus ou moins large.

Au sens strict, le marché monétaire s'entend comme le marché interbancaire : c'est le cadre des refinancements à court terme entre banques privées, ou entre banques privées et banque centrale.

Pour satisfaire leurs besoins de financement à court terme, les banques ont également recours au marché monétaire élargi. Il dépasse le seul marché interbancaire pour inclure les émissions et les souscriptions de titres de créance à court terme. Ce marché est également large dans le sens où tous les secteurs institutionnels, financiers ou non, peuvent émettre ou souscrire ce type de titres.

Le marché interbancaire est tendu depuis le début de la crise des subprimes

Depuis l'été 2007, au début de la crise des subprimes, les échanges entre banques commerciales ont progressivement diminué, du fait d'un manque de confiance lié aux difficultés d'évaluation de la qualité des actifs détenus. Il en a résulté une période de tension sur les taux du marché interbancaire.

La différence, ou *spread*, entre les taux du marché interbancaire et le taux directeur de la banque centrale est un premier révélateur des tensions. Les taux interbancaires utilisés pour calculer le *spread* sont en général l'Euribor (dans la zone euro) et le Libor (*London Inter Bank Offered Rate*) dans les différentes devises (dollar, yen...) car Londres constitue une référence même pour des pays tels que les États-Unis ou le Japon⁽¹⁾. Ces taux ont fait l'objet de critiques du fait de leur mode de calcul : ils s'appuient sur les déclarations d'un échantillon de banques. Ils n'en constituent pas moins une indication utile des tendances et des mouvements actuels.

(1) Dans ce dernier pays, il y a ainsi traditionnellement deux taux de référence : le Libor en yens et le Tibor (*Tokyo Inter Bank Offered Rate*).

À l'aune de cet indicateur, la crise actuelle était notable dès le mois d'août 2007 : le niveau du *spread* était supérieur à sa moyenne de long terme⁽²⁾, même s'il est resté jusqu'en septembre 2008 inférieur à ses plus hauts historiques⁽³⁾. Au mois de septembre 2008, la faillite de Lehman Brothers a augmenté la défiance entre banques et a poussé les *spreads* à des niveaux record (cf. graphique 1).

Un deuxième indicateur signale un niveau élevé de tension : le *TED spread*⁽⁴⁾, qui mesure l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et le taux d'intérêt des titres d'État à trois mois. Ces titres publics peuvent en effet constituer une référence en ce sens que, la probabilité de défaut de l'État étant minime, ils servent les rémunérations les plus faibles. Les titres publics ayant bénéficié d'une « fuite vers la qualité » du fait d'une plus grande aversion au risque des investisseurs, leur rémunération a encore diminué. Dans le même temps, les taux interbancaires montaient : le *TED spread* a ainsi crû fortement (cf. graphique 2 de la fiche marchés financiers).

En France, les banques s'adressent à la banque centrale et au marché monétaire élargi

Pour combler leurs besoins de refinancement, les banques ont lancé des initiatives, avec des succès divers. Par exemple, huit banques coopératives européennes ont constitué un marché interbancaire parallèle au sein de « l'Unico Banking Group ». Mais c'est l'appel aux banques centrales et au marché monétaire élargi qui a permis aux banques de trouver les refinancements nécessaires qu'elles ne s'accordaient plus entre elles.

Dès le mois d'août 2007, pour faire face aux besoins des banques à court terme, les principales banques centrales (Fed, BCE) ont augmenté les montants de liquidités apportés aux banques commerciales.

Dans le cas de la France, les établissements de crédit ont sensiblement accru leur refinancement direct auprès de la Banque de France (+35,4 milliards d'euros sur l'année 2007, après -6,4 milliards en 2006).

En échange des liquidités apportées, les banques centrales ont dû élargir la gamme des actifs acceptés en contrepartie. Cela a contribué à déformer leur bilan, où la part des actifs sûrs a diminué. Dans le cas de la Fed, par exemple, la part des emprunts d'État américains est passée de presque 90 % avant la crise à environ 40 % des actifs fin septembre 2008. En échange, les banques centrales ont bénéficié d'un surcroît de rémunération de la part des banques commerciales, les opérations de refinancement portant intérêt.

Par ailleurs, les banques ont pu se tourner vers le marché monétaire élargi, en émettant des titres de créance négociables même si ces émissions ont été rendues temporairement plus difficiles après la faillite de Lehman Brothers. Les institutions financières françaises sont traditionnellement des émettrices importantes de la zone euro. Depuis le déclenchement de la crise, elles représentent environ la moitié des émissions nettes de la zone, qui ont crû fortement (cf. graphique 2). Dans le même temps, en France, les autres acteurs, dont les entreprises, n'ont pas augmenté sensiblement leurs émissions depuis la crise.

Ceux qui ont répondu à ce surcroît d'émission semblent être, en France, la banque centrale, mais aussi, de façon paradoxale, les sociétés non financières⁽⁵⁾ (cf. graphique 3). Elles ont ainsi pris le relais des non-résidents et du secteur financier résident. Certaines sociétés non financières peuvent trouver là le moyen de placer leurs excédents de liquidités tout en bénéficiant d'une rémunération supérieure à celle des titres publics.

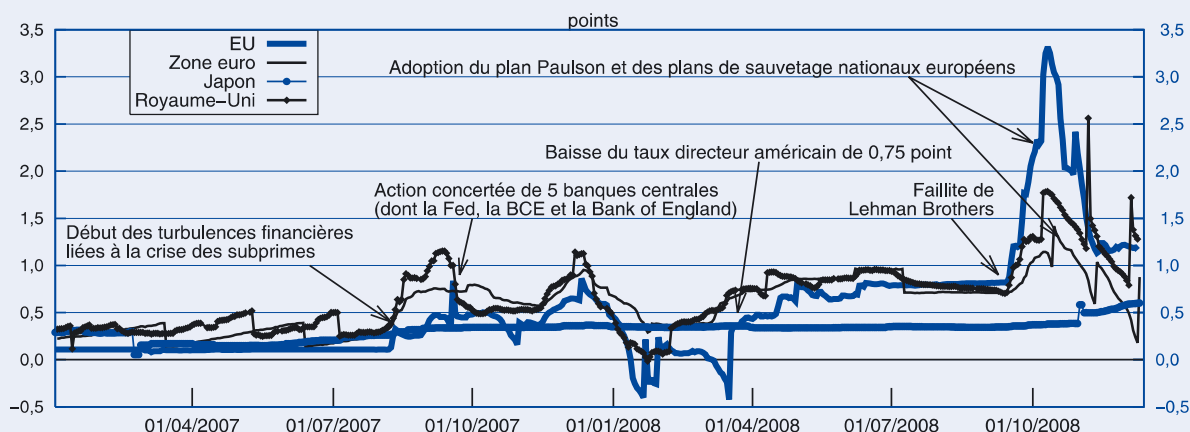
(2) Calculé depuis le milieu de l'année 1990, l'écart moyen s'élève environ à 25 points de base aux États-Unis.

(3) L'écart maximum depuis 1990 datait de la fin de l'année 1990 (125 points de base).

(4) TED est un acronyme composé de deux termes : les *Treasury-Bills* (désignant les bons du Trésor à court terme) et le « ED » de « eurodollar », correspondant au contrat interbancaire Libor à trois mois en dollars.

(5) Du moins jusqu'au deuxième trimestre 2008, date de disponibilité des derniers comptes financiers trimestriels.

1 - États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon : écart entre les taux du marché interbancaire à 3 mois et le taux de référence de la banque centrale



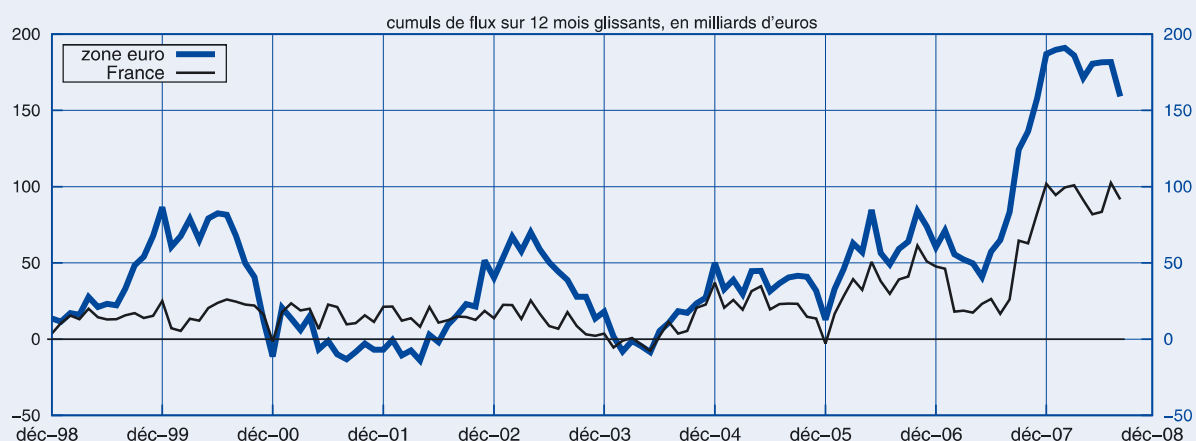
Source : DataInsight

Aux États-Unis, la Fed est également intervenue pour soutenir les marchés des titres de créances à court terme (*commercial paper*). Elle a débloqué 540 milliards de dollars fin octobre 2008 afin d'encourager les fonds monétaires à souscrire aux émissions de *commercial paper* des banques et des entreprises.

Au total, le problème sur les marchés monétaires ne semble pas tenir à un déficit de liquidités au sens strict. Il semble plutôt lié à un manque de confiance entre les acteurs financiers et à un défaut de transparence sur la qualité des contreparties⁽⁶⁾. Les garanties que les États européens ont apportées aux prêts interbancaires contribuent à traiter ce problème, comme en témoigne la chute des *spreads* qui a suivi l'annonce des plans européens (cf. graphique 1). ■

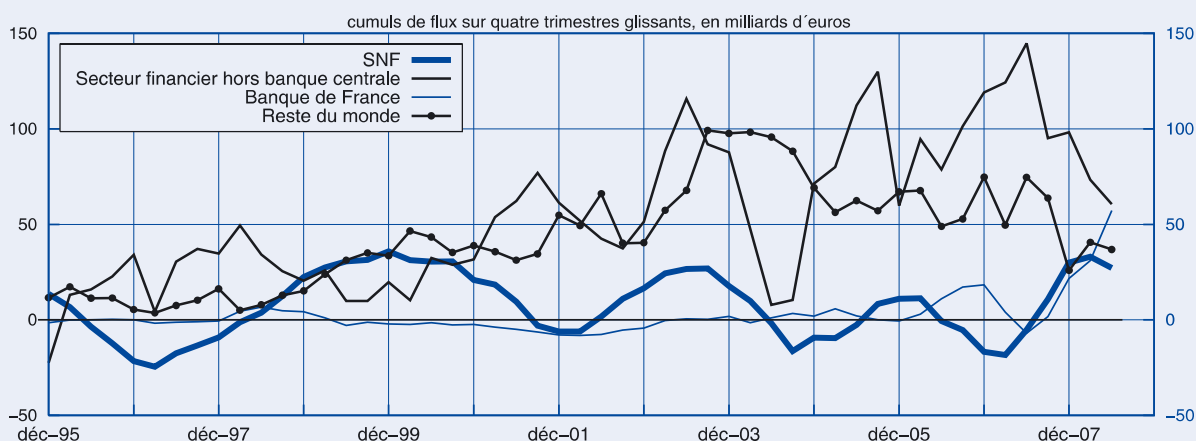
(6) À ce sujet, cf. par exemple l'interview de l'économiste Anna Schwartz, disponible sur le lien <http://online.wsj.com/article/SB122428279231046053.html> : *Incertainty, says Ms. Schwartz, is «the basic problem in the credit market. Lending freezes up when lenders are uncertain that would-be borrowers have the resources to repay them. So to assume that the whole problem is inadequate liquidity bypasses the real issue.»*

2 - Zone euro et France : émissions de titres de créances à court terme des institutions financières et monétaires



Source : BCE

3 - France : souscription de titres de créances négociables



Source : comptes nationaux financiers trimestriels, Banque de France

États-Unis et Royaume-Uni

De la mi-2008 à la mi-2009, l'économie américaine connaîtrait quatre trimestres de contraction. La dégradation de l'emploi, la diminution des revenus et la baisse de la richesse des ménages pèseraient sur leur demande (investissement en logement et consommation). En outre, les exportations ralentiraient, du fait de la diminution de la demande mondiale et de la récente appréciation du dollar face aux devises européennes.

Au Royaume-Uni, l'activité diminuerait fortement au quatrième trimestre. En effet, les conditions de crédit se dégradent, la construction résidentielle continue de chuter et la consommation des ménages serait grevée par la baisse de leur richesse. Néanmoins, cette contraction s'atténuerait légèrement à l'horizon du deuxième trimestre 2009, notamment sous l'effet du plan de soutien adopté cet automne.

L'activité américaine se replierait nettement

L'économie américaine se contracterait au cours des trois trimestres à venir. D'une part, la consommation et l'investissement résidentiel continueraient de se replier d'ici à la mi-2009. La

dégradation du marché du travail entraînerait une baisse du revenu des ménages. Ainsi, alors que 1,2 million d'emplois ont déjà été supprimés entre août et novembre, les pertes d'emploi se poursuivraient. Par conséquent, le pouvoir d'achat des ménages diminuerait (-0,3 % par trimestre), malgré le reflux de l'inflation. En outre, leur richesse serait encore érodée par la détérioration des marchés immobiliers et boursiers, qui s'est amplifiée après l'été : jointe au durcissement des conditions de crédit, cette érosion de la richesse conduit les ménages à augmenter leur épargne (cf. graphique 1) et limite leur capacité d'emprunt adossé à l'immobilier.

D'autre part, les exportations devraient nettement décélérer du fait du ralentissement de la demande mondiale et de la récente appréciation du dollar face à l'euro, qui pèse sur la compétitivité des entreprises américaines. Enfin, confrontées à la baisse de leurs débouchés et au durcissement de leurs conditions de financement, les entreprises réduiraient leurs stocks et elles repousseraient de nombreux investissements.

Toutefois, la baisse de la demande des ménages et des entreprises pourrait progressivement s'atténuer, sous l'hypothèse que l'action des pouvoirs publics permette une certaine normalisation des

Tableau 1

États-Unis : équilibre ressources-emplois en volume

en %

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	0,0	1,2	1,2	0,0	0,2	0,7	-0,1	-1,0	-0,5	-0,3	2,0	1,3	-1,4
Dépenses de consommation des ménages (70 %)	1,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	-0,8	-1,0	-0,7	-0,3	2,8	0,3	-2,1
Investissement (16 %)	-0,9	0,7	-0,2	-1,6	-1,4	-0,4	-1,4	-2,7	-2,9	-3,0	-3,1	-4,2	-7,8
Non résidentiel (10 %)	0,8	2,5	2,1	0,8	0,6	0,6	-0,2	-2,0	-2,5	-3,0	4,9	2,7	-6,2
Résidentiel (6 %)	-4,3	-3,0	-5,6	-7,6	-6,9	-3,5	-5,2	-5,0	-4,0	-3,0	-17,9	-20,7	-12,8
Exportations (10 %)	0,2	2,1	5,3	1,1	1,2	2,9	1,4	-2,0	-1,5	-1,0	8,4	7,5	-2,6
Importations (16 %)	1,9	-0,9	0,7	-0,6	-0,2	-1,9	-0,5	-3,5	-2,5	-1,5	2,2	-3,1	-7,0
Contributions à la croissance :													
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	0,3	-0,5	-1,0	-0,8	-0,4	1,9	0,1	-2,1
Variations de stocks	-0,3	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2
Commerce extérieur	-0,3	0,4	0,5	0,2	0,2	0,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,6	1,5	1,0

Prévisions

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

Sources : BEA, calculs Insee

marchés financiers et de crédit, et une restauration de la confiance des ménages et des chefs d'entreprise.

Au total, le PIB baisserait au cours des trois trimestres à venir (-1,0 % au quatrième trimestre puis -0,5 % et -0,3 % aux premier et deuxième trimestres). Deux aléas entourent cette prévision : les politiques menées face à la crise et l'évolution du solde commercial américain. En effet, un apaisement des tensions financières ou une stimulation fiscale vigoureuse pourrait relancer l'activité plus tôt et plus vivement qu'anticipé. À l'inverse, le soutien attendu du commerce extérieur pourrait ne pas être au rendez-vous si le dollar s'appréciait encore face à l'euro, ou si l'activité mondiale se contractait plus fortement que prévu.

Au Royaume-Uni, l'activité reculerait également

L'activité au Royaume-Uni diminuerait jusqu'à l'horizon de prévision : les ménages réduiraient leur demande et l'économie pâtirait encore du resserrement du crédit.

L'investissement des entreprises outre-Manche serait fortement pénalisé par la dégradation des perspectives d'activité et par le net durcissement des conditions de financement qui résulte de la crise financière. L'investissement se contracterait sur les prochains trimestres, mais de façon progressivement atténuée (-3,6 % au dernier trimestre 2008 puis -2,8 % et -1,5 % aux deux premiers trimestres 2009).

Parallèlement, la baisse de l'investissement en immobilier résidentiel s'accroîtrait nettement au second semestre 2008, sous le coup des crises immobilière et financière (cf. graphique 2). Un début d'amélioration apparaîtrait au deuxième trimestre 2009, comme le suggère l'enquête sur les primo-accédants du RICS⁽¹⁾ mais la baisse se poursuivrait encore à un rythme soutenu.

L'emploi continuerait de reculer et les salaires ralentiraient au cours des prochains trimestres. En conséquence, le revenu disponible des ménages continuerait de ralentir dans la foulée du troisième trimestre 2008, et reculerait même légèrement au deuxième trimestre 2009.

Toutefois, la baisse des prix soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages à la fin 2008 et au début 2009. Les prix de l'énergie baisseraient fortement au quatrième trimestre, ce qui contribuerait à une décade de l'inflation. La baisse de 2,5 points du taux de TVA, applicable dès le 1^{er} décembre, y contribuerait aussi, même si une partie seulement de cette baisse se transmettrait aux prix. Au total, le prix de la consommation devrait à peine progresser au quatrième trimestre (+0,2 %), baisser fortement au premier trimestre 2009 (-0,5 %) et enfin se stabiliser au deuxième.

Ainsi, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement sur l'horizon de prévision, après un recul au troisième trimestre 2008 (-0,3 %). Mais le taux d'épargne des ménages, qui avait beaucoup baissé ces dernières années, remonterait : la

(1) Royal Institute of Chartered Surveyors, organisation professionnelle de l'immobilier.

Tableau 2

Royaume-Uni : équilibre ressources-emplois en volume

	en %										Variations annuelles		
	Variations trimestrielles												
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	0,9	0,8	0,8	0,5	0,3	0,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,2	3,0	0,8	-1,4
Dépenses de consommation des ménages (61 %)	0,9	0,9	1,1	0,6	0,8	-0,1	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	3,0	1,8	-0,8
Investissement* (18 %)	1,5	-0,4	1,0	1,8	-2,0	-2,8	-2,4	-4,1	-2,8	-1,4	7,1	-4,5	-8,6
Non résidentiel (11 %)	1,1	0,9	1,5	2,7	-1,9	-1,0	-0,2	-3,6	-2,8	-1,5	9,8	-0,7	-6,8
Résidentiel (5 %)	2,9	1,1	-3,5	-2,8	-4,8	-4,2	-11,0	-6,5	-4,0	-2,0	3,3	-17,3	-16,4
Exportations (26 %)	0,4	0,9	1,9	-0,7	0,7	0,0	-0,3	-1,7	-1,3	-0,8	-4,5	0,8	-3,3
Importations (30 %)	0,9	-0,3	4,4	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-2,2	-1,5	-0,8	-1,9	0,5	-3,8
Contributions à la croissance :													
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,6	1,0	0,8	0,4	-0,4	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2	3,5	1,0	-1,6
Variations de stocks	0,1	-0,2	0,6	-0,2	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,4	-0,8	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,3

Prévisions

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2007.

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

Sources : ONS, calculs Insee

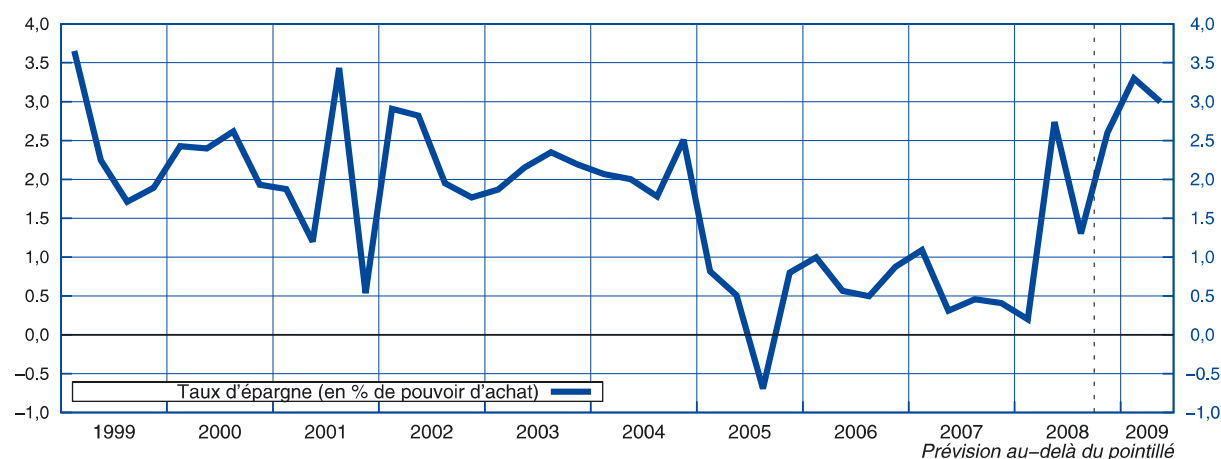
baisse de leur richesse entraînée par les crises immobilière et financière conduirait les ménages à épargner davantage, de même que la forte incertitude qui entoure aujourd'hui les perspectives de croissance et d'emploi. Par conséquent, la consommation des ménages se replierait sur tout l'horizon de prévision (-0,5 % au dernier trimestre 2008, et -0,2 % par trimestre début 2009).

Les exportations seraient freinées par un environnement international dégradé. Les importations se contracteraient nettement au quatrième trimestre puis baisseraient de façon moins marquée, suivant en cela le profil de la demande intérieure. Aussi, après avoir été négative au troisième trimestre, la contribution comptable du commerce extérieur redeviendrait positive au quatrième trimestre puis diminuerait jusqu'à s'annuler à l'horizon de la prévision.

Au total, le PIB britannique se contracterait fortement au quatrième trimestre (-0,8 %) en raison des baisses de l'investissement des entreprises et de la demande des ménages. Au premier semestre 2009, l'activité continuerait de baisser quoiqu'à un rythme moindre. L'acquis de croissance serait nettement négatif (-1,4 %) à la mi-2009.

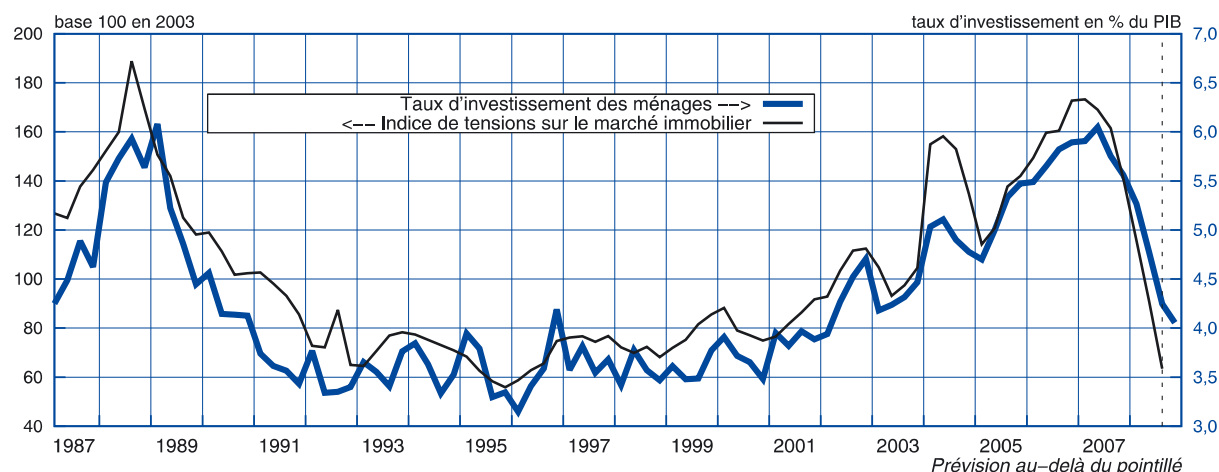
L'ampleur de la baisse de l'investissement face à la crise financière constitue un aléa majeur de cette prévision. Un deuxième aléa réside dans l'impact de la baisse de la TVA. Il est en effet difficile d'anticiper avec précision la baisse qui sera réellement répercutée sur les prix à la consommation et comment les ménages affecteront ce surcroît de pouvoir d'achat entre consommation et épargne. Concernant le premier point, la contraction de la demande est propice à une répercussion forte, afin d'attirer les clients ; mais les difficultés financières des entreprises peuvent les inciter à conserver une part significative de la baisse de TVA. ■

1 - Taux d'épargne des ménages américains



Source : Datainsight, calculs Insee

2 - Taux d'investissement des ménages britanniques



Source : Datainsight, calculs Insee

Japon, Chine et Asie émergente

Au Japon, l'activité a reculé au troisième trimestre 2008 après une forte baisse au deuxième. Ce fléchissement est essentiellement imputable à la dégradation du commerce extérieur et à la baisse de l'investissement des entreprises. Le PIB devrait continuer de baisser à l'horizon du premier semestre 2009 : le repli de la croissance mondiale, conjugué à l'appréciation du yen, handicaperait les exportations nippones, alors que l'investissement des entreprises continuerait à se contracter.

En Asie du Sud-Est comme en Chine, l'activité ralentirait sous l'effet du repli du commerce extérieur et du ralentissement de l'investissement des entreprises.

yens (4,8 % du PIB, dont les trois quarts ne constituent pas des dépenses *stricto sensu* mais des garanties) afin d'enrayer la contraction de la demande intérieure et en particulier de l'investissement non-résidentiel. Ces mesures tardent cependant à être adoptées. Elles ne permettraient donc guère de dynamiser l'économie d'ici la mi-2009 : l'activité reculerait de nouveau au cours des trois prochains trimestres.

L'investissement des entreprises pâtirait de la dégradation des perspectives d'activité et du durcissement des conditions de financement. Comme l'annonce la baisse importante des commandes de machines enregistrée au second semestre 2008, les dépenses en biens d'équipement continueraient donc à reculer au premier semestre 2009.

Contraction de l'activité au Japon

Au troisième trimestre 2008, le PIB japonais s'est replié pour le deuxième trimestre consécutif. En réaction à ce recul de l'activité, la banque centrale a abaissé son taux directeur de 20 points de base le 31 octobre. Parallèlement, le gouvernement japonais étudie la mise en œuvre d'un plan de soutien à l'économie de 27 000 milliards de

Les exportations japonaises ont légèrement rebondi au troisième trimestre 2008, après un fort repli au deuxième (cf. graphique 1). Ce rebond provient essentiellement d'une progression de la demande de l'Union européenne et des pays d'Asie du Sud-Est. Il serait de courte durée puisque les exportations se contracteraient nettement au quatrième trimestre 2008, du fait du ralentissement de l'économie mondiale et de l'appréciation du yen vis-à-vis de l'euro et du dollar survenue depuis le mois de juillet

Japon : équilibre ressources-emplois en volume

en %														
	Variations trimestrielles										Variations annuelles			
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
PIB	1,2	-0,2	0,5	0,5	0,6	-1,0	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	2,4	0,0	-1,5	
Dépenses de consommation des ménages (57 %)	-0,2	0,5	0,0	0,0	0,9	-0,7	0,3	0,0	0,2	0,2	0,7	0,7	0,4	
Investissement (23 %)	2,3	-3,3	0,1	-1,2	-0,1	-2,0	-0,8	-1,8	-1,3	-0,3	0,9	-4,1	-3,7	
Non résidentiel (15 %)	4,0	-3,8	2,4	0,2	0,3	-2,1	-2,0	-3,0	-2,0	-0,5	5,5	-2,6	-6,1	
Résidentiel (4 %)	-1,2	-3,4	-8,4	-10,1	4,7	-2,6	3,9	2,5	0,5	0,5	-9,1	-8,1	4,0	
Consommation publique (18 %)	0,4	1,5	-0,5	2,0	-0,4	-0,9	-0,3	0,1	0,1	0,1	2,0	0,4	-0,1	
Exportations (14 %)	2,7	1,9	2,6	2,6	3,4	-2,6	0,8	-4,0	-3,0	-2,0	8,4	4,6	-7,6	
Importations (13 %)	0,4	1,2	-0,4	0,9	1,0	-3,0	2,3	-2,0	-1,5	-1,0	1,5	0,1	-3,4	
Contributions à la croissance :														
Demande intérieure hors stocks	0,5	-0,3	0,0	0,1	0,4	-1,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	0,9	-0,5	-0,7	
Variations de stocks	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,0	
Commerce extérieur	0,4	0,1	0,5	0,3	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	1,1	0,8	-0,8	

Prévisions

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

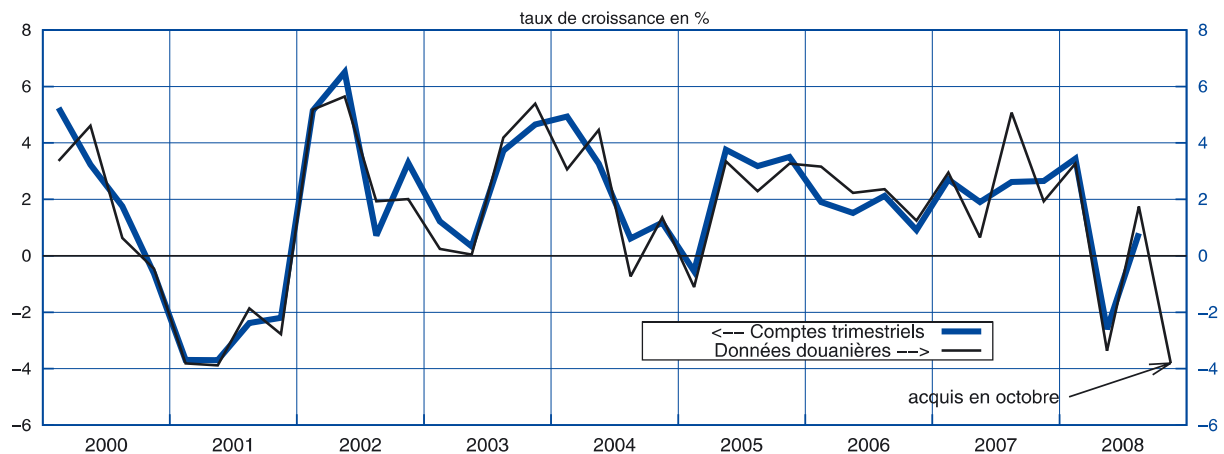
Sources : Gouvernement japonais, calculs Insee

(cf. graphique 1). Cette baisse se poursuivrait au premier semestre 2009 de façon progressivement moins marquée. Quant aux importations, elles reculeraient à l'horizon du premier semestre 2009 en lien avec une demande intérieure en repli.

L'économie japonaise ne peut guère compter sur le soutien de la consommation des ménages tant ses principaux déterminants demeurent mal orientés. En effet, l'emploi et les salaires nominaux ont à nouveau ralenti au troisième trimestre 2008. Cette modération des salaires se prolongerait au cours des prochains trimestres, en raison de l'atténuation des tensions sur le marché du travail. *A contrario*, le repli de l'inflation soutiendrait légèrement le pouvoir d'achat des ménages japonais dans les pro-

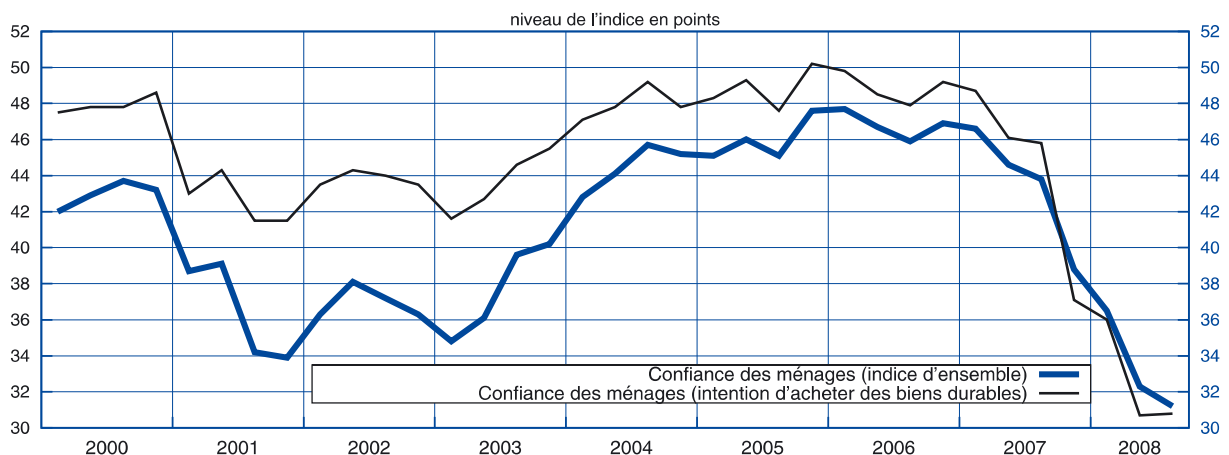
chains trimestres. La poussée d'inflation au troisième trimestre ne ferait pas long feu : à la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie, qui l'avait entraînée, se substituerait la chute des prix du pétrole et l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar et de l'euro depuis le mois de juillet, qui la feraient baisser. Toutefois, la confiance des ménages s'est de nouveau détériorée au troisième trimestre 2008 : en particulier, les intentions d'achat de biens durables ont reculé (cf. graphique 2) et les demandes de prêts à la consommation auprès des établissements de crédit se sont repliées. Au total, les dépenses de consommation des ménages japonais ne croîtraient que faiblement au cours des prochains trimestres.

1 - Exportations japonaises



Sources : Institut de recherche économique et social (Japon), Banque du Japon

2 - Confiance des ménages japonais



Source : Institut de recherche économique et social (Japon)

Tassement de la croissance en Chine

La croissance chinoise s'est de nouveau effritée au troisième trimestre 2008 : le glissement annuel du PIB s'établit à +9,0 % contre +10,3 % en moyenne sur le premier semestre 2008. Le ralentissement est particulièrement net dans l'industrie : en octobre, l'indice de la production industrielle croît de 8,2 % sur un an contre +15 % en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année. Ce fléchissement de l'activité se prolongerait à l'horizon de la prévision sous l'effet de la dégradation de la demande extérieure et de l'investissement des entreprises.

Les exportations chinoises ont légèrement fléchi au cours des derniers mois : +19 % en octobre en glissement annuel, contre plus de 22 % en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année. L'excédent commercial chinois a cependant continué de croître, les importations en valeur s'étant tassées avec la baisse des prix des matières premières. D'ici à la mi-2009, les exportations de la Chine continueraient d'être freinées par la dégradation de la conjoncture de ses principaux partenaires commerciaux.

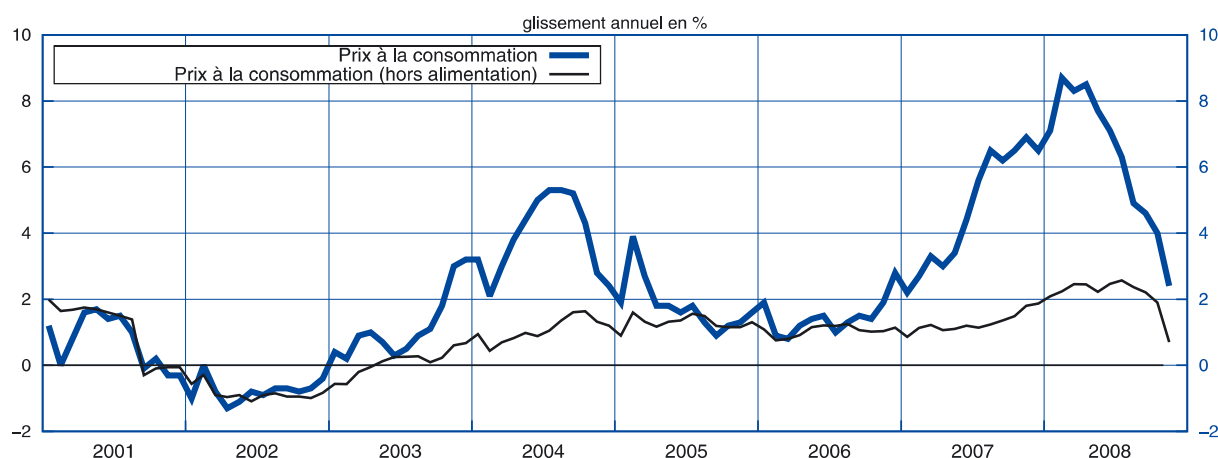
L'investissement des entreprises est demeuré soutenu au troisième trimestre en dépit de l'effritement de l'activité économique : les dépenses en biens d'équipement ont crû de plus de 27 % en glissement annuel contre +25 % en moyenne au pre-

mier semestre 2008. Mais cette performance ne se prolongerait pas au vu de la baisse récente de la confiance des entrepreneurs. De fait, le fléchissement des exportations inciterait les entreprises chinoises à modérer leurs dépenses d'investissement au cours des prochains trimestres.

Face au ralentissement de l'activité, la banque centrale chinoise a abaissé son taux directeur à trois reprises entre septembre et novembre pour le ramener à 5,58 %. Dans le même temps, le taux de réserves obligatoires a été rabaisé de 17,5 % à 15,0 %. Cet assouplissement de la politique monétaire se poursuivrait dans les prochains trimestres, d'autant plus que les tensions inflationnistes ont commencé de refluer : l'inflation a sensiblement baissé entre avril et novembre 2008 du fait essentiellement du repli des prix de l'alimentation (cf. graphique 3). Ce reflux se prolongerait dans les trimestres à venir. Les autorités chinoises ont par ailleurs annoncé la mise en œuvre d'un plan budgétaire de relance de l'économie dont les effets devraient être modérés d'ici la mi-2009.

Au total, la croissance chinoise s'effriterait progressivement dans les prochains trimestres : en glissement annuel, la croissance du PIB reviendrait en dessous de +8,0 % au deuxième trimestre 2009.

3 - Inflation en Chine



Note de lecture : Le poids de la composante alimentation, non communiqué par la Banque de Chine, a été estimé par régression. Le résultat obtenu est conforme à d'autres estimations disponibles. L'indice hors alimentation a été calculé comme un indice de Tornqvist.

Sources : Bureau national des statistiques de Chine, calculs Insee

Fléchissement de l'investissement en Asie du Sud-Est

En Asie du Sud-Est, la croissance a légèrement fléchi au troisième trimestre, essentiellement sous l'effet du tassement de la demande intérieure et en particulier de l'investissement des entreprises.

L'activité devrait continuer de ralentir à la fin 2008 et au début 2009. Le repli de la croissance mondiale pénaliserait les exportations des pays asiatiques, ce qui amènerait en outre les entreprises à modérer leurs dépenses d'investissement.

Par ailleurs, l'inflation a continué de progresser au troisième trimestre 2008, du fait de la hausse du prix des matières premières, notamment alimentaires. Cependant, la baisse conjointe des prix du pétrole et du riz de ces derniers mois laisse à penser que les prix à la consommation auraient atteint un point haut en juillet (+8,5 % en glissement annuel contre +7,2 % en septembre). Ainsi, l'inflation continuerait de refluer progressivement dans la zone Asie du Sud-Est à l'horizon du premier semestre 2009. Ce reflux permettrait aux banques centrales de la zone d'opérer de nouvelles baisses de taux dans les trimestres à venir pour soutenir la croissance économique. ■

Zone euro

L'activité de la zone euro a continué de reculer au troisième trimestre 2008 (-0,2 %). L'investissement et le commerce extérieur sont à l'origine de ce nouveau trimestre de baisse de l'activité.

Le PIB se contracterait davantage au quatrième trimestre (-0,7 %) : la consommation privée resterait pénalisée par le ralentissement du pouvoir d'achat de 2008, malgré le reflux de l'inflation en fin d'année ; l'investissement accuserait un nouveau recul, du fait de la dégradation des perspectives de demande et de difficultés croissantes de financement.

Au premier semestre 2009, l'activité continuerait de baisser (-0,4 % au premier trimestre puis -0,2 % au deuxième trimestre). Cependant, l'action des pouvoirs publics visant à restaurer le fonctionnement des marchés bancaires et financiers ainsi que la confiance des agents économiques pourrait permettre une amélioration progressive de l'activité.

L'activité continuerait de se replier en zone euro

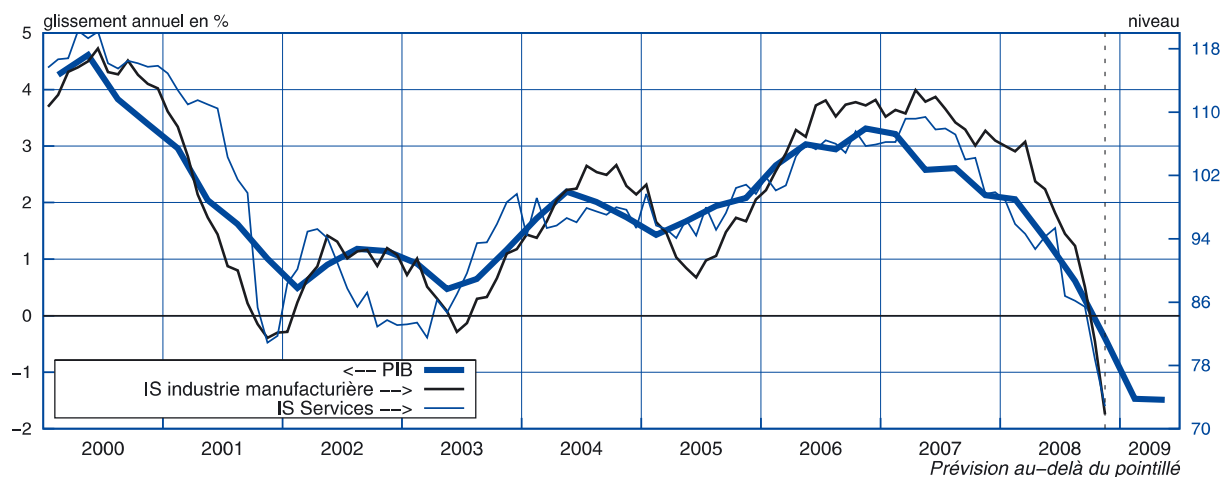
Au troisième trimestre 2008, l'activité de la zone euro s'est de nouveau repliée (-0,2 % comme au deuxième trimestre). La production industrielle en zone euro a continué de reculer (-0,9 %, après -0,7 % au deuxième trimestre) et la production dans la construction a également baissé (-0,8 % au troisième trimestre). L'Allemagne et l'Italie ont subi

leur deuxième trimestre consécutif de repli de l'activité, tandis que le PIB espagnol s'est contracté après une croissance à peine positive au deuxième trimestre.

Les enquêtes de conjoncture se dégradent de manière quasi continue depuis le deuxième trimestre de l'année 2007. Elles affichent un nouveau point bas en novembre (cf. graphique 1). Les principaux pays de la zone euro, Allemagne, Espagne, France et Italie, sont concernés, de même que l'ensemble des secteurs. Les perspectives de production industrielle, en dessous de leur niveau de long terme depuis le mois d'août, ont encore chuté en novembre. Dans le secteur des services, la dégradation de l'indice de confiance laisse attendre une moindre contribution de ce secteur à la croissance.

Par conséquent, la baisse de l'activité de la zone euro s'accroîtrait au quatrième trimestre 2008 (-0,7 %). Sur l'année, la croissance moyenne du PIB serait de +0,9 % en 2008, après +2,6 % en 2007 (cf. tableau 1). L'activité en zone euro, comme dans chacun de ses principaux pays, continuerait de se replier au premier semestre 2009. Mais elle le ferait de façon progressivement moins marquée (-0,4 % au premier trimestre 2009 et -0,2 % au deuxième), sous l'effet de l'action des pouvoirs publics visant à ramener les marchés financiers et du crédit à un fonctionnement normal, et à restaurer la confiance des ménages et des entrepreneurs. À l'issue du premier semestre, l'acquis de croissance pour 2009 serait nettement négatif (-1,2 %).

1 - PIB et indicateurs synthétiques (IS) des enquêtes



Sources : Commission européenne, Eurostat, calculs Insee

La consommation des ménages serait pénalisée par un pouvoir d'achat en baisse malgré le net ralentissement des prix

Le repli de l'activité devrait peser progressivement sur l'emploi : celui-ci continuerait de ralentir fin 2008 puis commencerait à reculer au début de 2009 (-0,1 % par trimestre). En 2008, il progresserait ainsi de 1,3 %, après 2,0 % en 2007 (cf. *tableau 2*). Cette dégradation du marché du travail serait partagée par les principaux pays de la zone euro (cf. *graphique 2*). Le marché de l'emploi espagnol s'est retourné au deuxième trimestre 2007, le taux de chômage augmentant de plus de trois points (de 8,2 % au premier trimestre 2007 à 11,5 % au troisième trimestre 2008), une hausse en grande partie imputable au secteur de la construction frappé par la crise immobilière. En Italie, l'emploi salarié ne progresserait que de +0,9 % en 2008, en net ralentissement par rapport à 2007 (+1,6 %). Enfin, si l'économie allemande a continué de créer des emplois au troisième trimestre 2008 (+0,3 % pour l'emploi salarié), le marché du travail souffrirait du repli persistant de l'activité d'ici à la fin juin 2009.

La détérioration de l'emploi pèserait sur les salaires réels. De plus, l'inflation de la zone euro reflue après un pic à la fin de 2007 et au premier trimestre 2008. Aussi, le salaire nominal par tête ralentirait-il légèrement aux troisième et quatrième trimestres 2008, puis de façon plus marquée au premier semestre 2009.

En dépit du soutien apporté par le repli de l'inflation, le pouvoir d'achat du revenu des ménages ralentirait, entraîné par la détérioration de la situation sur le marché du travail et la baisse des

salaires réels. Le pouvoir d'achat stagnerait donc au second semestre 2008 et diminuerait début 2009 (-0,1 % au premier trimestre puis -0,2 % au deuxième).

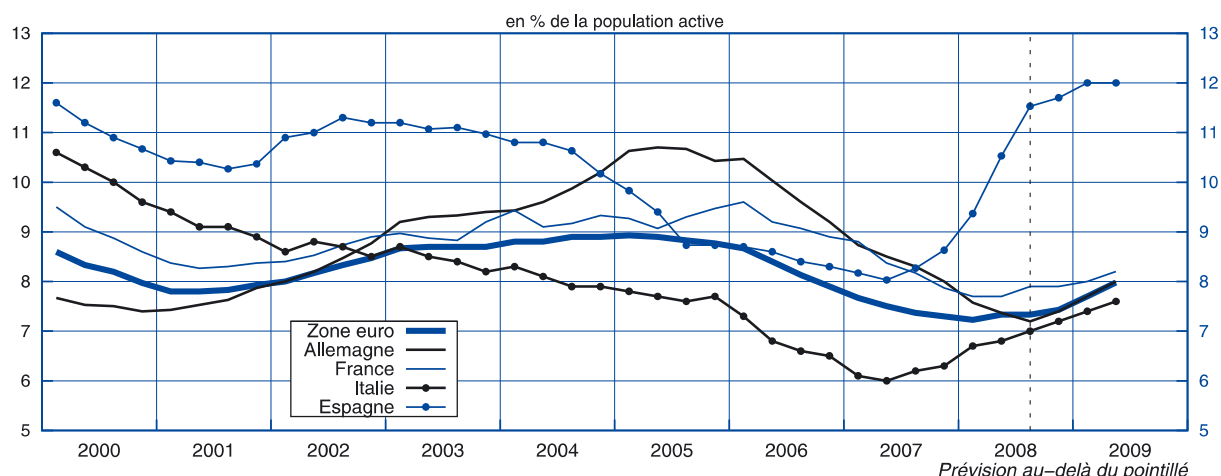
Par conséquent, la consommation des ménages s'inscrirait en baisse jusqu'au premier trimestre 2009 (-0,3 % par trimestre), après un troisième trimestre atone (+0,0 %). Dans le contexte actuel de grande incertitude économique, les consommateurs diffèrent nettement certaines dépenses, comme le montre la chute des immatriculations et de la consommation de biens durables. Une amélioration pourrait survenir au deuxième trimestre 2009 (-0,1 %), en lien avec l'action des pouvoirs publics visant à restaurer la confiance.

Le ralentissement de l'activité et le durcissement des conditions de financement pèseraient sur l'investissement

L'investissement serait nettement freiné par la détérioration des perspectives de demande. Ainsi, les perspectives de production des industriels continuent de se dégrader au troisième trimestre, de même que les indices de confiance sectoriels. De plus, les tensions sur les capacités de production se relâchent fortement (cf. *graphique 3*).

La brusque détérioration des conditions de financement depuis le mois d'octobre (cf. *fiche « Marchés financiers »*) devrait également peser sur l'investissement. Celui-ci se contracterait nettement au quatrième trimestre 2008 (-2,3 %). Cette baisse serait progressivement moins marquée au premier semestre 2009 (-1,7 % au premier tri-

2 - Taux de chômage harmonisés dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs Insee

mestre et -1,1 % au deuxième), sous l'hypothèse que l'action des pouvoirs publics permette l'amorce d'une normalisation progressive de la situation financière et bancaire.

Le retournement des marchés immobiliers dans un certain nombre de pays de la zone euro (Espagne, Irlande, Finlande, France), continuerait à peser sur l'investissement en construction. Au deuxième trimestre 2008, celui-ci s'est contracté de 1,6 %, après un rebond au premier trimestre imputable en grande partie à la situation particulière de l'Allemagne⁽¹⁾. L'investissement en construction continuerait de décroître vivement sur les quatre trimestres suivants, au vu de l'évolution des permis de construire délivrés en zone euro.

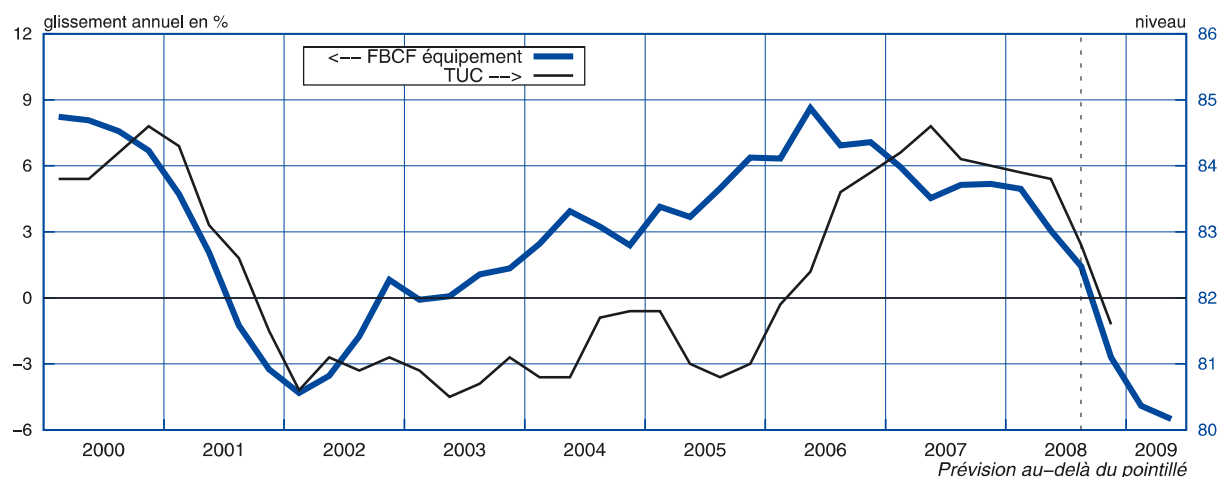
(1) La douceur de l'hiver a entraîné une progression inattendue d'activité dans la construction en Allemagne au premier trimestre 2008.

Les exportations pâtiraient du ralentissement de l'économie mondiale

Les exportations européennes pâtiraient davantage de la contraction de la demande mondiale, liée au ralentissement des différentes économies, qu'elles ne bénéficieraient de la récente appréciation du dollar face à l'euro. Les exportations baisseraient ainsi tout au long de la prévision, mais de façon progressivement moins marquée : -1,9 % au quatrième trimestre 2008, puis -1,3 % au premier trimestre 2009 et -1,0 % au deuxième (cf. graphique 4).

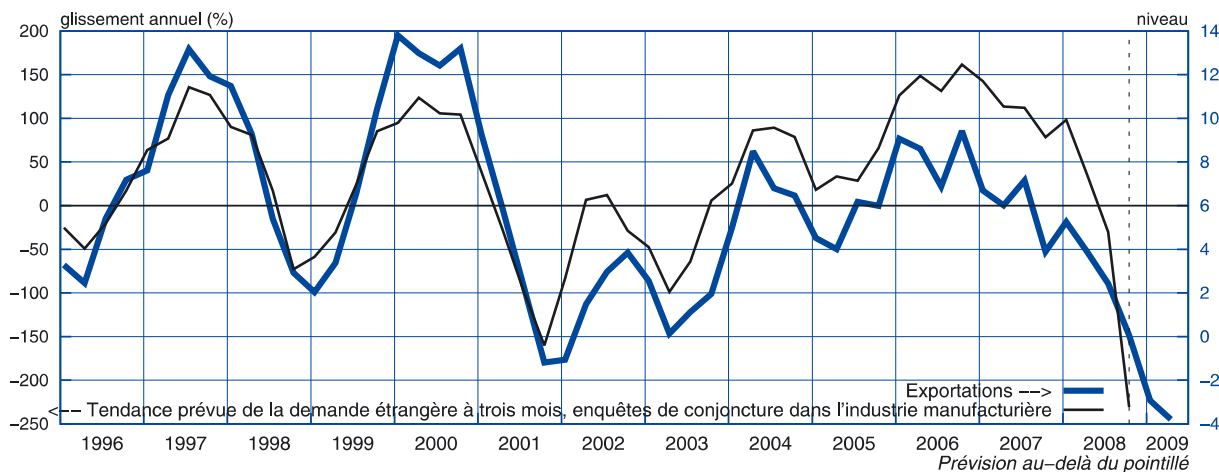
La baisse des importations reflèterait celle des demandes intérieure et étrangère. Leur recul au quatrième trimestre 2008 (-2,0 %) se poursuivrait début 2009 (-1,3 % au premier trimestre 2009 et -1,0 % au deuxième). ■

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



Sources : Eurostat, Commission européenne

4 - Zone euro : exportations et tendance prévue de la demande étrangère



Sources : Enquêtes Commission européenne, calculs Insee

Tableau 1

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

	en %										Moyennes annuelles		
	Variations trimestrielles										2007	2008	2009 acq.
	2007				2008				2009				
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ALLEMAGNE (28 %) ⁽¹⁾													
PIB	0,4	0,4	0,6	0,3	1,4	-0,4	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	2,6	1,3	-1,4
Consommation des ménages	-2,1	0,7	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7
FBCF totale	0,4	-0,8	1,1	2,0	3,4	-1,4	0,1	-2,3	-1,6	-1,0	4,6	3,6	-4,3
Consommation publique	1,5	0,0	0,4	0,1	1,1	0,9	0,8	0,4	0,4	0,4	2,2	2,5	1,6
Exportations	-1,3	1,4	1,7	1,3	2,5	-0,2	-0,4	-1,5	-1,0	-0,6	7,7	3,9	-2,8
Importations	0,8	-0,5	2,7	-0,3	3,1	-1,4	3,8	-2,5	-1,1	-0,8	5,2	4,3	-0,4
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	-0,9	0,3	0,4	0,2	0,6	-0,4	0,3	-0,5	-0,3	-0,2	1,0	0,8	-0,9
Variations de stocks	2,1	-0,8	0,4	-0,6	0,8	-0,4	0,9	-0,3	0,0	0,0	0,2	0,5	0,1
Commerce extérieur	-0,8	0,8	-0,3	0,7	-0,1	0,5	-1,7	0,3	0,0	0,0	1,4	0,1	-0,5
ESPAGNE (12 %) ⁽¹⁾													
PIB	1,0	1,0	0,6	0,6	0,4	0,1	-0,2	-0,8	-0,6	-0,3	3,7	1,2	-1,5
Consommation des ménages	1,0	1,2	0,0	0,7	0,2	0,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	3,4	0,5	-2,0
FBCF totale	1,9	1,0	1,2	0,3	0,3	-1,9	-1,9	-2,7	-2,4	-1,8	5,3	-1,7	-7,0
Consommation publique	1,4	0,8	1,1	1,0	0,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	4,9	5,4	7,0
Exportations	-0,5	2,1	3,5	-1,0	-0,2	1,9	0,9	-1,8	-1,8	-1,0	4,9	2,7	-3,0
Importations	0,7	1,9	2,7	-0,5	-0,1	0,3	-0,8	-2,0	-1,8	-1,2	6,2	0,6	-4,5
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,1	0,6	0,7	0,3	-0,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,4	4,5	0,7	-2,1
Variations de stocks	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Commerce extérieur	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1	-0,8	0,5	0,7
ITALIE (19 %) ⁽¹⁾													
PIB	0,3	0,1	0,2	-0,4	0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-0,4	-0,2	1,4	-0,4	-1,4
Consommation des ménages	1,0	0,3	0,2	-0,4	0,0	-0,3	0,1	-0,4	-0,3	-0,2	1,5	-0,5	-0,8
FBCF totale	-0,3	-0,4	-0,1	0,5	-0,2	-0,3	-1,9	-2,0	-1,5	-0,7	0,8	-1,6	-4,5
Consommation publique	0,4	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	1,3	1,1	0,6
Exportations	1,3	-1,5	2,7	-1,6	1,2	-1,1	-1,6	-2,0	-1,0	-0,6	4,5	-1,2	-4,0
Importations	1,1	-0,5	1,3	-1,2	-1,0	-0,8	-0,5	-1,6	-1,0	-0,6	4,0	-2,6	-3,1
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,2	1,3	-0,4	-1,4
Variations de stocks	-0,4	0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,2
Commerce extérieur	0,0	-0,3	0,4	-0,1	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1
ZONE EURO (28 %) ⁽²⁾													
PIB	0,7	0,5	0,6	0,3	0,7	-0,2	-0,2	-0,7	-0,4	-0,2	2,6	0,9	-1,2
Consommation des ménages	0,0	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	1,6	0,3	-0,6
FBCF totale	0,9	0,2	1,0	1,0	1,4	-0,9	-0,6	-2,3	-1,7	-1,1	4,2	1,2	-4,7
Consommation publique	1,0	0,2	0,5	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,3	2,1	2,6
Exportations	0,4	1,2	1,8	0,4	1,7	-0,1	0,4	-1,9	-1,3	-1,0	5,9	2,9	-3,3
Importations	1,1	0,8	2,2	-0,3	1,6	-0,4	1,7	-2,0	-1,3	-1,0	5,4	2,6	-2,8
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	-0,1	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	2,3	0,8	-0,9
Variations de stocks	0,6	-0,2	0,2	-0,3	0,2	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,2

■ Prévisions

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB des pays industrialisés

Source : Eurostat

Tableau 2

Zone euro : compte des ménages

en %

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles		
	2007				2008				2009		2007	2008	2009 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Coût du travail	1,4	1,1	0,7	1,5	1,3	0,9	0,7	0,5	0,1	0,0	4,3	4,2	1,1
- emploi salarié	0,6	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1	2,0	1,3	0,0
- coût salarial par tête	0,9	0,5	0,2	1,0	1,0	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	2,4	3,0	1,0
Revenu disponible brut (RDB)	1,1	0,9	0,6	1,2	1,0	1,0	0,6	0,3	0,1	0,0	4,0	3,6	0,9
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,8	13,5	13,0	13,1	13,4	13,6	13,3	13,9	14,0	13,9	13,4	13,5	14,0
Déflateur de la consommation des ménages	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	0,0	0,2	0,2	2,2	3,1	1,0
Masse salariale réelle	0,9	0,4	0,1	0,6	0,5	0,0	-0,2	0,5	-0,1	-0,2	2,2	1,1	0,0
- coût salarial par tête réel	0,3	-0,1	-0,4	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,0
Pouvoir d'achat	0,5	0,2	-0,1	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	1,8	0,5	-0,1

Prévisions

Sources : Eurostat, calculs Insee

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Depuis juin, l'inflation « sous-jacente » est restée pratiquement stable en zone euro, s'établissant à 1,9 % en octobre. Elle resterait autour de ce niveau jusqu'à la fin du premier semestre 2009 : l'accélération des coûts de production au début 2008 aurait un effet haussier sur les prix qui serait compensé par l'effet baissier du fléchissement de la demande.

L'inflation totale s'est repliée à 2,1 % en novembre 2008 (chiffre provisoire) après le point haut de juillet, dans le sillage de la chute du cours du Brent. D'ici mi-2009, le reflux des prix de l'énergie continuerait de la tirer vers le bas : elle passerait en dessous de 1,0 % en juin.

L'inflation « sous-jacente » demeurerait autour de 1,9 % fin juin 2009

Dans la zone euro, l'inflation « sous-jacente », telle que mesurée par Eurostat⁽¹⁾, est restée proche de 2,0 % jusqu'en octobre (cf. tableau et graphique 1). L'accélération des cours du Brent et des matières premières industrielles à la fin 2007 et au printemps 2008 a poussé à la hausse les prix des produits manufacturés. Elle a également renchéri les services de transport. Mais la faiblesse de la consommation depuis début 2008 a compensé la

répercussion de l'envolée des cours, notamment en faisant ralentir les prix de certains services, tels que les services domestiques.

À l'horizon de la prévision, l'inflation « sous-jacente » resterait à peu près stable. La poursuite de la dégradation de la conjoncture et la chute des prix du Brent depuis cet été contrebalanceraient les effets retardés à la hausse de l'accélération des coûts salariaux et des prix à la production dans l'industrie manufacturière au début 2008.

Les prix des produits manufacturés ont légèrement progressé en glissement annuel, passant de 0,8 % en juin à 1,0 % en octobre (cf. tableau). En particulier, les prix à la consommation des automobiles et des biens de consommation ont enregistré une accélération à la suite de celle des prix de production, qui reflète l'envolée des cours des matières premières. Néanmoins, les distributeurs n'ont que peu répercuté cette augmentation en raison de la faiblesse de la demande. Ils devraient continuer de freiner leurs prix d'ici à juin 2009 face au fléchissement de la demande. La chute récente des cours des matières premières, en apaisant les tensions

(1) Hors alimentation, alcools, tabac et énergie mais y compris taxes indirectes. À titre de comparaison, l'indice « sous-jacent » de l'Insee pour la France 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 de l'Insee.

Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

	déc. 2007		juin 2008		oct. 2008		déc. 2008		juin 2009		Moyennes annuelles		
Secteurs (poids dans l'indice en 2008)	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2006	2007	2008
Ensemble (100,0 %)	3,1	3,1	4,0	4,0	3,2	3,2	2,0	2,0	0,7	0,7	2,2	2,1	3,3
Alimentation (alcools et tabac inclus) (19,5 %)	4,3	0,8	5,8	1,1	4,4	0,9	3,4	0,7	2,5	0,5	2,4	2,8	5,1
dont : produits alimentaires (15,8 %)	4,8	0,7	6,4	1,0	4,7	0,7	3,4	0,5	2,5	0,4	2,3	2,7	5,6
boissons alcoolisées et tabac (3,7 %)	2,5	0,1	3,4	0,1	3,3	0,1	3,4	0,1	2,7	0,1	2,7	3,4	3,3
Énergie (9,8 %)	9,2	0,9	16,1	1,5	9,6	0,9	0,3	0,0	-10,1	-1,0	7,7	2,6	10,8
Inflation sous-jacente (70,7 %)	1,9	1,3	1,8	1,3	1,9	1,4	1,9	1,3	1,9	1,3	1,4	1,9	1,8
dont : produits manufacturés (29,7 %)	1,0	0,3	0,8	0,2	1,0	0,3	0,8	0,2	1,0	0,3	0,6	1,0	0,8
services (40,9 %)	2,5	1,0	2,5	1,0	2,6	1,1	2,7	1,1	2,5	1,0	2,0	2,5	2,6

Prévisions

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble

Sources : Eurostat, prévisions Insee

sur les coûts de production, limiterait également la hausse des prix à la fin du premier semestre 2009. Ainsi, l'inflation des produits manufacturés demeurerait autour de 1,0 %.

Du côté des services, la hausse des prix est restée quasiment stable en glissement annuel, à 2,6 % en octobre, contre 2,5 % en juin (cf. tableau), même si la flambée des prix du pétrole a renchéri les services de transports⁽²⁾. D'ici à juin 2009, l'inflation des services se stabiliserait autour de 2,6 %. L'accélération récente des coûts salariaux unitaires dans les services ne se poursuivrait pas, du fait de la dégradation du marché du travail.

Chute de l'inflation énergétique

Après avoir atteint un pic en juillet, le prix du baril de *Brent* a chuté au fur et à mesure que la forte dégradation de la conjoncture dans les pays développés se confirmait. Cette chute a entraîné un fort repli de l'inflation énergétique qui est passée de 17,1 % en juillet à 9,6 % en octobre, en glissement annuel. Ce repli a été moins spectaculaire en zone euro qu'en France car les hausses des prix de l'électricité et du gaz, consécutives aux hausses passées du prix du pétrole, ont été plus modérées en France que dans le reste de la zone euro⁽³⁾. Sous l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole stable à 50 \$ jusqu'en juin, le glissement annuel des prix de

l'énergie deviendrait négatif début 2009. À la fin du premier semestre, il s'établirait à -10,1 % (cf. tableau) : un an plus tôt, le baril de *Brent* atteignait 133 \$.

L'inflation alimentaire en repli

L'envolée des cours des matières premières alimentaires avait commencé à nourrir l'inflation en automne 2007. Elle a cessé de se diffuser aux prix à la consommation cet automne (cf. graphique 2). En conséquence, le glissement annuel des prix de l'alimentation s'est replié à 4,4 % en octobre après 5,8 % en juin. En 2009, il continuerait de reculer, à 2,5 % en juin. D'une part, les cours des matières premières alimentaires diminuent depuis juin 2008, ce qui modérerait les prix à la consommation au premier semestre 2009. D'autre part, l'envolée des prix des produits alimentaires au premier semestre 2008 commencerait à sortir du calcul de l'inflation en glissement annuel à partir du début 2009.

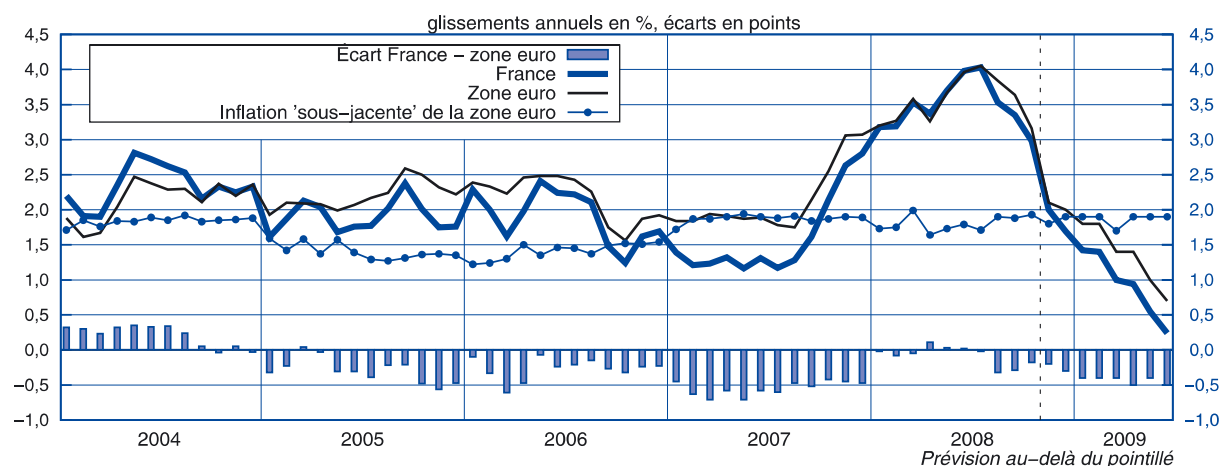
Au total, l'inflation en zone euro passerait en dessous de 1,0 % d'ici juin 2009.

Le glissement annuel des prix reculerait plus en France qu'en zone euro début 2009

En août 2008, le glissement annuel des prix français est repassé en dessous de celui de la zone euro (cf. graphique 1) : les prix des produits frais ont beaucoup plus baissé en France et les prix du tabac s'y sont stabilisés cette année alors qu'ils

(2) En Italie notamment, les prix des services de transports aériens ont augmenté de 23 % en août par rapport à juillet.
(3) En Espagne et en Italie, l'envolée des cours du *Brent* a été pleinement répercutée sur les prix de l'électricité, la production se faisant essentiellement à partir de pétrole et de gaz naturel.

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

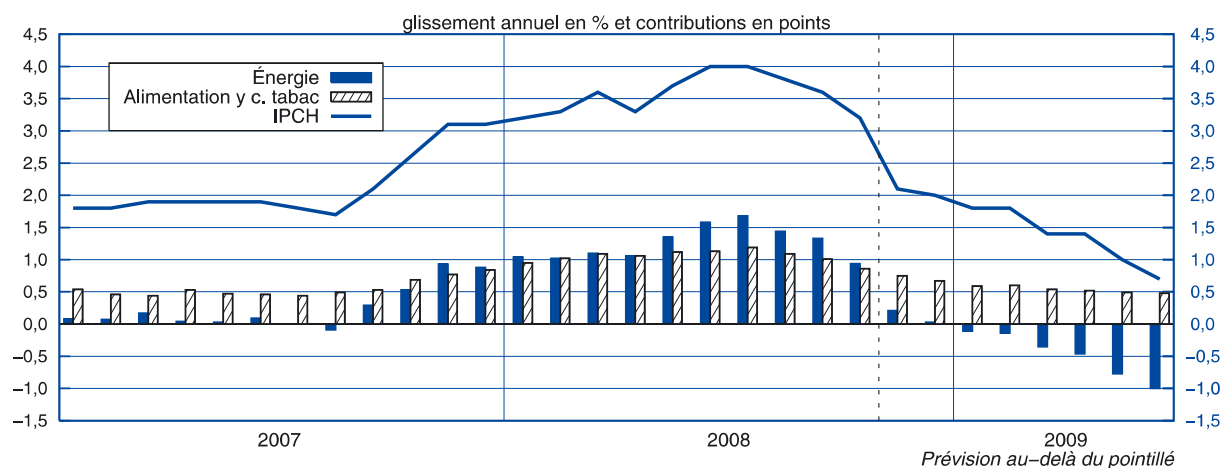


Sources : Eurostat, prévisions Insee

avaient augmenté de plus de 6 % en août 2007. D'ici à la fin du premier semestre 2009, l'écart se stabiliserait autour de -0,4 point, après un nouveau creusement au début de l'année 2009 : en effet, le glissement annuel n'inclurait plus le relèvement des prix hors remboursement de certains pro-

duits et services de santé en France, relèvement dû à l'instauration d'une franchise médicale début 2008. ■

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



Sources : Eurostat, prévisions Insee