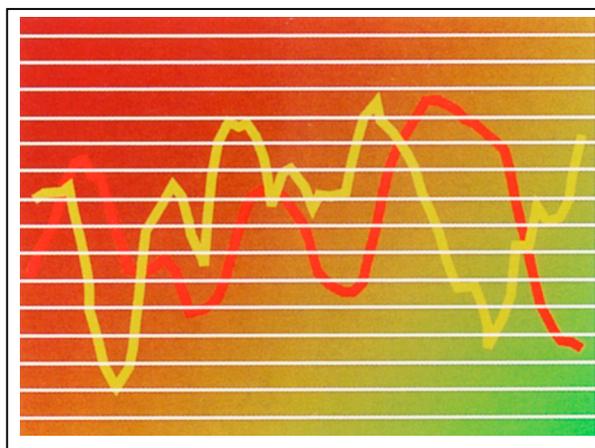


NOTE DE CONJONCTURE

JUIN 2008



Baisse de régime



INSEE

INSTITUT NATIONAL
DE LA STATISTIQUE
ET DES ÉTUDES
ÉCONOMIQUES

NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2008

© Insee 2008

■ Directeur de la publication

Jean-Philippe Cotis

■ Rédacteurs en chef

Éric Dubois
Pierre-Olivier Befy
Laurent Clavel
Christelle Minodier

■ Contributeurs

Franck Arnaud
Antonin Aviat
Patrick Aubert
José Bardaji
Jean-Charles Bricongne
Frédéric Brouillet
Franck Cachia
Mélanie Chassard
Mathilde Clément
Véronique Cordey
Vincent Cottet
Olivier Dorothée
Hélène Erkel-Rousse
Jean-Marc Fournier
Philippe Gallot
Nicolas Greliche
Guillaume Guerrero
Véronique Guihard
Sylvain Heck
Audrey Isel
Guy Lalanne
Fabrice Langumier
Didier Lefebvre
Bertrand Lhommeau
Ronan Mahieu
Vincent Marcus
Frédéric Ouradou
Benoît Ourliac
Cyril Rebillard
Sophie Renaud
Nicolas de Riccardis
Éric Rubiloni
Philippe Scherrer
Olivier Simon
Marguerite Sylvander
Frédéric Tallet
Hélène Thélot
Marie Zergat-Bonnin
Thierry Zilio

Les notes de conjoncture sont disponibles dès leur parution sur le serveur internet de l'Insee dans la rubrique *Conjoncture - Analyse de la conjoncture* à l'adresse : www.insee.fr.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 12 juin 2008

■ Secrétariat de rédaction
et mise en page

Jean-William Angel
Dominique Michot
Maria Diaz
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat

Samuel Berté
Nathalie Champion
Nelly Cousté
Antoine Le Roux

BAISSE DE RÉGIME

VUE D'ENSEMBLE	7
-----------------------------	---

DOSSIERS

- Loi Galland et prix à la consommation 21
- Les effets de l'appréciation de l'euro sur l'économie française 31

CONJONCTURE INTERNATIONALE

- Synthèse internationale 51
- Pétrole et matières premières 55
- Marchés financiers 58
- États-Unis et Royaume-Uni 63
- Japon, Chine et Asie émergente 69
- Zone euro 72
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 77

CONJONCTURE FRANCE

- Échanges extérieurs 83
- Recettes fiscales des administrations publiques 86
- Prix à la consommation 89
- Emploi 92
- Chômage 97
- Salaires 99
- Revenus des ménages 102
- Consommation et investissement des ménages 106
- Résultats des entreprises 109
- Investissement des entreprises 112
- Stocks 116
- Production 118

Éclairages

- Appréhender l'incertitude autour de la prévision 15
- S'orienté-t-on vers un *credit crunch* ? 61
- La relance fiscale aux États-Unis 66
- Le ralentissement récent de la productivité en France et en Allemagne : similitudes et décalages 95
- Un nouvel indicateur synthétique du climat des affaires dans le commerce de détail et le commerce et la réparation automobile 121

COMPTE ASSOCIÉ	126
-----------------------------	-----

Baisse de régime

Au premier trimestre de 2008, la croissance mondiale a rebondi après s'être nettement affaiblie au quatrième trimestre de 2007. Il s'agit toutefois d'une embellie passagère et le ralentissement à l'œuvre depuis la mi-2007 devrait se poursuivre sur le reste de l'année 2008.

Trois évolutions continuent en effet de peser sur l'économie mondiale. En cause, tout d'abord, la chute de la construction immobilière, qui ne donne pas de signal d'accalmie et touche aussi bien les États-Unis que l'Irlande, l'Espagne ou le Royaume-Uni.

Vient ensuite le renchérissement des matières premières agricoles et pétrolières, dont la poursuite alimente la hausse des prix à la consommation. La ponction ainsi opérée sur le pouvoir d'achat vient s'ajouter à la baisse de valeur du patrimoine immobilier pour freiner la consommation des ménages.

La crise des marchés financiers, qui incite les banques à freiner le crédit, tend enfin à se prolonger.

La France s'est tenue jusqu'ici à l'écart du ralentissement mondial, affichant encore une robuste croissance du PIB au premier trimestre (+0,6 %).

Mais les enquêtes de conjoncture signalent désormais un retournement des anticipations des chefs d'entreprise qui touche l'ensemble des secteurs.

Le ralentissement de l'économie mondiale pèse sur les carnets de commandes, de sorte que la production manufacturière ne devrait plus guère croître au cours des prochains trimestres.

La demande des ménages français tend en outre à s'affaiblir. Comme dans les autres pays industrialisés, la consommation pâtit de la hausse des prix des

matières premières et le pouvoir d'achat du revenu ne devrait qu'assez faiblement progresser en 2008. Comme c'est le cas habituellement en phase de freinage du revenu, le taux d'épargne devrait baisser et soutenir la consommation. Mais cette baisse s'annonce modeste, les ménages semblant privilégier le maintien d'une épargne de précaution abondante.

En outre, la France subit à son tour un retournement du marché immobilier. L'investissement résidentiel des ménages, encore en croissance l'année dernière, devrait nettement baisser en 2008, comme le laisse attendre la chute des mises en chantier du début d'année.

Ainsi, la croissance française devrait être faible d'ici la fin de l'année (+0,0 % à +0,2 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année elle serait limitée à 1,6 %. La baisse du chômage, encore sensible au premier trimestre, devrait quasiment s'interrompre et le taux de chômage s'établirait à 7,1 % en France métropolitaine en fin d'année.

Au-delà des aléas récurrents portant sur l'environnement international de la France, et qui n'ont pas disparu (pétrole, taux de change, vitesse de résorption des tensions financières,...), ce scénario est affecté de deux aléas plus nouveaux.

Tout d'abord, si la chute des mises en chantier du début d'année se poursuivait dans les mois à venir, l'investissement des ménages pourrait amputer davantage encore la croissance française. À l'inverse, la bonne résistance dont a fait preuve jusqu'à présent l'investissement des entreprises pourrait se prolonger un peu plus longtemps qu'anticipé et soutenir ainsi l'activité, dans un contexte où des tensions persistent encore sur l'appareil de production.

La forte croissance enregistrée au sein de la zone euro et au Japon au premier trimestre a surpris

Mais elle semble en partie surestimée

Au premier trimestre de 2008, la croissance des économies avancées a légèrement rebondi (+0,5 % après +0,3 % au quatrième trimestre de 2007). Comme prévu, l'économie américaine est restée proche de la stagnation et le Royaume-Uni a continué de ralentir (+0,4 % après +0,6 % au quatrième trimestre). En revanche, la croissance a nettement surpris à la hausse au Japon (+1,0 %) et en zone euro (+0,7 %). L'Allemagne a notamment affiché un taux de croissance très élevé (+1,5 %).

Ces performances doivent être relativisées : la croissance du Japon au quatrième trimestre a été revue à la baisse et le jour supplémentaire de février pourrait avoir été insuffisamment corrigé dans les statistiques officielles japonaises ; en outre, le retour à la normale de l'octroi des permis de construire a temporairement dopé l'investissement en logement des ménages. De même, en Allemagne, la correction positive des jours ouvrables est très forte au premier trimestre (Pâques ayant eu lieu au premier trimestre) et la clémence de la météo a stimulé l'activité dans la construction.

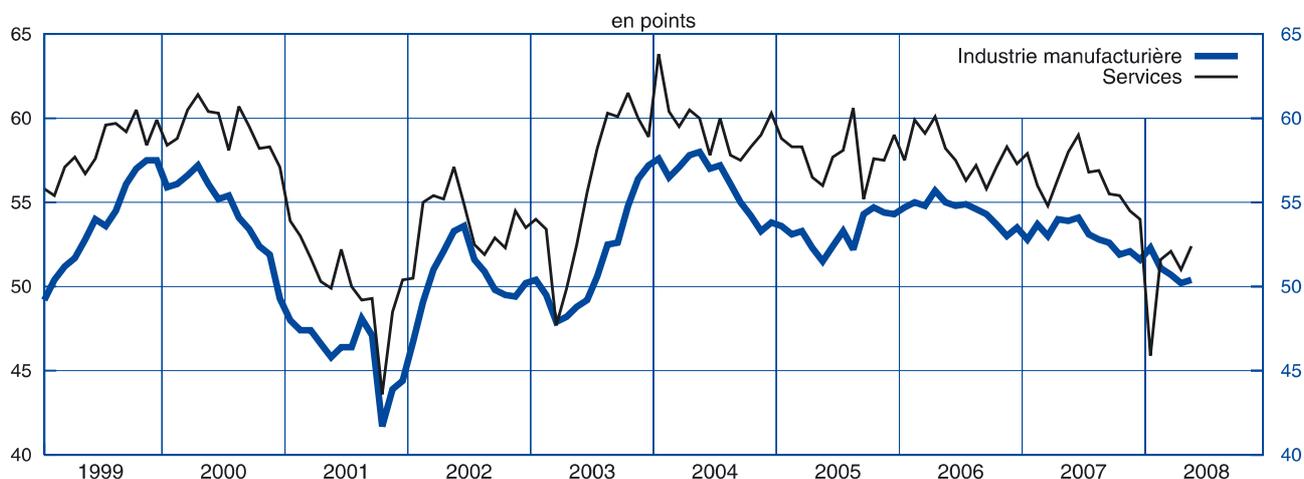
Le ralentissement de l'économie mondiale n'aurait marqué qu'une pause

Les enquêtes qualitatives de conjoncture ont poursuivi leur détérioration (cf. graphique 1). Le rebond de la croissance mondiale au premier trimestre ne remet donc pas en cause la réalité du ralentissement en cours : l'économie mondiale reste affectée par la crise financière et la poussée de l'inflation qui rogne le pouvoir d'achat des ménages.

En 2008, les perturbations financières persisteraient

En effet, malgré les injections répétées de liquidités par les principales banques centrales et les baisses de taux d'intérêt de la Fed, les tensions sur les marchés monétaires persistent encore. Cette situation, défavorable au financement de projets par emprunts bancaires, devrait perdurer en 2008 tant que les pertes liées à la crise financière ne seront pas complètement soldées. L'atténuation du mouvement de fuite vers la qualité observée depuis avril semble néanmoins augurer un apaisement progressif des tensions.

1 - Indicateur d'activité (Purchasing Manager's Index) dans les économies avancées



Source : Insee

L'inflation mondiale est élevée

Le prix du pétrole resterait à un niveau élevé

L'inflation est élevée dans la plupart des pays. Elle est alimentée par la hausse des prix des matières premières. Ainsi, le prix du baril de Brent a augmenté d'environ 50 % depuis le début de l'année, passant de 90 \$ en janvier à plus de 135 \$ début juin avant de se replier légèrement. La demande de pétrole est dynamique et devrait le rester, du fait des pays émergents et du Moyen-Orient, même si l'économie mondiale ralentit. Dans le même temps, l'offre de pétrole inquiète : l'OPEP ne semble pas disposée à mobiliser des capacités additionnelles limitées ; l'absence d'investissement handicape la production russe et les tensions géopolitiques, notamment au Nigéria, continuent de perturber l'extraction de pétrole. Le prix du baril de Brent devrait donc rester élevé, fluctuant autour de 130 \$ d'ici à la fin de l'année.

L'inflation alimentaire touche particulièrement les pays émergents

Les prix des principales denrées alimentaires telles que le blé ou le riz atteignent également des niveaux élevés et leur décrue ne pourra être que progressive (cf. graphique 2). La mise en place de nouvelles productions nécessite en effet des délais parfois importants. En outre, le renchérissement des équipements agricoles et des engrais a sans doute limité plus que d'habitude les nouveaux investissements. De surcroît, les récentes catastrophes naturelles qui ont affecté la Chine et la Birmanie ont touché des régions agricoles importantes pour la production de riz. La hausse des prix des matières premières agricoles se diffuse enfin aux produits alimentaires transformés. Elle affecte plus fortement les ménages dont la part du budget consacrée à l'alimentation est importante, notamment les ménages des pays émergents et les ménages les plus modestes dans les économies avancées.

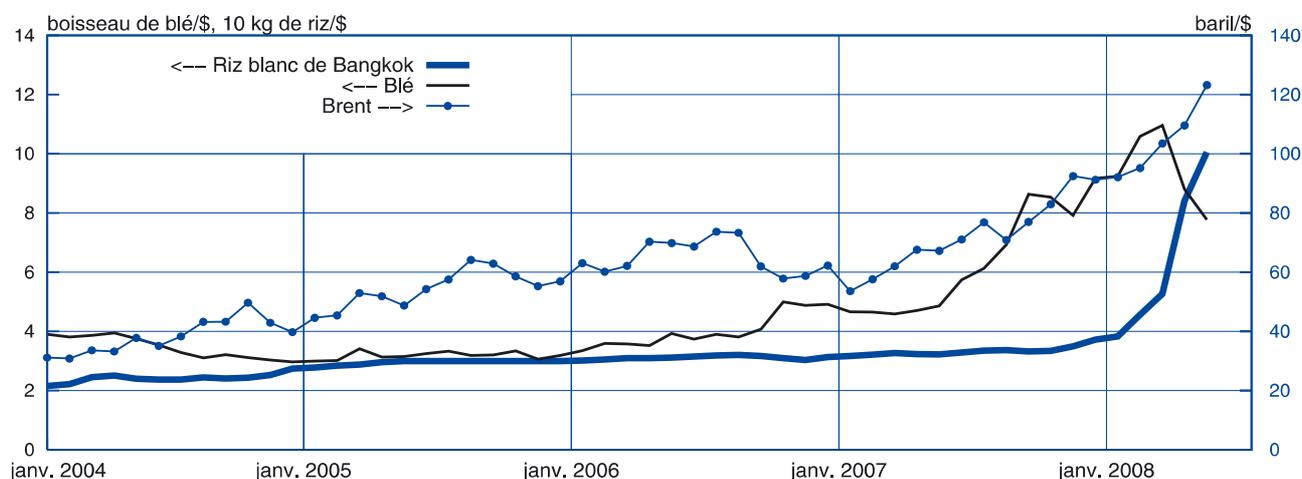
La consommation devrait en souffrir

Pâtissant de l'inflation qui rogne le pouvoir d'achat des ménages, et du ralentissement du commerce mondial, les économies émergentes ralentiraient à leur tour. Dans la plupart des économies avancées, la consommation devrait nettement freiner, à l'exception notable des États-Unis : la relance fiscale donne temporairement un net surcroît de revenu aux ménages.

L'inflation réduit les marges de manoeuvre des politiques monétaires face au ralentissement de l'activité

Dans ce contexte inflationniste, la Fed et la Banque d'Angleterre ont récemment opté pour le *statu quo* de leur politique monétaire. Ce *statu quo* devrait perdurer car l'inflation resterait au-dessus des objectifs des banques centrales, limitant ainsi leur possibilité à assouplir les politiques monétaires en cette période de ralentissement. La BCE, qui n'a pas modifié ses taux depuis l'été dernier, semble même prête à les relever.

2 - Pétrole, boisseau de blé et riz



Source : Insee

La dégradation conjoncturelle est amplifiée par les difficultés du secteur immobilier

La crise immobilière américaine est l'une des plus sévères de l'après-guerre

Le ralentissement est plus marqué dans les pays où le marché immobilier s'est retourné brutalement. Aux États-Unis, la crise du marché immobilier n'est pas terminée : les ventes de logements continuent de baisser, les stocks de logements invendus sont au plus haut et les mises en chantier au plus bas. Cette crise immobilière est d'ores et déjà l'une des plus sévères de l'après-guerre. L'investissement en logement des ménages continue de chuter et leur consommation commence à pâtir de la baisse de leur patrimoine immobilier. L'économie américaine devrait dans ces conditions connaître une quasi-stagnation au cours des prochains trimestres. L'activité resterait toutefois soutenue par un commerce extérieur qui profiterait de la dépréciation passée du dollar et, temporairement, par la relance fiscale.

Le retournement des prix immobiliers est également brutal au Royaume-Uni

Au Royaume-Uni également, le marché immobilier s'est retourné. L'investissement en logement des ménages aurait reculé au premier trimestre en lien avec un ajustement assez brutal des prix immobiliers. D'ici la fin de l'année, la croissance économique serait atone.

En zone euro, la situation du marché immobilier est moins préoccupante en moyenne

En zone euro enfin, la situation de l'immobilier est moins préoccupante en moyenne, même si les marchés immobiliers de certains pays comme l'Espagne, la Finlande ou l'Irlande s'ajustent brutalement et qu'il n'est pas exclu que d'autres leur emboîtent le pas. En outre, l'investissement non résidentiel devrait permettre à l'investissement en construction de continuer d'augmenter. Contrairement aux États-Unis et au Royaume-Uni, la zone euro devrait bénéficier d'une demande intérieure un peu plus soutenue du fait du plus grand dynamisme des salaires, notamment en Allemagne et en Italie. Néanmoins, la consommation serait freinée par le niveau élevé de l'inflation et le commerce extérieur pâtirait de l'appréciation passée de l'euro et du ralentissement mondial. La croissance devrait donc rester modeste, comme le suggère la dégradation continue des enquêtes européennes de conjoncture.

Le commerce extérieur français souffrirait d'un environnement moins porteur

Les exportations de la France marqueraient le pas

Handicapées par un environnement mondial peu porteur et l'appréciation passée de l'euro, les exportations devraient marquer le pas dès le deuxième trimestre, après la bonne surprise du premier trimestre : les dernières données douanières et le repli attendu des importations de nos principaux partenaires européens laissent augurer un recul (- 0,1 %). Au second semestre, les exportations resteraient atones, comme le suggère la détérioration quasi continue des carnets de commandes étrangers depuis la fin de l'année dernière.

La croissance des importations se tasserait

Les importations ralentiraient également. Au deuxième trimestre, elles stagneraient en réaction à un premier trimestre très dynamique, notamment pour les importations énergétiques. Sur l'ensemble de l'année enfin, le ralentissement de la demande intérieure limiterait la croissance des importations totales (+2,7 % en 2008).

Le commerce extérieur pèserait sur la croissance

Au total, le commerce extérieur français ne confirmerait pas sa bonne tenue de la fin de 2007 et du début de 2008. La contribution comptable des échanges extérieurs à la croissance serait à nouveau légèrement négative et le déficit commercial se creuserait.

L'amélioration s'est poursuivie sur le marché du travail

L'emploi ralentirait progressivement en 2008

Après une année faste sur le front de l'emploi (plus de 380 000 emplois créés dans l'ensemble de l'économie en 2007 dont 352 000 salariés dans les secteurs concurrentiels), les créations d'emploi seraient moins nombreuses en 2008 (environ +200 000 dont +193 000 salariés dans les secteurs concurrentiels). D'une part, l'emploi salarié du secteur marchand s'ajusterait progressivement au tassement de l'activité. D'autre part, les sorties des dispositifs de contrats aidés continueraient d'être supérieures aux entrées, freinant l'emploi salarié non marchand. Le ralentissement de l'emploi serait toutefois progressif. Les services aux entreprises (+79 000 emplois) et aux particuliers (+70 000 emplois) resteraient les secteurs les plus créateurs d'emploi.

La baisse du chômage serait limitée

Au premier trimestre, le taux de chômage au sens du BIT a de nouveau baissé (repli de 0,2 point). Comme au quatrième trimestre de 2007, ce recul est plus marqué que ne le suggèreraient l'augmentation de l'emploi et la hausse tendancielle de la population active. À partir du deuxième trimestre, le moindre dynamisme de l'emploi et le retour à la tendance de la population active devraient limiter la baisse du chômage (7,1 % fin 2008).

L'inflation ampute le pouvoir d'achat

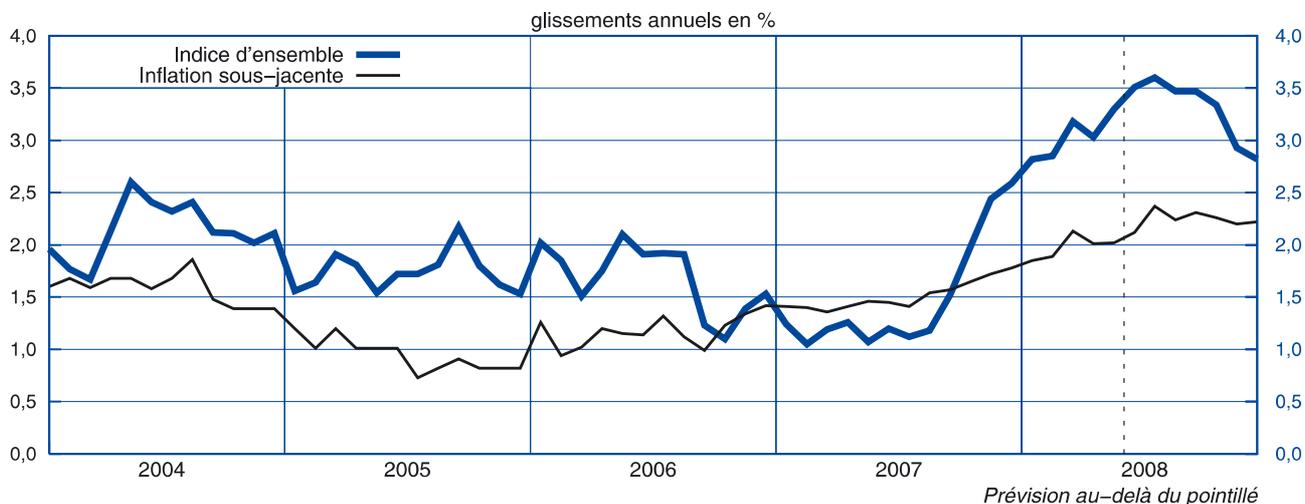
Le revenu nominal des ménages ralentirait en 2008

Au premier semestre de 2008, les revenus salariaux resteraient assez dynamiques en raison de la bonne tenue du marché du travail. En revanche, ils décéléreraient progressivement au second semestre sous l'effet du ralentissement de l'emploi. En outre, les prélèvements obligatoires seraient plus dynamiques en 2008, en dépit de l'effet modérateur de la loi TEPA. Deux facteurs viendraient nourrir, en effet, la progression des prélèvements obligatoires. D'une part, l'impôt sur le revenu devrait retrouver son rythme normal de progression après une baisse exceptionnelle en 2007. D'autre part, la mise en place du prélèvement à la source de la CSG sur les revenus du patrimoine et des placements conduirait à avancer le versement de cet impôt. Au total, le revenu nominal des ménages n'augmenterait que de 2 % au premier semestre de 2008 et de 1,3 % au second (après +2,8 % au second semestre de 2007).

L'inflation atteindrait 3,6 % sur un an cet été

Ce ralentissement intervient alors que la hausse des prix à la consommation est forte. L'inflation alimentaire devrait rester élevée, la flambée des cours des matières premières agricoles continuant de se répercuter sur les prix à la consomma-

3 - Prix à la consommation en France



Source : Insee

tion. De plus, la nouvelle envolée du prix du pétrole pousse l'inflation énergétique à la hausse. Au total, la hausse des prix de détail dépasserait les 3 % en glissement annuel (3,6 % cet été, cf. graphique 3). Sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stable autour de 130 \$, l'inflation énergétique se modérerait à partir de l'automne, contribuant à ramener la hausse des prix à la consommation autour de 2,8 % en glissement annuel en fin d'année.

L'inflation sous-jacente dépasse légèrement les 2 %

L'inflation sous-jacente, qui augmente régulièrement depuis le début de 2006, poursuivrait par conséquent sa progression (+2,2 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2008). Celle-ci traduit la diffusion progressive des hausses de prix des matières premières aux biens produits en France et à l'étranger, en particulier les produits alimentaires transformés et les produits manufacturés. La transmission de la hausse des prix de production aux prix à la consommation pourrait toutefois s'atténuer un peu : la loi de modernisation de l'économie et la loi Chatel devraient en effet commencer à modérer l'évolution des prix dans la grande distribution.

L'inflation serait de 3,2 % en moyenne en 2008

En moyenne annuelle, l'inflation s'établirait à 3,2 % en 2008 (après 1,5 % en 2007), un niveau inobservé depuis plus de quinze ans (+3,2 % également en 1991). Les hausses des prix alimentaires et des prix énergétiques seraient responsables chacune d'environ un point de hausse.

Les gains de pouvoir d'achat seraient modestes tout au long de 2008

Du fait de la hausse de l'inflation et d'un revenu moins dynamique qu'en 2007, le pouvoir d'achat du revenu des ménages ne devrait que faiblement progresser (+0,9 % en moyenne annuelle, +0,0 % par unité de consommation), avec en particulier une nette décélération du pouvoir d'achat du salaire par tête. L'impact de ces évolutions sur la consommation devrait être amorti, les ménages tirant un peu sur le surcroît d'épargne accumulé en 2007 : le taux d'épargne baisserait légèrement en 2008 (15,3 % après 15,7 % en 2007).

La demande intérieure faiblirait

La consommation freinerait nettement

Toutefois, la consommation aurait du mal à repartir après le coup d'arrêt du premier trimestre (+0,1 % après +0,6 % au quatrième trimestre de 2007) : sa croissance serait comprise entre +0,1 % et +0,3 % par trimestre, un rythme bien inférieur à la tendance de longue période. La consommation alimentaire devrait notamment continuer de souffrir de la hausse des prix alimentaires. Le déblocage anticipé de la participation permise par la loi pour le pouvoir d'achat pourrait toutefois soutenir dans une certaine mesure la consommation au second semestre.

L'investissement en logement des ménages reculerait

L'investissement des ménages reculerait dès le deuxième trimestre après avoir stagné au premier. Les données concernant les mises en chantier sont certes fragiles en raison d'un changement de méthode de collecte, mais leur recul est si marqué que sa réalité paraît assurée ; en outre, les stocks de logements neufs vendus ont dépassé leur pic de 1992 et le nombre de transactions s'est franchement affaibli depuis la fin de 2007 ; enfin, les prix immobiliers semblent plafonner et les taux des crédits immobiliers ont légèrement augmenté depuis l'été dernier. Le retournement de l'investissement en logement des ménages est désormais engagé en France, même si une incertitude demeure quant à son ampleur.

L'investissement productif ferait preuve d'une certaine résistance

Le ralentissement prononcé de la consommation et le repli de l'investissement des ménages affaibliraient la demande intérieure. A contrario, l'investissement productif la soutiendrait légèrement. En effet, son ralentissement serait modéré à court terme (+4,4 % en 2008 après +7,3 % en 2007). Le tassement de l'activité et les conditions de financement moins favorables ne seraient pas propices à de

nouveaux projets. Mais la vigueur persistante de l'investissement jusqu'au début de 2008 pourrait augurer une descente probablement plus lente que dans les cycles précédents.

Une croissance faible en prévision

La croissance serait de 1,6 % en 2008

Au total, la croissance devrait restée très modérée d'ici la fin de 2008. Après le rebond du premier trimestre (+0,6 %), elle serait comprise entre +0,0 % et +0,2 % par trimestre. Notre scénario central (cf. éclairage « Appréhender l'incertitude autour de la prévision ») conduit à une croissance de +1,6 % en 2008.

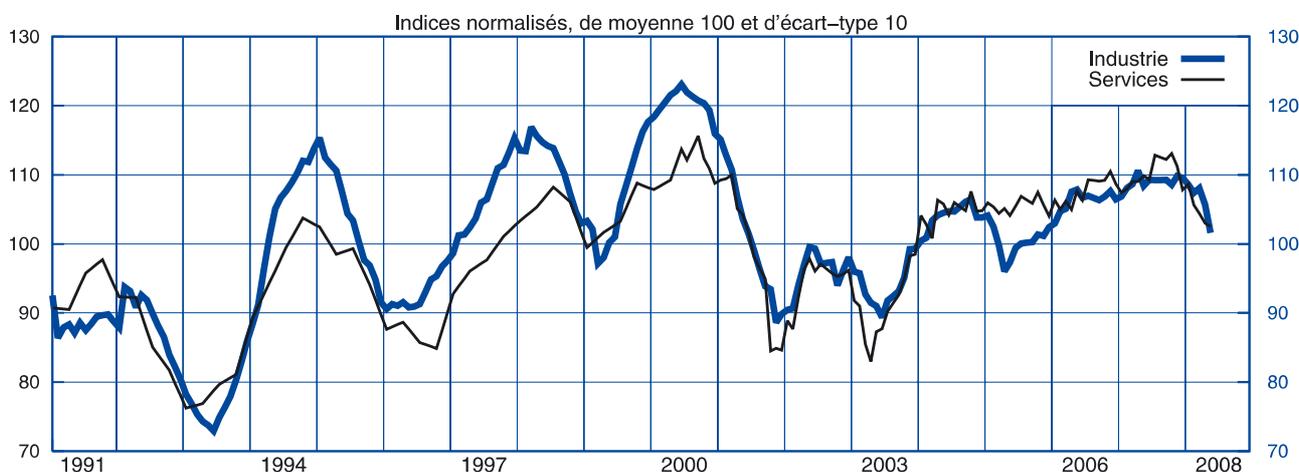
La dégradation des enquêtes se traduirait par un ralentissement de l'activité dès le deuxième trimestre

La dégradation des enquêtes de conjoncture observée dans tous les secteurs économiques (cf. graphique 4) se concrétiserait dès le deuxième trimestre par un net ralentissement de l'activité. En particulier, la production devrait nettement fléchir dans les services et reculer dans la construction. Au second semestre, elle resterait atone : les services marchands devraient pâtir du tassement de la consommation ; la production manufacturière stagnerait, en ligne avec la baisse des perspectives de production en mai ; la production en BTP souffrirait du retournement immobilier et du repli habituel des dépenses de travaux publics après les élections municipales.

L'ampleur du retournement immobilier constitue le principal aléa

L'ampleur du retournement du marché immobilier constitue un aléa à la baisse non négligeable pour notre scénario, dans la mesure où le recul des mises en chantier n'a pas été supposé se prolonger en prévision. À l'opposé, la vigueur persistante de l'investissement des entreprises pourrait perdurer au-delà du début d'année : la relative singularité du cycle d'investissement productif actuel pourrait conduire à un ralentissement plus modéré qu'anticipé de l'investissement total. ■

4 - Le climat des affaires dans l'industrie et les services



Source : Insee

France : équilibre ressources-emplois en volume

aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %

	2006				2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,7	1,0	0,0	0,5	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6	0,2	0,0	0,2	2,4	2,1	1,6
Importations	1,0	2,0	-0,5	1,7	2,3	1,8	1,8	-1,1	1,9	0,0	0,3	0,5	6,5	5,9	2,7
Dépenses de consommation des ménages	0,9	0,1	0,5	0,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,3	2,5	2,5	1,3
Dépenses de consommation des APU*	0,5	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	1,4	1,3	1,2
FBCF totale	0,8	2,1	0,8	1,9	1,2	0,6	1,0	1,1	1,1	0,0	-0,4	-0,4	5,0	4,9	2,2
dont : ENF	0,5	2,5	1,1	2,7	2,0	1,1	1,7	1,2	1,8	0,4	0,2	0,6	5,4	7,3	4,4
Ménages	1,9	2,3	1,4	0,8	0,5	0,3	0,3	0,8	0,0	-1,1	-1,7	-2,5	7,1	3,0	-1,5
Exportations	2,3	1,9	-1,4	1,0	0,9	1,6	1,1	-0,2	3,1	-0,1	0,0	0,3	5,6	3,2	3,9
Contributions :															
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1	0,2	2,8	2,7	1,5
Variations de stocks**	-0,4	0,4	-0,2	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,2
Commerce extérieur	0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	0,3

■ Prévisions

* Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM

** Les variations de stocks sont y compris acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

Éclairage - Appréhender l'incertitude autour de la prévision

Les prévisions de cette note de conjoncture se présentent sous la forme de valeurs précises. Ainsi, la croissance du PIB est prévue à 1,6 % sur l'ensemble de l'année 2008 : sous l'hypothèse que les prévisions de l'Insee ne sont pas systématiquement trop optimistes ou trop pessimistes (on dira alors qu'elles sont « sans biais »), cette prévision peut être considérée comme le chiffre attendu en moyenne compte tenu de l'information aujourd'hui disponible.

Cette prévision n'est pourtant pas exempte d'incertitudes. Celle-ci provient des nombreux chocs qui peuvent affecter l'environnement international : chocs sur les prix du pétrole, le taux de change, les taux d'intérêt... Elle trouve aussi son origine dans la connaissance imparfaite qu'ont les économistes des comportements des agents français et étrangers (taux d'épargne des ménages, anticipations de demande des entreprises,...) : ceux-ci ne peuvent être estimés qu'avec imprécision sur le passé ; ils peuvent également évoluer et ne pas être conformes en prévision à ce qu'ils ont pu être sur le passé. Les scénarios potentiels sont donc nombreux.

Il n'est pourtant pas envisageable de présenter l'ensemble de ces scénarios : une note de conjoncture n'y suffirait pas ! C'est pourquoi le diagnostic des prévisionnistes se cristallise, très généralement, dans une prévision unique et centrale.

Ce faisant, les lecteurs de la note, comme d'ailleurs ses producteurs, risquent de perdre de vue l'incertitude inhérente à ce type d'exercice. Pour conjurer ce risque, on propose ici deux approches complémentaires qui permettent d'illustrer de manière concise l'incertitude qui entoure la prévision :

- un « graphique des risques », inspiré de la pratique de la Banque d'Angleterre et qui illustre de manière visuelle l'incertitude globale qui entoure la prévision de croissance du PIB ;
- une évaluation de l'impact que pourraient avoir sur le scénario global, toutes choses égales d'ailleurs, des écarts sur quelques variables centrales (taux de change, pétrole).

L'incertitude systématique autour de la prévision : le « graphique des risques »

Popularisé par la Banque d'Angleterre, le « *fan chart* » (qu'on pourrait traduire littéralement en français par *graphique en éventail*, mais qu'on a préféré appeler *graphique des risques*) retrace autour de la prévision centrale la distribution de probabilités attachée au scénario : la première bande, la plus foncée, couvre les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 % ; si on ajoute les deux bandes légèrement moins foncées immédiatement au-dessus et immédiatement en dessous de la bande centrale, la probabilité cumulée des trois bandes centrales atteint ainsi 20 %. Et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée aux bandes les plus claires, jusqu'à atteindre une probabilité cumulée de 90 %. Ainsi, au fur et à mesure que les bandes s'élargissent, est couvert un champ des possibles de plus en plus vaste.

Pour construire le *graphique des risques* présenté ici, la largeur de ces bandes a été estimée à partir de l'historique des erreurs de prévision associées aux notes et points de conjoncture publiés par l'Insee entre 1989 et 2006. En effet, sous les hypothèses que la volatilité des chiffres de croissance et que la méthodologie uti-

lisée par les prévisionnistes de l'Insee n'ont pas changé durant la période, la distribution de ces erreurs de prévision calculée à partir des réalisations passées est une bonne mesure de la distribution des erreurs futures et donc de l'incertitude qui entoure une prévision donnée. Ces hypothèses semblent fortes, mais en pratique, on ne constate pas - et c'est heureux ! - de tendance à la dégradation, ni - hélas ! - de tendance à l'amélioration de la qualité des prévisions.

Les erreurs de prévision ont été calculées en rapportant la prévision de croissance du PIB à celle publiée par les comptes trimestriels lors des premiers résultats. Ces erreurs peuvent être considérées comme suivant, à chaque trimestre, une loi normale d'espérance nulle et d'écart-types respectifs 0,28 %, 0,33 % et 0,37 % pour les premier, deuxième et troisième trimestres de prévision. Par rapport à la prévision de la note de conjoncture, la réalisation du premier trimestre prévu (le deuxième trimestre de 2008 pour ce qui concerne la présente note), a par exemple 90 % de chances d'être située dans un intervalle de +/- 0,45 %⁽¹⁾ autour de cette prévision.

Ces valeurs peuvent paraître élevées. Mais d'une part, elles sont inférieures à la volatilité des chiffres de croissance du PIB issus des premiers résultats des comptes trimestriels : leur écart-type s'établit à 0,43 % sur la même période. D'autre part, elles sont comparables à celles retenues par la Banque d'Angleterre pour bâtir son propre *graphique des risques* sur la période 1997T4-2006T2⁽²⁾. Enfin, l'intervalle est très sensiblement réduit si on se contente d'une probabilité de 50 %.

Lorsqu'ils sont construits par les banques centrales, les « *fan charts* » s'appuient sur l'historique des erreurs de prévisions mais peuvent le cas échéant s'en écarter en fonction de l'analyse des risques faite par les membres du Conseil de politique monétaire. On pourrait ainsi considérer aujourd'hui que, du fait du dérèglement des marchés financiers, la prévision est plus incertaine qu'à l'accoutumée. On peut aussi à l'occasion considérer que les risques autour du scénario le plus probable, celui qui est reporté dans la note, sont dissymétriques. C'est par exemple l'hypothèse qu'avait retenue la Banque d'Angleterre lorsque les ménages avaient reçu des dividendes exceptionnels du fait de la transformation de plusieurs sociétés immobilières en banques en 1997 : la Banque considérait que l'impact sur la consommation et donc sur la croissance de ces dividendes exceptionnels serait faible ; mais le risque principal encouru par la Banque d'Angleterre était clairement de sous-estimer cet effet, et donc plus de sous-estimer que de surestimer la croissance. Cette appréciation de l'asymétrie aux risques est importante pour le banquier central, dans la mesure où des évènements très éloignés de la prévision centrale (une baisse des prix à la consommation notamment) peuvent avoir des conséquences désastreuses (entrée en déflation par exemple).

On a toutefois choisi dans cette note de ne pas s'écarter de la variance historique des erreurs de prévision, l'introduction d'une dose de subjectivité paraissant difficile à justifier.

(1) Soit le produit de 0,28 par 1,65, la valeur qu'une loi normale centrée réduite dépassera en valeur absolue dans 10 % des cas.

(2) La Banque d'Angleterre avait alors retenu comme écart-types moyens sur les glissements annuels correspondants les valeurs de 0,28 %, 0,55 % et 0,73 %. Concernant les erreurs de prévision de l'Insee, les écart-types sur ces glissements annuels s'établissent à 0,28 %, 0,40 % et 0,71 %.

Le *graphique des risques* construit à partir du scénario de cette note de conjoncture peut ainsi donner lieu aux interprétations suivantes (cf. *graphique 1*) :

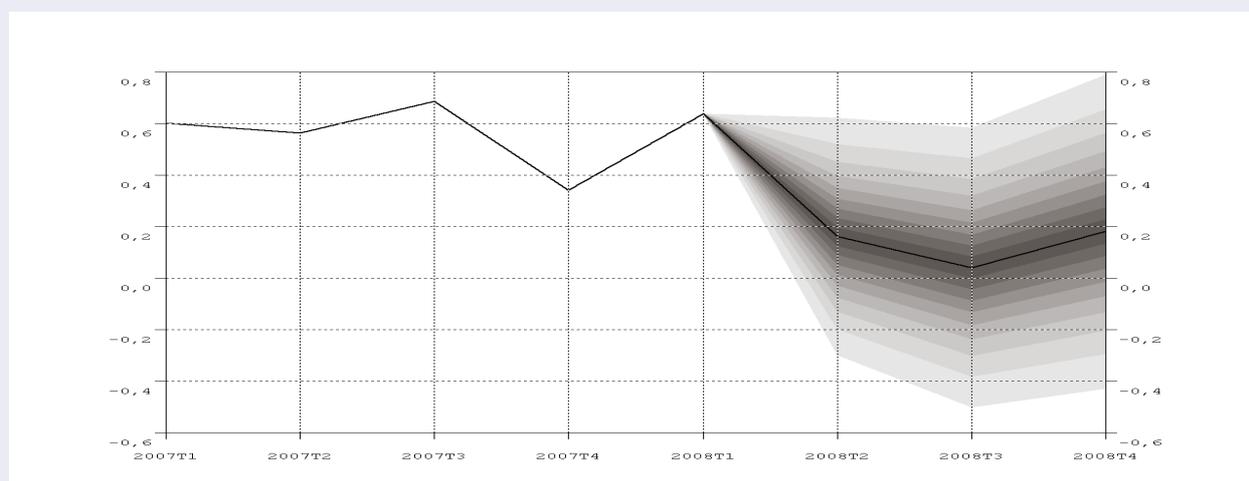
- la prévision centrale pour le deuxième trimestre est de +0,2 % ; cette prévision doit être considérée comme celle de probabilité la plus élevée ;
- le chiffre correspondant qui sera publié par les comptes trimestriels a 50 % de chances d'être compris entre 0,0 % et + 0,4 % ; avec un degré de probabilité plus élevé, de 90 %, on peut dire qu'il devrait être compris entre -0,3 % et +0,6 % ; la probabilité que la croissance du deuxième trimestre soit inférieure à celle du premier trimestre est donc très élevée ; en outre, la probabilité que le chiffre soit négatif n'est pas négligeable, de l'ordre de 30 % ;
- pour le troisième trimestre, l'incertitude autour de la prévision s'accroît légèrement ; on estime que le chiffre qui sera publié par les comptes trimestriels a 50 % de chances d'être compris entre -0,2 % et +0,25 % et 90 % de chances d'être compris

entre -0,5 % et +0,6 % ; comme pour le deuxième trimestre, la probabilité que ce chiffre soit inférieur à celui du premier trimestre est élevée (plus de 95 %) ; et le risque que le chiffre publié soit négatif est cette fois de près de 50 % ;

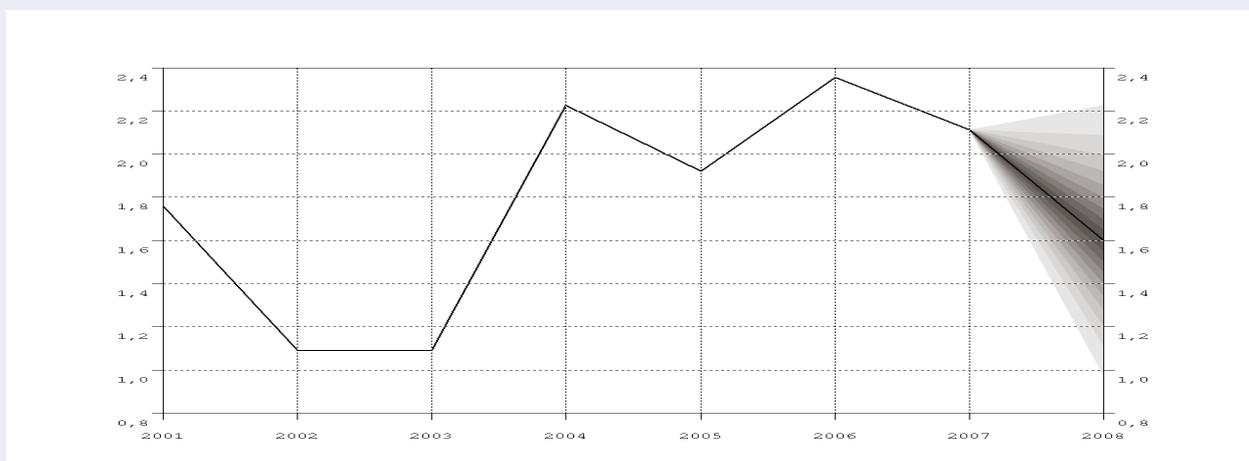
- pour le dernier trimestre de 2008 enfin, l'incertitude croît de nouveau ; avec une prévision de +0,2 %, le chiffre qui sera publié par les comptes trimestriels a cette fois 50 % de chances d'être compris entre -0,1 % et +0,4 % et 90 % de chances d'être compris entre -0,4 % et +0,8 % ; la probabilité que ce chiffre soit supérieur à celui du premier trimestre reste faible, à environ 10 % ; la probabilité que le chiffre soit négatif est de l'ordre de 30 %.

Le même type de graphique peut, sous certaines hypothèses, être également construit pour la moyenne annuelle 2008. Ainsi, avec une prévision centrale évaluée à 1,6 %, le premier taux de croissance annuel publié a 50 % de chances d'être compris entre 1,3 % et 1,8 %. Il a 90 % de chances d'être compris entre 0,9 % et 2,2 %, la probabilité de dépasser 2 % étant faible, évaluée ici à 15 % environ (cf. *graphique 2*).

1 - Le graphique des risques associé au scénario de la note de conjoncture (cas des prévisions trimestrielles)



2 - Le graphique des risques associé au scénario de la note de conjoncture (cas de la prévision annuelle)



L'impact sur la prévision d'hypothèses différentes du prix du pétrole et du taux de change

Parmi les chocs qui peuvent faire s'écarter l'économie de la prévision présentée dans cette note, figurent au premier chef les chocs sur le prix du pétrole et le taux de change de l'euro. Le scénario présenté dans cette note repose sur l'hypothèse d'une stabilité à l'horizon de la prévision de ces grandeurs. Néanmoins, leur volatilité est telle depuis quelques années qu'elles peuvent s'établir à l'horizon de la prévision à des niveaux très différents de ceux retenus en prévision, en hausse comme en baisse.

Ainsi, la prévision de la note de conjoncture de juin 2007 reposait sur l'hypothèse d'une stabilité des prix du pétrole autour de 65 \$ le baril de Brent et d'un taux de change autour de 1,35 \$ pour 1 €. Or, le prix du baril s'est finalement établi à 75 \$ le baril au troisième trimestre et 89 \$ le baril au quatrième trimestre. De même, l'euro s'est apprécié au second semestre de 2007, atteignant 1,37 \$ au troisième trimestre et 1,45 \$ au quatrième trimestre.

Dans le cas où les évolutions observées seraient très différentes de celles retenues dans la note, le deuxième trimestre n'en serait guère affecté, car les prix pétroliers et les taux de change sont en grande partie constatés (deux mois et demi sur trois) au moment de la finalisation de la prévision. Mais les trimestres suivants le seraient nettement plus.

Il est exclu de décrire précisément les scénarios qui en ressortiraient, car au-delà de ces changements d'hypothèses, il est important d'en connaître la cause. Par exemple, une même hausse des prix du pétrole peut provenir d'une hausse de la demande, d'une raréfaction de l'offre, d'un accroissement des tensions géopolitiques, avec des implications très différentes en matière de croissance mondiale sous-jacente, qu'il conviendrait de prendre en compte dans un scénario complet. Aussi, donne-t-on les ordres de grandeur qui ressortent de variantes « standard » issues de modèles macroéconométriques (cf. tableaux 1 et 2) : l'incertitude autour des effets précis des chocs correspondants n'est pas négligeable.

Ces résultats permettent d'estimer les conséquences par exemple d'un prix du pétrole plus bas, à 110 \$ en moyenne sur le second semestre. Les prix du pétrole seraient alors plus bas de 20 \$ que dans le scénario de cette Note de conjoncture. Toutes choses égales d'ailleurs, l'inflation, mesurée en glissement annuel, serait plus faible de 0,4 % au troisième trimestre et de 0,7 % au quatrième trimestre (cf. tableau 1). Dans le scénario central, elle terminerait l'année à 2,8 %. Avec un prix du pétrole à 110 \$ au second semestre, elle pourrait ainsi revenir autour de 2 %. La croissance serait légèrement plus forte de 0,1 % au troisième trimestre (+0,1 % au lieu de 0,0 %) et de 0,2 % au quatrième trimestre (+0,4 % au lieu de +0,2 % prévu). En moyenne sur 2008, la croissance serait plus forte de 0,1 %, atteignant 1,7 % au lieu de 1,6 %.

Les conséquences d'un prix du pétrole plus élevé de 20 \$ au second semestre que dans le scénario associé à la note (150 \$ au lieu de 130 \$) peuvent être estimées de la même manière, les effets pouvant être considérés comme symétriques des précédents. Ainsi, toutes choses égales d'ailleurs, l'inflation, mesurée en glissement annuel, serait relevée de 0,4 % au troisième trimestre et de 0,7 % au quatrième trimestre : elle atteindrait alors 3,5 % en fin d'année. La croissance serait plus faible de 0,1 point au troisième trimestre et de 0,2 point au quatrième trimestre que dans le scénario central de la note : elle serait alors négative ou nulle ces deux trimestres. En moyenne annuelle, elle serait alors de 1,5 %.

Il est également possible d'illustrer l'impact d'une appréciation du taux de change effectif de l'euro (cf. tableau 2). Supposons par exemple que l'euro s'apprécie de 5 % au troisième trimestre : cela correspondrait sur le second semestre à une appréciation de moitié égale à celle constatée entre mai 2007 et avril 2008, mais sur une période deux fois plus longue (appréciation de 9,3 % de l'euro par rapport aux autres devises, pondérées par le poids qu'elles ont dans la concurrence subie par les exportateurs français) ; toujours sur la base des évolutions depuis un an, cela signifierait un euro à 1,67 dollar (au lieu de 1,55), 0,86 livre (au lieu de 0,79) et 161 yens (au lieu de 162). La croissance française serait alors, toutes choses égales d'ailleurs, plus faible de

Tableau 1

Effet d'une baisse de 20 \$ du baril de pétrole à taux de change inchangé (en écart au scénario de la note de conjoncture)

	2008 - T3	2008 - T4	2008 (moyenne annuelle)
Croissance du PIB (en point)	0,1	0,2	0,1
Inflation (IPC en GA) (en point)	-0,4	-0,7	-0,4
Emploi (en milliers)	0	20	5

Source : maquette Insee, à partir des modèles Mésange et NIGEM.

Tableau 2

Effet d'une hausse de 10 % de l'euro par rapport aux autres devises (en écart au scénario de la note de conjoncture)

	2008 - T3	2008 - T4	2008 (moyenne annuelle)
Croissance du PIB (en %)	-0,3	-0,1	-0,2
Inflation (IPC en GA) (en %)	-0,1	-0,1	-0,1
Emploi (en milliers)	-25	-50	-20

Source : « Les effets macroéconomiques de la hausse de l'euro », Note de conjoncture, juin 2008, Insee

0,15 % au 3^e trimestre et de 0,05 % au 4^e trimestre, soit une croissance légèrement négative (-0,1 %) au troisième trimestre et légèrement positive (+0,1 %) au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, la croissance française serait alors de 1,5 % (cf. tableau 2)⁽³⁾.

L'impact qu'aurait une dépréciation équivalente de l'euro (soit un euro à 1,44 dollar, 0,73 livre et 160 yens) serait symétrique : la croissance française pourrait alors atteindre 0,2 % à 0,3 % au troisième trimestre comme au quatrième. En moyenne annuelle, la croissance française serait alors de 1,7 %.

(3) Le tableau 2 est présenté pour des raisons de lisibilité avec un effet de 10 % et non pas de 5 % comme dans la variante exposée ci-dessus.

Rappelons que ces calculs ne sont qu'illustratifs, mais qu'ils fournissent des ordres de grandeur sur l'incertitude qui entoure la prévision du seul fait que des données importantes comme le taux de change ou le pétrole peuvent être sujettes à des mouvements de grande ampleur, extrêmement difficiles à anticiper. Ils permettent également au lecteur qui n'aurait pas les mêmes hypothèses que l'Insee en la matière d'ajuster les prévisions de la note en fonction de ses propres hypothèses. Ceci n'épuise évidemment pas les sources d'incertitudes. ■