

Conjoncture internationale



Synthèse internationale

Au premier semestre de 2008, la croissance des économies avancées fléchirait de nouveau, notamment aux États-Unis, après un quatrième trimestre de 2007 en net ralentissement.

Elle serait freinée par le durcissement des conditions de financement des ménages et des entreprises malgré le relâchement sensible des tensions sur les marchés interbancaires par rapport au second semestre de 2007. De plus, le renchérissement des prix des matières premières énergétiques et alimentaires amputerait le pouvoir d'achat des ménages dans toutes les zones.

La croissance mondiale resterait néanmoins globalement plus forte, du fait du dynamisme des économies émergentes.

d'activité se sont certes stabilisées fin 2007 à un niveau compatible avec une croissance des économies avancées⁽¹⁾ un peu inférieure à 2 % en glissement annuel (cf. graphique 1). Mais l'indicateur d'activité dans le secteur des services (*Purchasing Managers' Index*) a décroché en janvier. À son niveau le plus bas depuis octobre 2001, il signale un fort ralentissement de l'activité.

À l'inverse, les grands pays émergents conserveraient des rythmes d'activité très dynamiques. Dans le même temps, le Sud-Est asiatique ralentirait un peu, la croissance de l'investissement productif ayant notamment passé son haut de cycle de croissance à la fin de 2007. Au total, le glissement annuel du PIB mondial fléchirait un peu en dessous de +5,0 % à la fin du premier semestre de 2008, après +5,4 % en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2007.

L'activité ralentirait au premier semestre de 2008

Au premier semestre de 2008, la croissance des économies avancées fléchirait à seulement +0,3 % par trimestre après +0,5 % en moyenne par trimestre en 2007 (cf. tableaux). Dans l'industrie manufacturière, les perspectives globales

(1) Même champ que le *World Economic Outlook* du FMI (cf. l'éclairage « Mesurer les évolutions macroéconomiques internationales » à la suite de cette fiche).

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

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

Prévisions

Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

Un début de normalisation sur les marchés financiers

Les marchés financiers subissent depuis le mois d'août 2007 de fortes turbulences, à la suite de la crise sur le marché américain des prêts immobiliers dits « *subprime* ». Début 2008, les tensions sur les marchés interbancaires se sont un peu relâchées : l'écart entre les taux monétaires à trois mois et les taux directeurs s'est considérablement réduit, grâce à l'assouplissement des politiques monétaires aux États-Unis et au Royaume-Uni et aux injections répétées de liquidités des Banques centrales. Pour autant, le mouvement de fuite vers la qualité n'est pas terminé : les taux à court terme sur les titres publics restent nettement inférieurs aux taux monétaires de même maturité et les rémunérations exigées sur les titres à long terme des entreprises restent début 2008 supérieures à leur niveau d'avant crise. Néanmoins, un apaisement des tensions est probable à l'horizon du deuxième trimestre, avec une stabilisation des taux publics

longs aux États-Unis qui pourrait précéder celle en zone euro. Les conditions de financement des ménages et des entreprises resteraient toutefois globalement durcies par rapport à 2007, comme le signalent les enquêtes auprès des banques dans toutes les économies avancées.

Du fait du net ralentissement de l'activité au Royaume-Uni et aux États-Unis, la Fed et la Banque d'Angleterre devraient poursuivre leur politique de détente des taux, malgré les tensions inflationnistes. La BCE, considérant que la croissance est plus résistante en zone euro, a jusqu'à présent opté pour le maintien des taux directeurs au niveau de 4 % ; mais, en janvier, son discours plus souple a ouvert la voie à de possibles baisses de taux d'ici la fin de l'année.

La politique monétaire des économies avancées resterait ainsi accommodante, avec des taux courts réels à nouveau très inférieurs à la croissance économique (cf. graphique 2). Du point de vue des

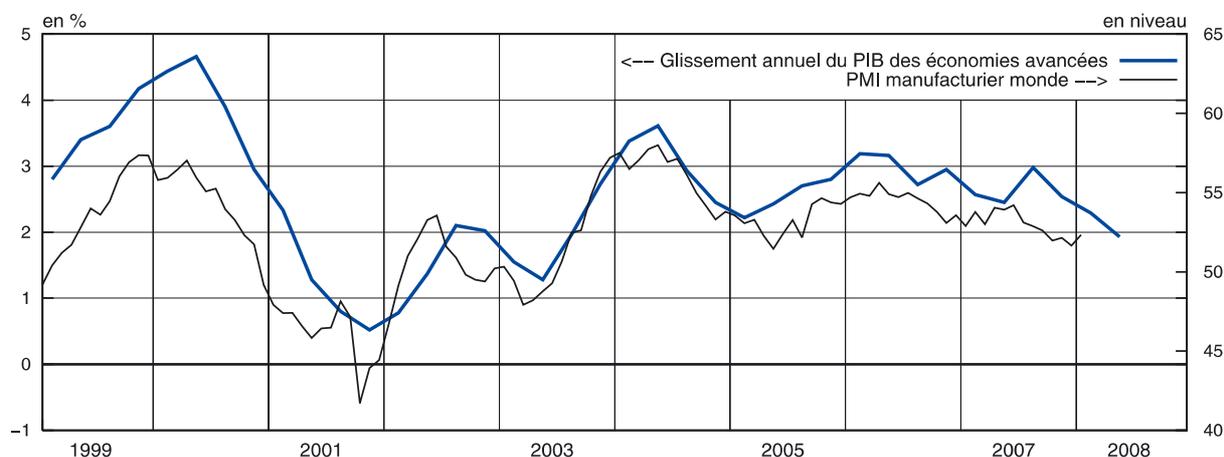
Tableau 2
PIB des principaux pays industrialisés

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

Prévisions

Sources : instituts statistiques nationaux, FMI, calculs Insee

1 - Croissance et indice PMI (Purchasing Managers' Index) manufacturier



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

emprunteurs, toutefois, la baisse des taux sans risque est dans l'ensemble plus que compensée par l'accroissement des primes de risques qu'ils doivent payer sur leurs emprunts. Ainsi, leur coût de financement n'a-t-il pas baissé et même pour certains augmenté.

Sur le marché des actions, les cours sont en repli depuis octobre. Cette baisse a été plus importante dans les pays émergents, comme c'est en général le cas lorsque l'aversion globale au risque augmente.

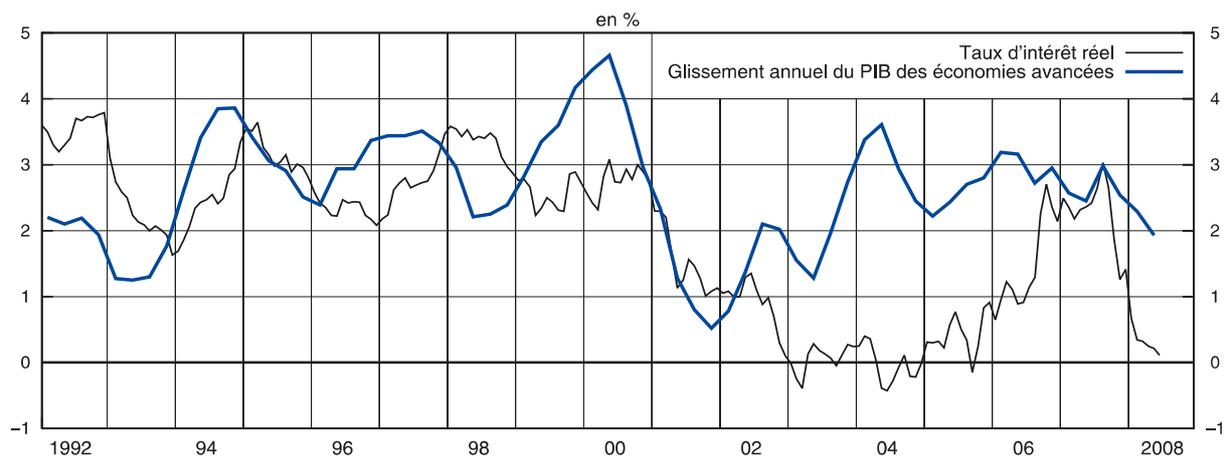
En termes effectifs réels, le dollar et la livre sterling ont eu tendance à se déprécier, tandis que l'euro s'est apprécié. En prévision, le taux de change euro/dollar a été stabilisé à 1,50, son niveau de la fin février.

Des tensions inflationnistes fortes partout dans le monde

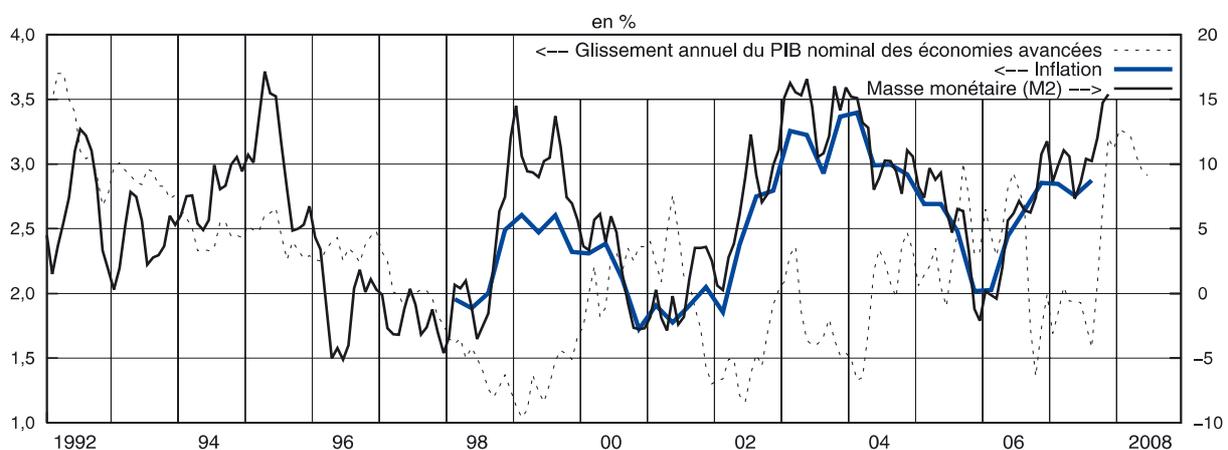
Depuis l'été 2007, l'inflation est nourrie par de fortes hausses de prix des matières premières qui ont poursuivi leur hausse depuis octobre (cf. fiche « Pétrole et matières premières »). Le cours du baril de Brent, s'il fluctue depuis la fin de 2007 autour de 95 dollars, a nettement augmenté par rapport au premier semestre de 2007. Il est maintenu à ce niveau sur l'ensemble de la période de prévision. En outre, les prix des matières premières alimentaires se sont envolés de 46 % entre avril 2007 et janvier 2008.

L'inflation atteindrait ainsi un pic en début d'année dans l'ensemble des économies avancées, avant de légèrement refluer au deuxième trimestre de

2 - Politique monétaire des économies avancées



3 - Tensions inflationnistes (économies avancées)



2008. L'inflation sous-jacente augmenterait faiblement, les effets de diffusion des hausses des prix des matières premières contrebalançant l'impact désinflationniste du ralentissement de l'activité. Enfin, la liquidité resterait abondante, soutenant la croissance à court terme mais faisant peser le risque d'un dérapage de l'inflation à moyen terme (cf. graphique 3).

Principal aléa : l'impact du durcissement des conditions de financement

Des hausses plus importantes qu'anticipé des prix des matières premières énergétiques et alimentai-

res conduiraient à une croissance plus faible que dans notre scénario. Toutefois, le principal aléa reste l'impact de la crise financière : le durcissement des conditions de financement et l'accroissement de l'aversion au risque pourraient entraver plus encore que prévu les décisions d'investissement dans l'ensemble du monde. À l'inverse, la résistance des économies émergentes pourrait atténuer plus significativement qu'anticipé le ralentissement de la croissance mondiale.

Dans cet environnement international moins porteur, la demande mondiale adressée à la France progresserait sur un rythme modéré à l'horizon de la mi-2008, notamment en raison du ralentissement des importations des États-Unis. ■

Éclairage : Mesurer les évolutions macroéconomiques internationales

Les variables macroéconomiques présentées dans cette fiche ont été construites en suivant la méthodologie du *World Economic Outlook* du FMI.

Deux champs géographiques sont considérés :

- Économies avancées : Australie, Canada, Corée du Sud, Danemark, États-Unis, Hong Kong, Islande, Israël, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Suisse, Taïwan, zone euro (15 pays au 1^{er} janvier 2008).
- « Monde » : économies avancées et BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine). Cette sélection écarte des pays où l'information statistique est souvent lacunaire. Mais elle permet d'avoir une bonne approximation de la croissance mondiale, puisqu'elle conduit à un poids total de 78 % du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat (PPA), stable de 1992 à 2008 (source : FMI).

Les séries de produits intérieurs bruts (PIB) sont des données nationales (certaines séries ont été calculées par raccordement de bases). Pour obtenir des séries de PIB réel avant 1995 pour la Russie, l'Inde et la Chine, les séries annuelles du FMI ont été trimestrialisées⁽¹⁾.

(1) Grâce à l'algorithme de Boot, Feibes et Lisman (1967) qui permet d'obtenir des séries lisses.
(2) X12-ARIMA a été utilisé quand les données désaisonnalisées n'étaient pas disponibles.

Pour le PIB à prix constants (resp. l'indice des prix à la consommation), l'agrégation est obtenue en pondérant les variations trimestrielles (resp. le glissement annuel) par la part du pays en PIB PPA⁽²⁾. L'agrégation de taux d'intérêt est obtenue de la même façon à partir de taux à 3 mois du marché monétaire (EURIBOR, LIBOR, SHIBOR). Pour le PIB à prix courants et la masse monétaire (M2), l'agrégation est égale à la somme après conversion des monnaies nationales en dollars via les taux de change de marché.

À partir de la série agrégée de PIB des économies avancées, nous avons estimé un étalonnage sur les *Purchasing Managers' Index* (PMI), indicateurs synthétiques d'activité des entrepreneurs (cf. équation ci-dessous). Cet outil laisse anticiper un fort ralentissement du PIB des économies avancées début 2008 (cf. graphique). Notre analyse par zone nous conduit à retenir une prévision un peu moins pessimiste, notamment parce que nous anticipons un infléchissement plus modéré aux États-Unis que ce que suggèrent les enquêtes.

Équation de l'étalonnage :

$$\Delta PIB = -2,02 + 0,048 \text{PMI} + 0,08 \Delta \text{PMI}$$

(-3,5) (4,6)
(2,6)

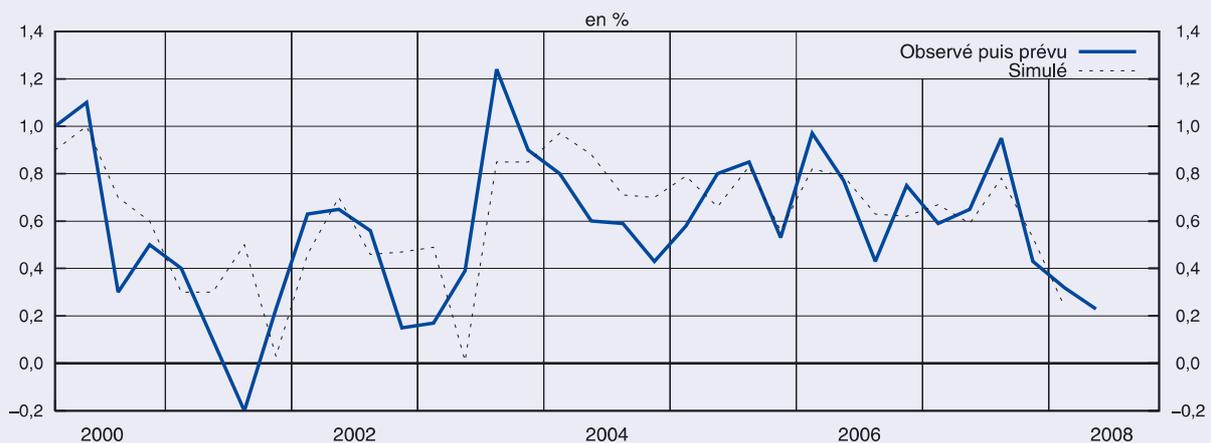
(premier mois du trimestre en cours)
(troisième mois du trimestre précédent)

R² ajusté : 0,46

où : ΔPIB est la variation trimestrielle du PIB des économies avancées

PMI est l'indice PMI composite monde (source : JP Morgan) ■

Étalonnage du PIB des économies avancées à partir des indices PMI monde



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

Pétrole et matières premières

Les prix du pétrole se sont fortement accrus depuis l'été 2007. Le ralentissement de l'activité des économies avancées, et notamment des États-Unis, a certes entraîné une baisse des anticipations de la demande de pétrole. Mais l'ajustement offre-demande demeure très tendu : la demande des pays émergents est toujours en croissance rapide alors que l'accroissement de la production devrait demeurer modéré en 2008. Le cours du baril de Brent resterait très volatil, fluctuant autour de 95 \$ au premier semestre.

Les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont légèrement augmenté au quatrième trimestre : la flambée des prix des matières premières alimentaires a été en partie compensée par la baisse des matières industrielles. Les informations disponibles sur le premier trimestre de 2008 laissent attendre une nouvelle hausse au début de 2008.

Pétrole : un équilibre offre-demande fragile au quatrième trimestre de 2007

Au quatrième trimestre de 2007, les tensions physiques sur le marché du pétrole ont persisté. Certes, l'offre a évolué favorablement grâce à une hausse sensible de la production de l'Opep, et notamment

de l'Irak (cf. tableau 1). Mais la production n'a pas entièrement suivi la demande qui a particulièrement augmenté en Europe (+0,3 million de barils par jour : cf. tableau 2) et au Japon, en raison des besoins énergétiques plus importants en automne. Les stocks américains de brut ont eux aussi continuellement baissé au quatrième trimestre, alors qu'habituellement ils se reconstituent en cette saison. De même, les stocks d'essence sont descendus à leur plus bas niveau de novembre depuis quatre ans avant de rebondir en décembre. Au total, les stocks industriels des pays de l'OCDE étaient au quatrième trimestre à leur plus bas niveau depuis 2005, selon l'estimation du rapport de mars de l'AIE⁽¹⁾. Le déficit de la production s'est ainsi traduit par une forte augmentation des prix à la fin de 2007 (cf. tableau 3).

Détente du marché pétrolier au début de 2008

Les tensions sur le marché physique du pétrole se sont légèrement apaisées au début de 2008. Le ralentissement de l'économie et l'augmentation des prix à la pompe aux États-Unis ont en effet entraîné une baisse des anticipations de la demande américaine en pétrole par rapport au quatrième tri-

(1) Agence internationale de l'énergie

Tableau 1
Production* de pétrole brut et de gaz naturel liquide (GNL)

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

Prévisions

(1) Prévisions Insee (2) Prévisions de l'AIE

* La production de pétrole brut affichée tient compte désormais de l'entrée de l'Angola et de l'Équateur dans l'Opep. Les chiffres ont donc été révisés sur 2006 et 2007.

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

mestre (-0,5 million de barils par jour au premier trimestre et -0,3 million au deuxième trimestre). L'AIE prévoit désormais une légère baisse de la demande américaine au premier semestre de 2008, alors qu'elle attendait précédemment une hausse.

La production des pays de l'Opep est en outre restée élevée après sa hausse au cours du quatrième trimestre, même si elle a légèrement diminué en février.

Dans ce contexte, les stocks américains (seule donnée disponible sur les stocks pour le premier trimestre de 2008) se sont reconstitués en janvier et début février, après avoir atteint des niveaux bas au quatrième trimestre. Les stocks commerciaux de pétrole brut sont ainsi comparables à la moyenne des cinq dernières années. De même, les stocks d'essence ont atteint un haut niveau par rapport aux années récentes.

L'accentuation des tensions géopolitiques a toutefois à nouveau poussé les prix à la hausse en février et au début du mois de mars.

Des tensions physiques persistantes

À l'horizon de la mi-2008, l'offre supplémentaire resterait limitée. Les capacités additionnelles de production diminuent en effet nettement depuis le printemps 2007. De plus, les déclarations du président de l'Opep laissent planer la menace d'une réduction des quotas de production des pays membres de l'Organisation.

Dans le même temps, même si l'économie des États-Unis ralentit fortement, la demande de pétrole resterait dynamique, soutenue par celle des pays émergents. En Chine, la vague de froid a aggravé des pénuries localisées. Elle a obligé les raffineries à augmenter leur production et par conséquent leurs besoins en pétrole brut. Les demandes du Brésil, de l'Iran et de Taïwan ont été re-

vues à la hausse, en raison de leur forte croissance. Enfin, la hausse de la consommation de pétrole du Moyen-Orient représenterait en 2008, comme en 2007, un quart de l'augmentation totale de la demande mondiale.

Au total, l'ajustement entre l'offre et la demande resterait tendu.

Un baril à 95 dollars au premier semestre de 2008

Depuis novembre, le cours du Brent fluctue entre 88 \$ et plus de 105 \$ (cf. graphique). Il pourrait rester dans les prochains mois autour de 95 \$. Le prix du pétrole pourrait baisser si le ralentissement de l'économie américaine était plus important qu'anticipé. À l'inverse, les prix pourraient à nouveau monter si les tensions géopolitiques s'accroissent.

Une légère augmentation des cours des matières premières

Les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont légèrement augmenté au quatrième trimestre (+1,7 %) après une légère baisse au troisième. La flambée des prix des matières premières alimentaires (+13,7 %) a été amortie par la baisse des prix des matières premières industrielles, comme au trimestre précédent.

Sur l'ensemble de l'année 2007, les prix des matières premières alimentaires ont accéléré (+35,6 %). Au quatrième trimestre, la hausse a concerné tous les produits à l'exception du tabac (-0,4 %). Les cours des oléagineux ont accéléré au quatrième trimestre (+19,0 %) après +15,0 % d'augmentation au troisième trimestre : ils ont été soutenus par la forte demande de Chine, premier importateur d'oléagineux, et par une baisse de la

Tableau 2
Demande totale de pétrole, y compris gaz naturel liquide

	Données trimestrielles, en millions de barils par jour								Glissement annuel, en %							
	2007				2008				2007				2008			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	25,7	25,4	25,5	25,6	25,4	25,3	25,5	25,6	1,8	1,5	-0,1	0,7	-1,2	-0,4	0,2	-0,1
Europe	16,0	15,7	16,1	16,4	16,3	15,8	16,2	16,4	-4,4	-1,5	-1,1	-0,7	1,8	0,8	0,5	0,0
Chine	7,3	7,7	7,5	7,6	7,8	8,1	7,9	8,0	4,5	5,1	4,1	4,6	5,9	5,2	5,3	5,9
Moyen-Orient	6,5	6,7	6,9	6,6	6,9	7,0	7,3	7,0	4,7	6,1	4,7	3,6	5,5	5,6	6,4	6,7
Monde	86,0	84,9	85,5	86,9	87,9	86,4	87,2	88,6	0,5	1,6	1,1	1,2	2,2	1,8	2,0	2,0

Prévisions

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

Conjoncture internationale

production mondiale de soja au profit du maïs. L'huile de tournesol s'est de nouveau appréciée (+30,0 % après +32,2 % au troisième trimestre) en raison de mauvaises récoltes en Ukraine et en Argentine, les deux principaux producteurs mondiaux. Les prix des céréales ont aussi fortement augmenté (+10,3 %) du fait notamment de la hausse de la demande pour les biocarburants et d'une diminution de la production, affectée par des sécheresses en Océanie. Les denrées tropicales et le sucre ont aussi contribué à la hausse.

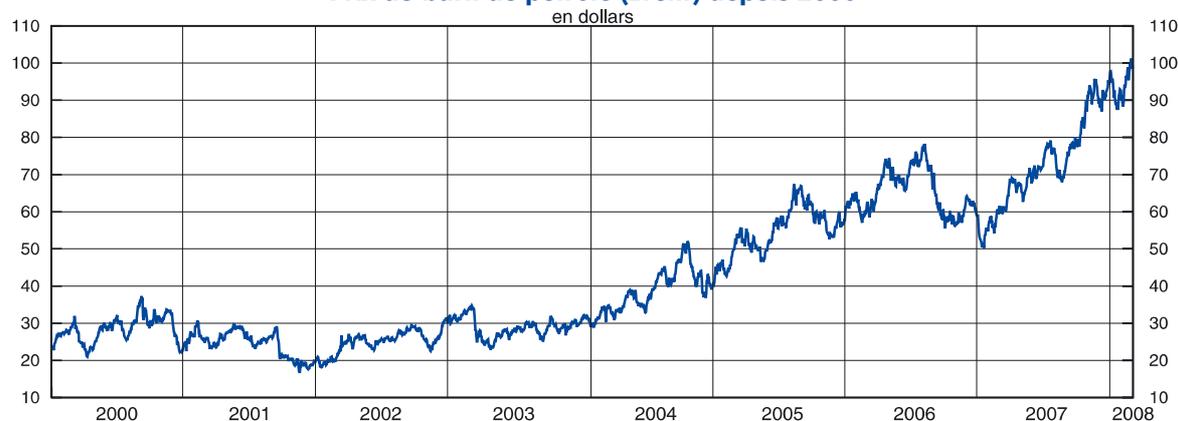
À l'opposé, les prix des matières premières industrielles se sont repliés (-2,8 %) : les cours des minéraux ont ainsi de nouveau diminué (-4,1 %). Les métaux non ferreux sont les principaux contributeurs à cette baisse (-5,5 %) : tous se sont dépréciés à l'exception du plomb (+2,4 %) et du minerai de manganèse (+40,0 %). Ce dernier est utilisé dans la confection de l'acier, secteur en forte expansion. De leur côté, les métaux précieux se sont tous appréciés (+12,8 %), notamment l'or (+15,7 %) du fait de son statut de valeur refuge. La baisse des

cours des matières premières minérales a été amortie par la hausse des prix des matières agro-industrielles (+2,3 %). Le cours de la pâte à papier a continué sa hausse (+5,5 %) entamée depuis deux ans.

Au total, les prix moyens sur toute l'année 2007 (+15,6 %) ont légèrement ralenti par rapport à 2006, année de hausse exceptionnelle (+29,3 %).

Les premières informations sur le début de 2008 suggèrent une hausse des prix des matières premières hors énergie importées par la France. D'une part, les matières alimentaires continueraient de s'apprécier du fait notamment de la hausse de la demande en provenance de la Chine. D'autre part, les prix des matières premières minérales repartent à la hausse ; en particulier, d'importantes tensions dans le secteur de l'acier se sont traduites par un fort renchérissement du minerai de fer brésilien (+65 % à compter du 1^{er} avril 2008). ■

Prix du baril de pétrole (Brent) depuis 2000



Source : Financial Times

Tableau 3
Prix du baril de Brent

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2006		2007				2008		2006	2007	2008 acquis
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Baril de «Brent daté» en dollars	69,6	59,6	57,7	68,6	74,9	88,9	95,0	95,0	65,1	72,5	95,0
Taux de change euro-dollar	1,27	1,29	1,31	1,35	1,38	1,45	1,50	1,50	1,26	1,37	1,50
Baril de «Brent daté» en euros	54,8	46,2	44,1	50,8	54,4	61,3	63,3	63,3	51,9	52,6	63,3

■ Prévisions
Sources : Financial Times, Insee

Marchés financiers

Les tensions sur les marchés interbancaires avaient atteint leur paroxysme au quatrième trimestre de 2007. Depuis le début de l'année, elles se sont globalement apaisées tant aux États-Unis qu'en zone euro et au Royaume-Uni. Sur l'ensemble des marchés financiers, la confiance n'est toutefois pas totalement revenue : les niveaux des taux d'intérêt sur les titres publics restent bas, et les marchés boursiers ont baissé par rapport à leurs niveaux de fin 2007. Les conditions d'octroi de crédits deviennent également plus restrictives selon les enquêtes menées auprès des banques.

Le fléchissement de la croissance aux États-Unis devrait inciter la Fed à baisser son taux directeur. Même si la BCE a assoupli son discours, elle devrait rester attentive aux tensions inflationnistes. Sur les marchés des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue est de 1,50 dollar pour un euro.

Les tensions sur les marchés interbancaires se sont globalement apaisées

Depuis les plus hauts atteints début décembre, l'écart entre les taux à trois mois du marché monétaire (LIBOR) et le principal taux directeur s'est considérablement réduit aux États-Unis comme au Royaume-Uni : aux États-Unis, cet écart a même pu être négatif au premier trimestre de 2008 (cf. graphique 1). Cette baisse est imputable à l'assouplissement de la politique monétaire, aux États-Unis et au Royaume-Uni, et aux injections répétées de liquidités des banques centrales. L'action concertée menée le 12 décembre par la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse, a notamment été décisive. Elle a en particulier conduit à la création par la Réserve fédérale américaine d'un nouveau système d'allocation par enchères (*Term Auction Facility*). Ce système a permis de fournir des liquidités à toutes les institutions de dépôt répondant aux critères d'emprunt au taux d'escompte, peu utilisé jusque-là. Cette action concertée a également conduit à des accords de swaps entre banques centrales pour alimenter les banques en devises.

Toutefois, en zone euro et au Royaume-Uni, l'écart entre les taux à trois mois du marché monétaire et les taux directeurs augmente à nouveau début mars.

Les conditions de financement restent toutefois plus dures qu'avant la crise

Le marché des titres à court terme n'est pas totalement normalisé : l'écart négatif entre le taux à trois mois des titres publics et le taux des *Fed funds* reste élevé, indiquant que le mouvement de fuite vers la qualité n'est pas terminé. Ce mouvement est également visible sur les titres publics longs, tant en zone euro qu'aux États-Unis : leur rémunération tombe à des niveaux proches de 4 % ou inférieurs, sans que les taux d'inflation ou les rémunérations des titres privés baissent en parallèle.

En effet, les rémunérations exigées sur les titres à long terme des entreprises se stabilisent à des niveaux élevés au début de 2008. En Allemagne, le *spread* entre les obligations publiques et celles des entreprises est ainsi au plus haut depuis le début de la crise financière (cf. graphique 2). Une normalisation reste néanmoins envisageable à l'horizon du deuxième trimestre, avec une stabilisation des taux publics longs aux États-Unis.

À l'image des titres de créance des entreprises, les conditions de financement se durcissent également sur les crédits. Aux États-Unis, le *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* réalisé par la Fed en janvier 2008 révèle un net resserrement des conditions de crédit, qui touche à la fois les entreprises et les ménages, quels que soient les types de prêts.

En zone euro aussi, le *Bank Lending Survey* effectué par la BCE en janvier 2008 continue d'indiquer un resserrement des conditions de crédit aux entreprises, également perceptible pour les crédits aux ménages. Selon cette enquête, le durcissement des conditions de crédit devrait se poursuivre à l'horizon du premier trimestre de 2008. Les banques justifient ce durcissement par les turbulences financières, qui ont tari certaines sources de financement, telles que les véhicules de titrisation. La Banque d'Angleterre soulignait notamment le 7 fé-

vrier que « les conditions de crédit pour le marché immobilier et les affaires sont devenues plus difficiles ».

En France, au quatrième trimestre de 2007, selon l'enquête de la Banque de France sur la distribution du crédit, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont également durcis tandis que la demande continue de croître. Ce durcissement devrait, selon l'enquête, s'amplifier au premier trimestre de 2008. Les critères d'octroi des crédits à l'habitat aux ménages seraient quant à eux plus stables, mais les banques anticipent une baisse de la demande pour le premier trimestre de 2008. Jusqu'à présent, l'évolution des conditions de crédit n'a toutefois pas encore eu d'impact important sur les montants levés par les agents non financiers. L'endettement intérieur total (EIT) accélère en effet en janvier 2008 (9,7 % après 9,5 % en décembre 2007), soutenu par l'accélération de l'endettement des sociétés non financières. Le décalage apparent entre les enquêtes et les évolutions de l'endettement pourrait venir soit d'un délai entre l'annonce par les banques du durcissement de leurs conditions de crédit et sa mise en œuvre effective, soit d'une réintégration dans les statistiques de crédits d'opérations déjà existantes, mais qui figuraient auparavant en dehors du bilan des banques.

Enfin, le financement par émissions d'actions reste en général difficile. La défiance des investisseurs pour les actifs risqués entraîne une baisse des indices boursiers par rapport aux niveaux de la fin 2007 (cf. graphique 3) et les incertitudes sur l'ampleur des pertes sur les actifs complexes détenus par les institutions financières entraînent une forte volatilité des cours des bourses. Par ailleurs, les incertitudes sur la croissance américaine ont fini par peser sur les bourses asiatiques qui, hors Japon, avaient été relativement épargnées en 2007.

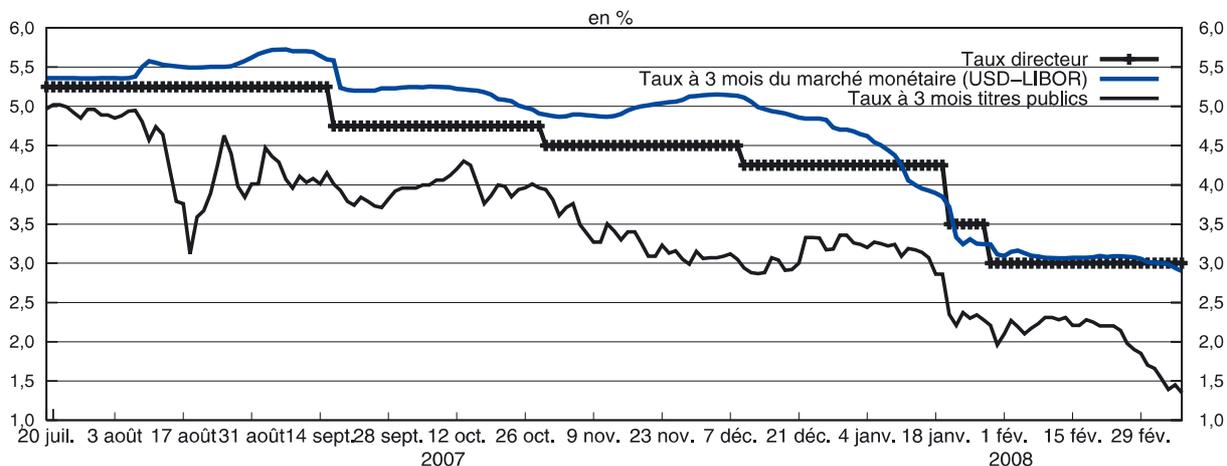
Aux États-Unis, avec un PER (*price earning ratio*⁽¹⁾) égal à 18,6 le 5 mars 2008 contre 15 pour sa moyenne de long terme, il n'est pas exclu que la correction se prolonge. Par effet de contagion, d'autres zones, comme la zone euro, pourraient être touchées, alors même que leur niveau de PER ne le justifierait pas.

Les banques centrales devraient mener des politiques accommodantes, malgré les tensions inflationnistes

La Fed a procédé à deux baisses de taux successives les 22 et 30 janvier (75 et 50 points de base respectivement) et la Banque d'Angleterre à une baisse de 25 points de base le 7 février. La première a invoqué notamment « l'affaiblissement des perspectives économiques et des risques accrus pesant sur la croissance » ainsi que le resserrement des conditions de crédit, et la seconde le fait que les « perspectives de croissance se sont détériorées et les perturbations sur les marchés financiers se poursuivent ». La BCE a maintenu ses taux inchangés à 4 % à l'issue des réunions décisionnelles sur les taux du 7 février et du 6 mars, mais elle a mis en avant en février les mêmes préoccupations, soulignant que « les fondamentaux de l'économie de la zone euro restent sains. Mais la croissance sera peut-être inférieure à son potentiel ». Cette inflexion dans le discours ouvre la voie à une éventuelle baisse de taux d'ici la fin de l'année. La Banque du Japon exclut quant à elle toute perspective de baisse des taux directeurs, du fait de leur bas niveau actuel (0,5 %).

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

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



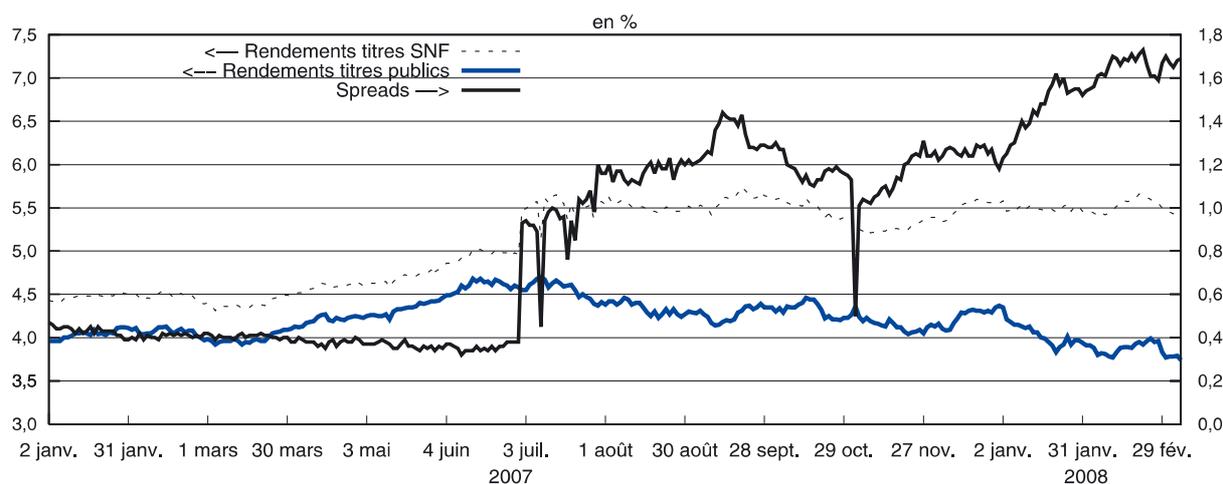
Source : Datalnsight (dernier point : 10 mars 2008)

Les banques centrales restent toutefois attentives aux risques de tensions inflationnistes, notamment du fait du risque de diffusion des hausses récentes des cours du pétrole et des matières premières. Aux États-Unis, le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 4,3 % en janvier, et le *core PCE* (déflateur du *Personal Consumption Expenditures*, hors éléments volatils) reste supérieur à ce que la Fed est réputée tolérer. En zone euro, le taux de croissance annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé est monté à 3,2 % en janvier 2008, soit à un niveau supérieur à la référence de 2 % fixée par la BCE. Par ailleurs, début mars, la BCE a revu à la hausse ses prévisions d'inflation pour la zone euro à 2,9 % pour cette année et 2,1 % en 2009. Au Royaume-Uni, les prix à la consommation ont dépassé en janvier pour le quatrième mois consécutif l'objectif de 2 % fixé par la Banque d'Angleterre et le rapport sur l'inflation de février estime probable un dépassement du seuil de 3 % au cours de l'année.

L'euro devrait se maintenir à un niveau élevé face au dollar

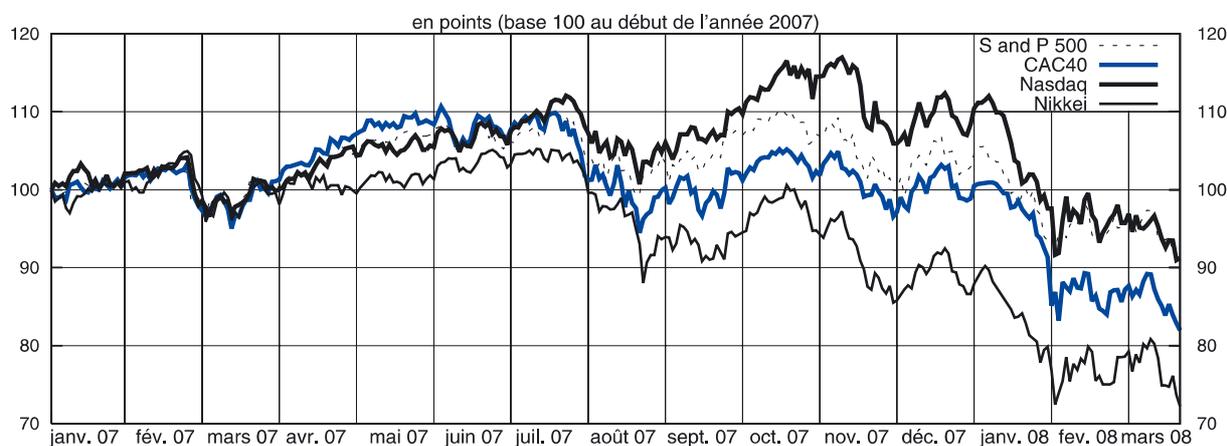
En février, intégrant les baisses de taux directeurs alors prévues en zone euro et les incertitudes sur la croissance, l'euro s'est un peu déprécié vis-à-vis du dollar et de la livre sterling, par rapport aux points hauts de la mi-janvier, avant de repartir à la hausse et de dépasser 1,54 dollar en mars. L'euro continue d'être soutenu par l'ampleur du déficit courant américain, qui pousse à la baisse le dollar et les monnaies qui lui sont liées, et par l'absence de sortie de déflation du Japon, qui pèse sur le yen. La prévision repose sur l'hypothèse conventionnelle d'un maintien de l'euro autour de son niveau de début d'année, soit 1,50 dollar. ■

2 - Allemagne : spread des émissions obligataires des sociétés non financières par rapport aux émissions publiques



Source : Bundesbank (dernier point : 7 mars 2008)

3 - Indices boursiers



Source : DataInsight (dernier point : 10 mars 2008)

États-Unis et Royaume-Uni

La croissance américaine a fléchi au quatrième trimestre de 2007 (+0,2 %). Elle resterait faible au premier semestre de 2008 (+0,1 % au premier trimestre, puis +0,0 % au second) : d'une part, l'ajustement du marché immobilier se poursuivrait et l'investissement résidentiel continuerait donc de peser sur la croissance ; d'autre part, le durcissement des conditions de financement augure un ralentissement de l'investissement des entreprises.

Au Royaume-Uni, la croissance fléchirait également, en raison essentiellement du ralentissement progressif de la demande des ménages.

L'activité ralentirait progressivement aux États-Unis

Au premier semestre de 2008, la croissance américaine continuerait d'être affectée par le recul de l'investissement résidentiel. Le point bas de l'activité dans le secteur immobilier n'est vraisemblablement pas encore atteint si l'on compare les indicateurs quantitatifs d'activité à leur niveau lors des crises immobilières précédentes. De plus, les stocks de logements, toujours en hausse, ont atteint en décembre un niveau élevé, inobservé depuis la crise de 1978.

La croissance américaine devrait en outre subir un ralentissement sensible de la consommation des ménages (+0,1 % au premier trimestre de 2008 puis +0,0 % au deuxième, contre +0,5 % au quatrième trimestre de 2007). Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut ne progresserait en effet que sur un rythme ralenti de l'ordre de +0,2 % par trimestre. D'une part, l'emploi a reculé en janvier et février (respectivement -22 000 et -63 000 selon le *Bureau of Labor Statistics*, BLS), après plus de quatre ans de hausse ininterrompue⁽¹⁾, et cette baisse devrait s'accroître dans les prochains trimestres, notamment dans le secteur des services, comme le signale la composante relative à l'emploi de l'indice de l'*Institute for Supply Management* dans les services. D'autre part, l'inflation resterait au-dessus de 3,0 % en glissement annuel au premier trimestre de 2008, avant de revenir à 3,0 % à la mi-2008, sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du baril de Brent à 95 \$. La consommation des ménages serait en outre freinée par le léger recul de la richesse totale et par la dégradation des conditions de financement des ménages.

(1) Ces chiffres peuvent toutefois faire l'objet d'importantes révisions. Ainsi, lors de la première publication de l'emploi d'août 2007, le BLS faisait également état de destructions nettes (-4 000). Depuis, les révisions successives conduisent à une estimation de 74 000 créations nettes sur le même mois.

Tableau 1
États-Unis : équilibre ressources-emplois en volume

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	0,9	1,2	0,2	0,1	0,0	2,9	2,2	1,0
Dépenses de consommation des ménages (70 %)	1,1	0,6	0,7	1,0	0,9	0,3	0,7	0,5	0,1	0,0	3,1	2,9	0,9
Investissement (16 %)	1,9	-0,5	-1,2	-1,8	-1,1	0,8	-0,2	-0,9	-1,9	-2,1	2,4	-2,9	-4,0
Non résidentiel (10 %)	3,2	1,0	1,2	-0,3	0,5	2,6	2,3	1,7	0,8	0,0	6,6	4,8	3,9
Résidentiel (6 %)	-0,2	-3,1	-5,5	-4,6	-4,4	-3,1	-5,6	-7,0	-6,5	-5,5	-4,6	-17,0	-18,3
Exportations (10 %)	2,8	1,4	1,4	3,4	0,3	1,8	4,5	1,2	1,3	0,8	8,4	8,0	5,5
Importations (16 %)	1,7	0,2	1,3	0,4	1,0	-0,7	1,1	-0,5	-0,5	-0,5	5,9	1,9	-0,9
Contributions à la croissance :													
Demande intérieure hors stocks	1,3	0,4	0,3	0,5	0,4	0,6	0,6	0,3	-0,2	-0,2	2,9	1,9	0,4
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1
Commerce extérieur	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,8

■ Prévisions
Note : (%) poids dans le PIB en valeur en 2005
Sources : BEA, calculs Insee

L'investissement des entreprises devrait également continuer de freiner la croissance américaine. Le durcissement des conditions de financement qui a déjà pesé sur l'investissement des entreprises au quatrième trimestre de 2007, se poursuit selon les enquêtes auprès des banques, laissant anticiper un repli supplémentaire de sa croissance (cf. graphique 1).

Les importations devraient poursuivre le repli amorcé en fin d'année 2007, et reculer de 0,5 % par trimestre au premier semestre de 2008 : elles pâtiraient de la modération de la demande intérieure, notamment de l'investissement des entreprises et de la consommation. Dans le même temps, les exportations ralentiraient au premier semestre de 2008, sous l'hypothèse de stabilisation du dollar autour de 1,50 \$/€ et compte tenu notamment du profil des importations de la zone euro. Néanmoins, l'économie américaine continuerait de bénéficier de la croissance de la demande étrangère, notamment en provenance des pays émergents, et de la dépréciation passée du dollar. Au total la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB resterait positive à l'horizon de la mi-2008 (de l'ordre de +0,2 point par trimestre).

Le principal aléa reste lié à la crise financière qui pourrait entraîner un durcissement supplémentaire des conditions d'accès au crédit pour les ménages et les entreprises. Inversement, la consommation pourrait confirmer sa résistance et la dépréciation passée du dollar, favorable aux exportations, pourrait soutenir la croissance américaine au-delà de nos anticipations.

Au Royaume-Uni, l'activité ralentirait également

Comme aux États-Unis, et sensiblement pour les mêmes raisons, la consommation britannique perd de son dynamisme : elle a progressé de seulement 0,2 % au quatrième trimestre de 2007 (contre +0,8 % en moyenne les trois trimestres précédents, cf. graphique 2) et devrait continuer à croître modérément (+0,4 % puis +0,3 %, respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2008). Au cours des prochains trimestres, l'emploi progresserait plus faiblement au Royaume-Uni, en raison du ralentissement de l'activité. Les hausses des prix alimentaires et énergétiques maintiendraient l'inflation au-dessus de 2 %. Par conséquent, le pouvoir d'achat des ménages n'augmenterait que de 0,3 % au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008. Par ailleurs, en raison du retournement du marché immobilier et de la chute du prix des actifs financiers, l'effet favorable de richesse sur la consommation devrait s'estomper (cf. le dossier « Richesse patrimoniale et consommation » de la Note de conjoncture de décembre 2007). Enfin, l'investissement des ménages devrait rester atone, du fait des hausses passées de taux hypothécaires et du retournement à la baisse des anticipations de prix immobiliers. La demande des ménages, principal moteur du précédent cycle de croissance, ralentirait donc à l'horizon de la prévision.

Du côté des entreprises, l'investissement s'infléchirait progressivement, après avoir accéléré aux trois premiers trimestres de 2007. Les enquêtes de

Tableau 2
Royaume-Uni : équilibre ressources-emplois en volume

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB	0,9	0,7	0,6	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	2,9	3,1	1,7
Dépenses de consommation des ménages (70 %)	0,0	1,3	0,2	1,0	0,9	0,7	0,9	0,2	0,4	0,3	1,9	3,1	1,4
Investissement (16 %)	1,8	1,9	2,7	3,3	0,8	-1,0	1,7	-0,5	0,4	0,3	7,9	5,0	0,9
Non résidentiel (10 %)	1,8	2,8	3,1	4,5	-0,2	0,5	2,0	-0,5	0,7	0,5	-4,7	6,7	1,8
Résidentiel (6 %)	-1,2	3,7	2,1	-0,2	1,0	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	9,2	3,6	0,4
Exportations (10 %)	9,3	2,3	-11,8	0,1	-0,6	0,3	1,4	-0,5	0,6	0,6	11,0	-5,4	1,4
Importations (16 %)	8,2	2,7	-10,0	-0,1	0,2	-0,5	3,9	-1,2	0,7	0,6	10,0	-3,2	2,1
Contributions à la croissance :													
Demande intérieure hors stocks	0,6	1,0	0,7	1,3	0,9	0,3	1,0	0,2	0,4	0,4	3,1	3,3	3,3
Variations de stocks	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,1	0,2	0,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3
Commerce extérieur	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,3	0,3	-0,8	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,5

■ Prévisions

Note : (%) poids dans le PIB en valeur en 2005

Sources : ONS, calculs Insee

Conjoncture internationale

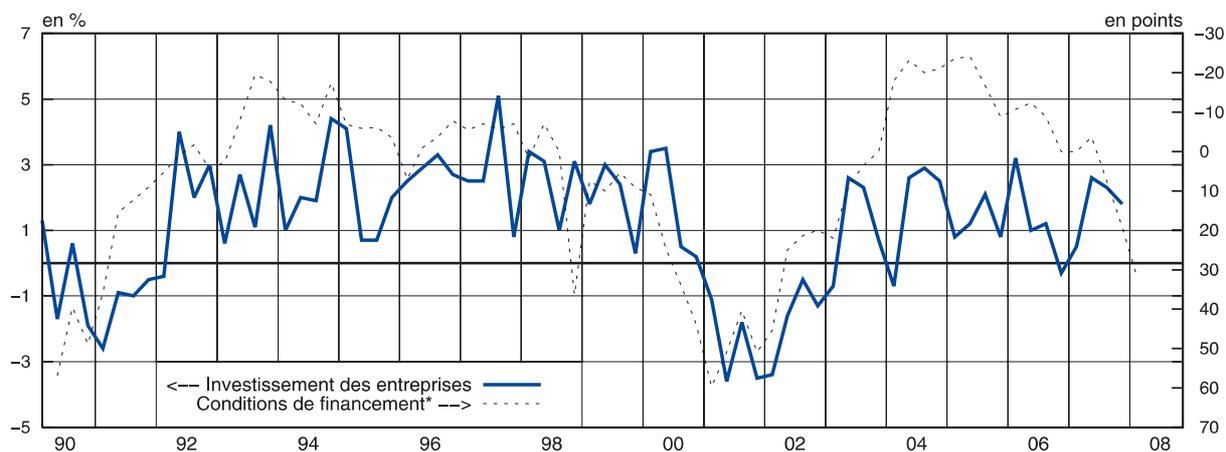
confiance auprès des chefs d'entreprise décrivent en effet un climat dégradé au quatrième trimestre et au mois de janvier.

Enfin, la forte dépréciation de la livre favoriserait un rebond des exportations au premier semestre de 2008 (+0,6 % par trimestre), rebond toutefois limité par le ralentissement de la demande mondiale. Les importations reviendraient sur un rythme de l'ordre de +0,7 % par trimestre, après le recul

du quatrième trimestre. Par conséquent, le déficit de la balance commerciale britannique continuerait de se creuser.

Au total, le PIB du Royaume-Uni ralentirait au premier semestre de 2008 (+0,4 % par trimestre). L'ampleur du ralentissement de la consommation constitue le principal aléa entourant cette prévision. ■

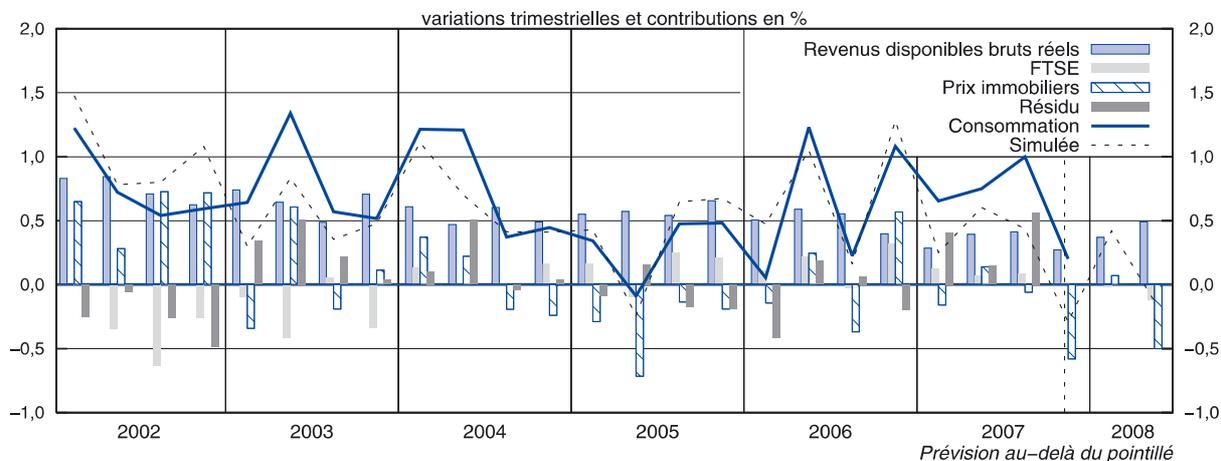
1 - Conditions de financement et ralentissement de l'investissement aux États-Unis



* Pourcentage net de banques durcissant leurs conditions de financement auprès des moyennes et grandes entreprises.

Sources : BEA, Federal Reserve Board

2 - La consommation britannique perdrait de son dynamisme



Sources : ONS, Financial Times

Japon et Asie

Au Japon, après un rebond au quatrième trimestre de 2007, l'activité fléchirait au premier semestre de 2008 : l'investissement des entreprises se tasserait et le soutien du commerce extérieur faiblirait. Les perspectives de progression des salaires resteraient en outre très moroses et continueraient de pénaliser la consommation des ménages.

En Asie du Sud-Est, l'activité maintiendrait sa vigueur grâce à un commerce extérieur porteur et à la bonne tenue de la demande intérieure. La Chine continuerait notamment de dynamiser l'activité de la région.

Croissance modérée au Japon au premier semestre de 2008

Au Japon, la consommation des ménages devrait rester faible au premier semestre de 2008. L'emploi devrait en effet ralentir, après un fort rebond de nature temporaire au quatrième trimestre de 2007. En outre, les salaires continueraient à se replier, du fait de la baisse des tensions sur le marché du travail et du renchérissement des matières premières : celles-ci pèsent sur les coûts des entreprises japonaises et les incitent à comprimer les

salaires. Enfin, l'inflation sous-jacente s'est redressée fin 2007 et pourrait redevenir enfin positive à l'horizon de la mi-2008. En l'absence de progression des salaires, cette remontée des prix pénaliserait le pouvoir d'achat des consommateurs japonais dans les prochains trimestres.

L'investissement résidentiel a fortement baissé au quatrième trimestre de 2007 : le durcissement de la législation intervenu en juin 2007 concernant les normes d'octroi des permis de construire a en effet retardé de nombreuses mises en chantier. Toutefois, le rebond des mises en chantier résidentielles, observé en fin d'année 2007, suggère un retour progressif à la normale au cours du premier semestre de 2008. Parallèlement, l'investissement non résidentiel ralentirait, ce que signale le fléchissement des prêts accordés aux entreprises par les banques nipponnes (cf. graphique 1). Ce ralentissement serait lié à la faiblesse de la demande intérieure japonaise et au ralentissement des exportations.

Ces dernières continueraient pourtant de bénéficier d'un environnement international relativement porteur, grâce à ses principaux partenaires asiatiques notamment ; mais le fléchissement de la croissance aux États-Unis et l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar, amorcée en juillet 2007, pèse-

Japon : équilibre ressources-emplois en volume

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

Prévisions

Note : (%) poids dans le PIB en valeur en 2005

Sources : Cabinet Office, calculs Insee

raient progressivement sur les exportations japonaises. Les importations resteraient modérées dans les trimestres à venir, en raison d'une demande intérieure peu vigoureuse.

Dynamisme de l'économie chinoise

En Chine, l'activité est demeurée très dynamique au quatrième trimestre de 2007. La croissance du PIB a dépassé 11 % en glissement annuel pour le quatrième trimestre consécutif. L'activité reste portée par la vigueur de l'investissement productif et par un commerce extérieur toujours florissant.

Ainsi, sur l'ensemble de 2007, l'excédent commercial de la Chine a dépassé 260 milliards de dollars, en progression de près de 45 % par rapport à 2006. La croissance des exportations a cependant quelque peu ralenti au deuxième semestre de 2007, en raison du tassement de l'activité aux États-Unis et de l'appréciation du yuan vis-à-vis du dollar.

L'investissement des entreprises est demeuré très soutenu fin 2007 : au quatrième trimestre, les dépenses en biens d'équipement ont crû de 26 % en rythme annuel. Cette performance se prolongerait à l'horizon de la prévision, comme le suggère le maintien à un niveau élevé de la confiance des entrepreneurs. Les resserrements monétaires successifs opérés par les autorités chinoises (hausse du taux directeur à 7,47 % en décembre, hausse du taux de réserves obligatoires de 12,5 % à 14,5 % au cours du quatrième trimestre de 2007) n'ont pas réussi à modérer l'évolution du crédit et ne peuvent en tout état de cause guère peser sur l'investissement des entreprises, car celui-ci reste en grande partie autofinancé.

L'activité industrielle chinoise resterait ainsi dynamique dans les prochains trimestres, comme le suggère le niveau toujours élevé de la composante production de l'indicateur d'activité PMI (*Purchasing Managers Index*). Au total, la croissance chinoise conserverait son allant au premier semestre de 2008.

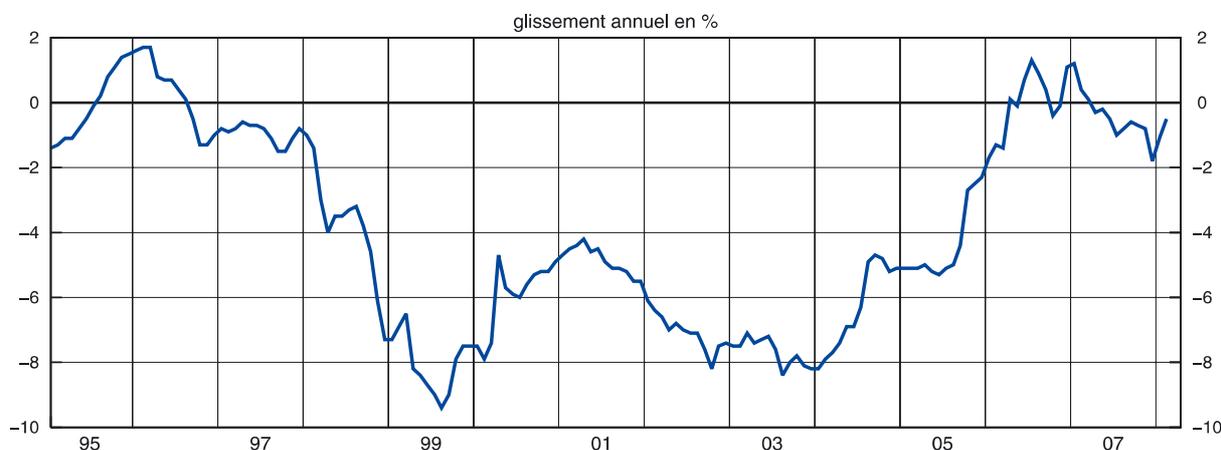
L'inflation constitue la principale fragilité de l'économie chinoise. En effet, le glissement annuel des prix s'est établi à 8,7 % en février (son niveau le plus élevé depuis décembre 1996), sous l'effet du renchérissement des matières premières, notamment alimentaires (cf. graphique 2). Les autorités monétaires chinoises pourraient par conséquent procéder à de nouveaux resserrements monétaires dans les trimestres à venir.

Activité toujours vigoureuse en Asie du Sud-Est

Dans le reste de l'Asie, la croissance est restée solide au quatrième trimestre de 2007. Le glissement annuel du PIB s'établit ainsi à +6,2 %, comme au trimestre précédent. La phase de forte croissance de l'investissement, commencée en début d'année 2006, semble cependant plafonner depuis le deuxième trimestre de 2007 (cf. graphique 3).

L'inflation a sensiblement progressé dans le Sud-Est asiatique au cours du second semestre de 2007, essentiellement du fait du renchérissement des prix alimentaires et énergétiques. Toutefois, elle ne se situe pour l'instant que légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme. Ainsi, seule la Banque centrale taiwanaise a procédé à un resserrement monétaire fin 2007 et les conditions monétaires devraient donc rester globalement favorables à l'activité de la zone.

1 - Inflexion des prêts bancaires accordés aux entreprises japonaises

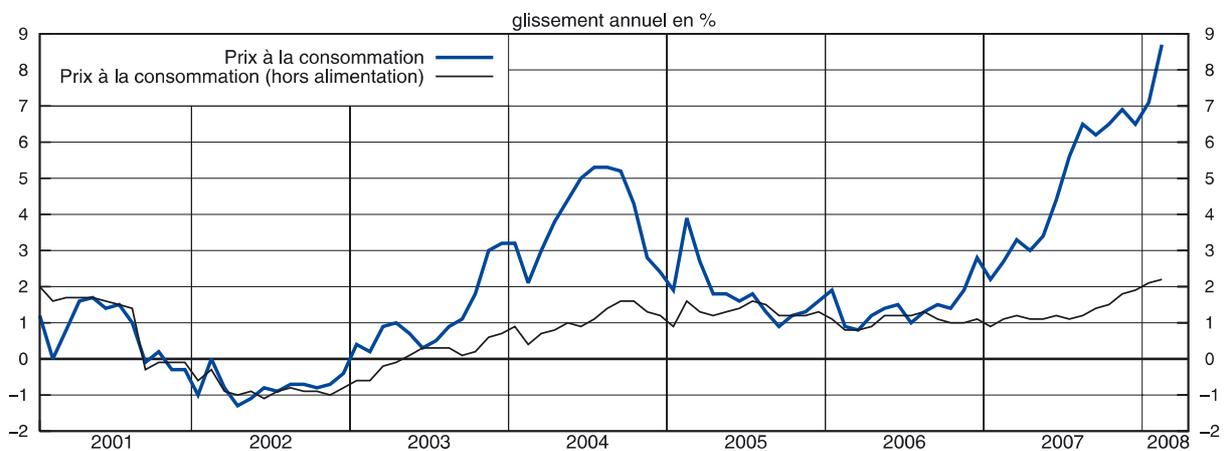


Source : Bank of Japan

Le dynamisme de l'activité asiatique se prolongerait au premier semestre de 2008, comme le laisse attendre la bonne orientation des indicateurs

conjoncturels avancés en Corée, à Taiwan et en Thaïlande. ■

2 - Progression de l'inflation en Chine

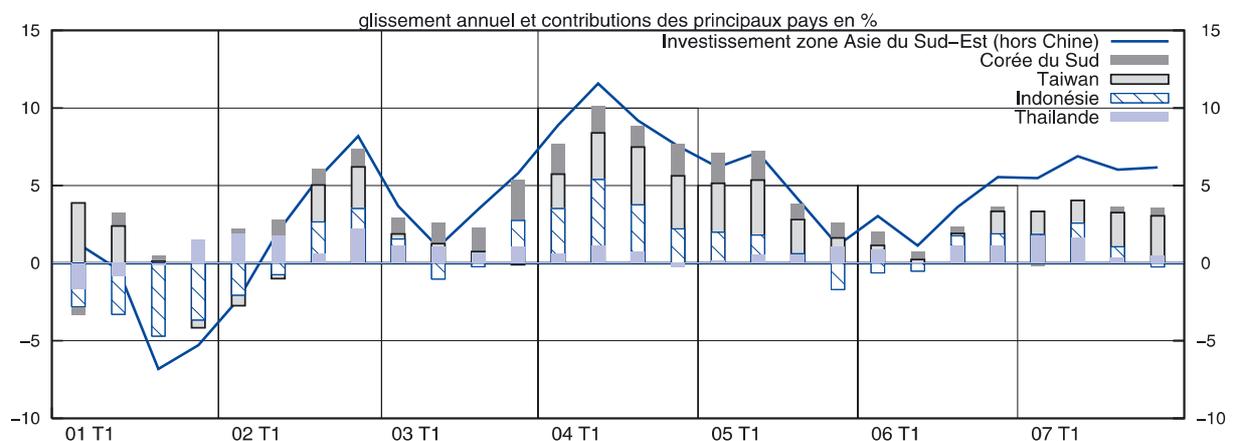


Note de lecture :

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.

Source : Banque populaire de Chine

3 - Croissance stable de l'investissement des entreprises en Asie



Source : instituts statistiques nationaux

Zone euro

L'activité de la zone euro a ralenti au quatrième trimestre de 2007 (+0,4 %). Les trois grands pays de la zone, l'Allemagne, la France et l'Italie, ont plus fortement subi ce ralentissement (+0,2 % de croissance en moyenne), alors que l'Espagne, les Pays-Bas et certains petits pays ont bénéficié d'une croissance vigoureuse.

Début 2008, l'activité devrait conserver une croissance modérée (+0,4 % par trimestre). La retombée prévue de l'inflation permettrait un rebond de la consommation, mais l'investissement aussi bien en équipement qu'en construction continuerait de ralentir. Les échanges extérieurs contribueraient négativement à la croissance : la demande étrangère ralentirait et les importations reviendraient en ligne avec la demande intérieure.

en France, en Italie et en Espagne, la consommation est restée le principal soutien de la croissance, mais celle-ci s'accompagne de nouveau d'un déficit marqué des échanges extérieurs pour la France et l'Espagne ; en Allemagne, à l'inverse les échanges extérieurs tirent fortement la croissance tandis que la consommation est en net repli. Finalement, l'investissement est la seule composante de la demande qui discrimine les performances relatives des grands pays de la zone euro, positionnant l'Espagne et l'Allemagne au-dessus ou au niveau de la moyenne de la zone, et la France et l'Italie en dessous (cf. dossier « 2007, année de transition »).

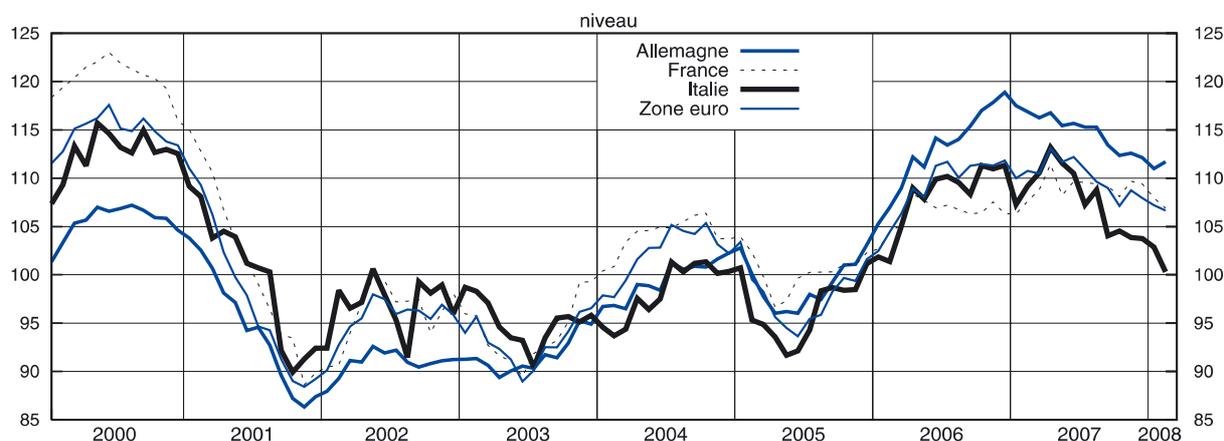
2007 : une année de transition

En 2007, la croissance du PIB de la zone euro s'est rééquilibrée : les contributions de la consommation et de l'investissement ont été du même ordre, tandis que les échanges extérieurs ont partiellement compensé le ralentissement de la demande intérieure. Cependant, au sein des grands pays de la zone, les différences dans la composition de la croissance se sont maintenues, voire accentuées :

La croissance de l'activité resterait modérée au premier semestre de 2008

Dans l'industrie, le climat des affaires s'est quasiment stabilisé à la fin de 2007 alors qu'il se dégradait régulièrement depuis le printemps. La convergence du climat conjoncturel de l'Allemagne avec celui du reste de la zone euro, après avoir été nettement plus favorable depuis deux ans, continue toutefois d'alimenter un léger mouvement à la baisse au niveau agrégé (cf. graphique 1). La production industrielle devrait donc continuer à croître, mais modérément, début 2008 : +0,4 % puis +0,1 % aux premier et

1 - Indicateurs synthétiques des enquêtes dans l'industrie



Sources : Commission européenne, Ifo, Insee, calculs Insee

deuxième trimestres, après +0,1% au quatrième trimestre, chiffre tiré vers le bas par une baisse exceptionnellement forte en Italie (-2,2%).

Dans le secteur des services, la dégradation du climat conjoncturel a été plus tardive (à partir de septembre), mais elle se prolonge début 2008. L'activité, encore soutenue au quatrième trimestre de 2007, se modérerait sensiblement au premier trimestre de 2008.

A contrario, l'activité dans la construction redémarrerait, après avoir diminué fin 2007. Au total, la croissance du PIB se maintiendrait début 2008 à +0,4 % par trimestre, comme au quatrième trimestre de 2007.

Dans tous les principaux pays de la zone euro, la croissance se stabiliserait après le ralentissement observé tout au long de l'année dernière (cf. graphique 2). L'acquis de croissance à la fin du pre-

Tableau 1
PIB de la zone euro et des principaux pays de la zone euro

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2008 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
en %														
ALLEMAGNE (28 %)⁽¹⁾														
PIB	0,9	1,3	0,7	1,0	0,6	0,2	0,7	0,3	0,4	0,4	1,0	3,1	2,6	1,3
Consommation des ménages	0,8	0,2	0,4	0,8	-1,8	0,8	0,3	-0,8	0,5	0,3	0,1	1,1	-0,5	0,5
FBCF totale	-2,2	6,1	1,2	1,9	2,1	-1,4	0,6	1,1	0,5	1,0	1,3	7,0	5,1	2,1
Consommation publique	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,7	0,1	0,5	-0,5	0,2	0,2	0,5	0,9	2,1	0,2
Exportations	4,9	1,8	3,3	5,3	-0,3	0,8	2,5	1,3	1,1	1,1	7,4	12,9	8,0	4,4
Importations	3,8	0,7	3,5	1,3	2,0	-2,0	3,2	-0,2	1,5	1,4	6,9	11,5	5,0	3,5
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,2	1,2	0,6	0,7	-0,4	0,2	0,4	-0,3	0,5	0,4	0,5	2,1	1,3	0,8
<i>Variations de stocks</i>	0,0	-0,4	0,1	-1,6	2,0	-1,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,7	0,5	0,0	1,9	-1,0	1,2	-0,1	0,7	-0,1	0,0	0,5	1,1	1,4	0,6
ITALIE (19 %)⁽¹⁾														
PIB	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,3	0,2	1,9	1,7	0,6
Consommation des ménages	0,5	0,5	0,7	0,2	0,7	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,6	1,5	1,8	0,7
FBCF totale	1,8	0,9	-1,0	2,2	0,6	0,2	1,5	-1,0	0,6	0,6	-0,2	2,5	2,6	1,1
Consommation publique	-0,3	-0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	1,5	-0,3	0,1	0,3
Exportations	2,2	1,5	-1,9	4,1	0,2	-1,4	0,9	-1,2	0,3	0,3	0,0	5,4	1,9	-0,3
Importations	1,2	0,4	2,0	1,8	-1,2	-0,2	2,4	-1,2	0,4	0,4	1,0	4,4	2,0	0,9
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,6	0,4	0,2	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,1	0,3	0,3	0,6	1,3	1,6	0,7
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	-0,1	1,1	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,1	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	0,3	0,3	-1,0	0,6	0,4	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,0	-0,3
ZONE EURO (28 %)⁽²⁾														
PIB	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	1,7	2,8	2,6	1,4
Consommation des ménages	0,7	0,4	0,5	0,4	0,0	0,6	0,5	-0,1	0,4	0,4	1,6	1,8	1,4	1,1
FBCF totale	0,6	2,7	0,7	1,6	1,7	0,0	1,2	0,8	0,4	0,6	3,0	5,2	4,7	2,0
Consommation publique	1,2	0,2	0,6	0,3	1,1	0,2	0,7	-0,1	0,3	0,2	1,5	2,0	2,1	0,8
Exportations	3,2	1,5	0,9	3,1	0,9	0,8	2,1	0,5	1,0	0,8	4,9	7,9	5,9	3,2
Importations	2,4	1,3	1,5	1,7	1,4	0,3	2,5	-0,4	1,2	1,0	5,7	7,6	5,1	3,0
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	0,4	0,7	0,1	0,4	0,4	1,8	2,5	2,2	1,2
<i>Variations de stocks</i>	-0,2	0,0	0,3	-0,5	0,4	-0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,3	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,4	0,2

■ Prévisions

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB des pays industrialisés

Source : Eurostat

mier semestre de 2008 serait seulement de +1,4 %, alors qu'il était de +2,2 % en 2007 à la même période.

La consommation rebondirait

En 2007, le rebond de la consommation des ménages aux deuxième et troisième trimestres ne s'est pas prolongé : la consommation a baissé au quatrième trimestre (-0,1 %). En Allemagne, elle a à nouveau reculé, comme en début d'année lors de la hausse de TVA. En France, elle a fortement ralenti, et elle aurait quasiment stagné en Italie. Le moindre dynamisme des revenus des ménages sur la seconde moitié de l'année, ainsi que la hausse de l'inflation, auraient en effet pesé sur le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, la consommation n'aura que modérément ralenti (+1,4 % après +1,8 % en 2006) malgré la flambée des prix en seconde moitié d'année et l'impact très négatif de la hausse de TVA sur la consommation des ménages allemands ; celle-ci n'a d'ailleurs pas encore retrouvé son niveau antérieur à la hausse de TVA.

Début 2008, les revenus des ménages devraient globalement accélérer : les salaires bénéficieraient des négociations conclues en 2007, notamment en Allemagne dans l'industrie et en Italie dans la fonction publique, tandis que les créations d'emploi resteraient dynamiques. De plus, la ponction des prélèvements nets sur le revenu des ménages s'allégerait, après deux années d'austérité budgétaire axée sur la réduction des déficits publics. Enfin, le léger reflux de l'inflation soutiendrait également la progression du pouvoir d'achat.

Toutefois, le recul de la confiance des ménages dans la plupart des pays de la zone euro pourrait présager l'apparition d'un comportement d'é-

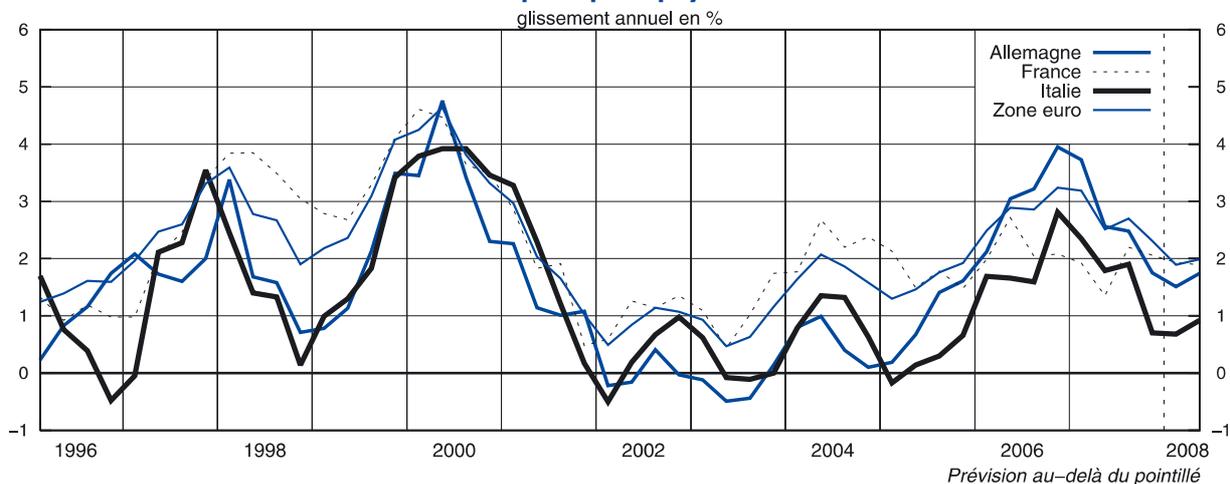
pargne de précaution (cf. graphique 3). Ainsi, la croissance de la consommation des ménages ne dépasserait pas +0,4 % par trimestre sur le premier semestre de 2008, son rythme moyen en 2007.

Le ralentissement de l'investissement amorcé en 2007 se poursuivrait

Le ralentissement de l'investissement, amorcé en 2007, devrait se poursuivre au début de 2008, comme le laissent attendre les enquêtes de conjoncture dans le secteur des biens d'équipement. Pour les entrepreneurs de ce secteur, le pic du cycle de croissance est clairement dépassé. Les déterminants de l'investissement sont en effet moins bien orientés. La demande ralentit et le taux d'utilisation des capacités de production dans l'ensemble de l'industrie a cessé de progresser : la nécessité d'accroître les capacités productives apparaît donc moins forte. De plus, la persistance des turbulences financières, relayées par les marchés boursiers début 2008, maintient des conditions de financement moins favorables à l'investissement (cf. fiche « Marchés financiers »). Enfin, l'accroissement de l'incertitude pourrait inciter les entrepreneurs à la prudence, et donc à reporter certains de leurs projets d'investissement.

Le ralentissement sous-jacent de l'investissement a toutefois été masqué, à la fin de l'année 2007, par le soutien temporaire apporté par l'avancement de dépenses d'investissement des entrepreneurs allemands, pour bénéficier des dernières possibilités d'amortissement élargi avant leur arrêt au 31 décembre. Ce décalage devrait entraîner, par contre-coup, un ralentissement encore plus marqué sur le

2 - PIB dans les principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, Destatis, Insee, Istat

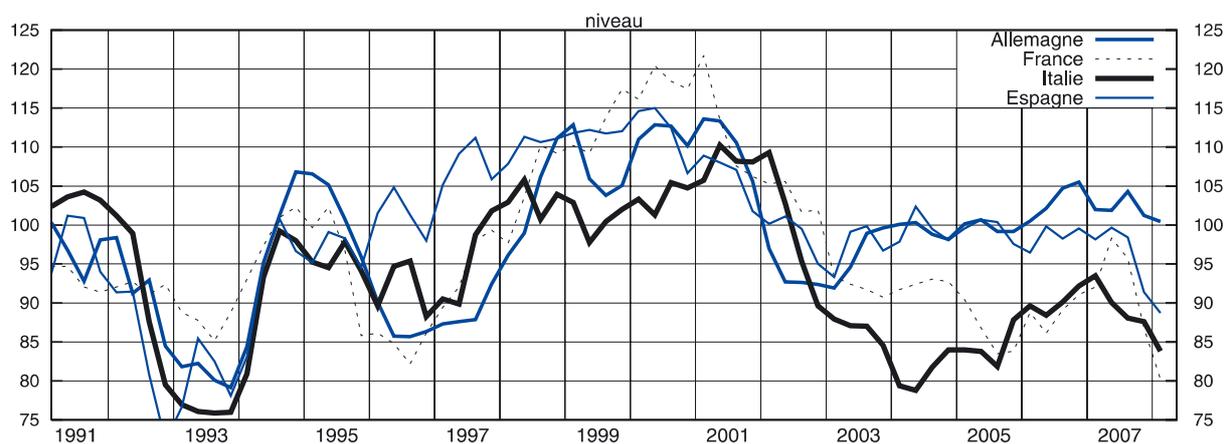
premier trimestre de 2008. L'investissement en équipement croîtrait de seulement +0,5 % par trimestre en moyenne.

L'investissement en construction a progressé en 2007 plus vite qu'en 2006, grâce au net rebond enregistré durant l'hiver 2006/2007. Le ralentissement des permis de construire délivrés depuis un an devrait entraîner celui de l'investissement en construction à l'horizon de la prévision. Dans plusieurs pays de la zone euro, un retournement de l'activité dans ce secteur est en cours, notamment en Espagne, moteur de la construction dans la zone depuis la fin des années 90, mais aussi en Irlande et en Finlande.

La croissance des échanges extérieurs de la zone euro se stabiliserait

Les flux d'échanges extérieurs ont été très faibles au quatrième trimestre : les importations ont reculé (-0,4 %) et les exportations ont fortement ralenti (+0,5 % après +2,1 % au troisième trimestre). Cependant, ce ralentissement traduit plus celui des échanges intra-zone, en partie lié au tassement de la demande intérieure, qu'un ralentissement prononcé des exportations à destination des pays extra-zone. La contribution des échanges extérieurs à la croissance a ainsi été très positive en fin d'année (+0,4 point).

3 - Confiance des consommateurs des principaux pays de la zone euro



Sources : Commission européenne, Insee

Tableau 2
Zone euro : compte des ménages

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2008 acq.
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
Coût du travail	0,8	1,3	0,5	0,9	1,6	0,9	0,6	0,8	1,3	1,3	2,8	3,9	4,1	3,4
- emploi salarié	0,3	0,6	0,3	0,4	0,7	0,6	0,3	0,5	0,5	0,3	1,0	1,6	2,0	1,4
- coûts salariaux unitaires	0,5	0,7	0,2	0,5	0,9	0,3	0,3	0,3	0,8	1,0	1,8	2,3	2,1	2,0
Revenu disponible brut (RDB)	0,6	1,1	1,0	0,9	1,1	0,8	0,5	0,9	1,3	1,3	3,2	3,7	3,7	3,4
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,3	13,4	13,4	13,6	14,3	13,9	13,5	13,4	13,4	13,7	13,7	13,4	13,8	13,6
Déflateur de la consommation des ménages	0,5	0,6	0,5	0,2	0,4	0,6	0,4	1,1	0,9	0,5	2,1	2,2	1,9	2,4
Masse salariale réelle	0,3	0,7	0,1	0,6	1,2	0,4	0,2	-0,3	0,4	0,8	0,7	1,7	2,2	1,0
- coûts salariaux unitaires réels	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,5	-0,2	-0,1	-0,8	-0,1	0,5	-0,3	0,1	0,2	-0,4
Pouvoir d'achat	0,1	0,5	0,5	0,7	0,8	0,2	0,1	-0,2	0,4	0,8	1,1	1,5	1,8	1,0

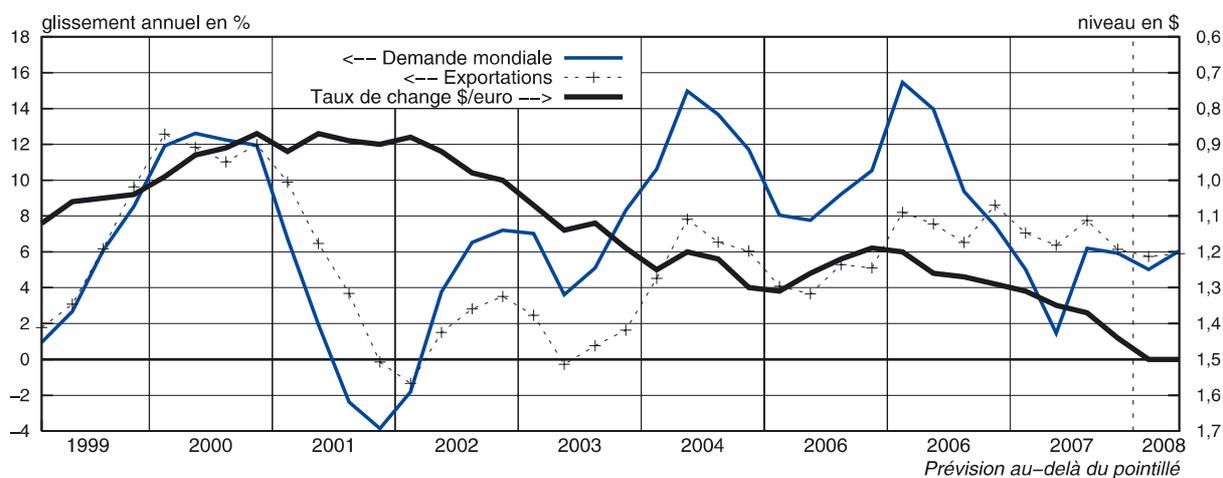
■ Prévisions

Sources : Eurostat, calculs Insee

Début 2008, les échanges intra-zone euro redviendraient plus dynamiques. Néanmoins, la demande en provenance du reste du monde ralentirait, à un rythme bien inférieur à ceux observés depuis 2003 (+0,8 % par trimestre, après +2,2 % en moyenne les quatre années précédentes, cf. graphique 4). Les exportations de la zone pâtiraient donc de la dégradation de l'environnement international, ainsi que du taux de change élevé de l'euro, aux alentours de 1,50 \$/€, un niveau nettement supérieur à celui du second semestre 2007 (1,43 \$/€).

À l'inverse, les importations seraient portées par la demande intérieure de la zone euro et les consommations intermédiaires liées aux exportations. En 2007, elles ont crû beaucoup moins vite que ce qu'aurait laissé attendre la demande. Ce décalage devrait progressivement se réduire au cours du premier semestre de 2008. Les importations augmenteraient ainsi plus vite que les exportations. De ce fait, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait à nouveau légèrement négative (-0,1 point par trimestre). ■

4 - Zone euro : exportations, demande mondiale et taux de change



Sources : DGTPE, Eurostat, calculs Insee

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Sur l'année 2007, l'inflation d'ensemble dans la zone euro (2,1 % en moyenne) s'est légèrement repliée par rapport à 2006, en raison notamment de la baisse de l'inflation énergétique.

Au premier semestre de 2008, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie, mais y compris taxes indirectes) se maintiendrait autour de 1,7 % en glissement annuel. La hausse de la TVA allemande de janvier 2007 n'aurait plus d'effet mais l'envolée passée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires se diffuserait aux autres secteurs. L'inflation d'ensemble culminerait à 3,2 % en février. Dans le sillage de l'inflation énergétique, elle diminuerait très légèrement, à 3,1 % en juin.

L'inflation sous-jacente se maintiendrait autour de 1,7 %

Au premier semestre de 2008, l'inflation sous-jacente telle que mesurée par Eurostat⁽¹⁾ demeurerait autour de 1,7 % (cf. graphique 1). La dissipation des effets de la hausse de la TVA en Allemagne et le fléchissement de la demande contribueraient à ralentir les prix. Ces deux facteurs seraient toutefois contrebalancés par les effets retardés de l'envolée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires sur les autres produits.

Dans le secteur des produits manufacturés, l'inflation s'est repliée à 0,7 % en janvier : les réductions de prix consenties durant les soldes d'hiver ont été plus fortes que l'année précédente. De plus, la dissipation de l'impact de la TVA de janvier 2007 contribue à modérer l'inflation. Toutefois, elle se redresserait à 0,9 % en fin de semestre. Les effets modérateurs seraient plus que compensés par l'accélération des prix à la production : la diffusion de l'envolée des prix du pétrole l'emporterait sur le ralentissement des coûts salariaux unitaires.

L'inflation des services s'est maintenue à 2,5 % en janvier. Malgré le fléchissement de la demande, la baisse de l'inflation dans l'éducation et la modération des coûts salariaux unitaires, le glissement annuel des services demeurerait autour de ce niveau jusqu'en juin (cf. tableau). En effet, l'envolée des prix des matières premières alimentaires se diffuserait aux prix des restaurants, cafés et cantines.

L'inflation volatile s'infléchirait au printemps

De novembre 2007 à janvier 2008, l'inflation énergétique a continué d'augmenter en dépit d'une baisse du prix des produits pétroliers : la France et l'Allemagne ont en effet relevé en janvier le prix de l'électricité. Sous l'hypothèse de stabilité

(1) Hors alimentation, alcools, tabac et énergie mais y compris taxes indirectes

Inflation de la zone euro

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

■ Prévisions

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel

Sources : Eurostat, prévisions Insee

des prix du pétrole en prévision, le glissement annuel des prix énergétiques se replierait toutefois à partir de février (cf. graphique 2).

La diminution de l'inflation énergétique ferait plus que compenser la hausse de l'inflation alimentaire.

Depuis octobre 2007, cette dernière a progressé, en raison de l'envolée des prix des matières premières alimentaires. En prévision, l'inflation alimentaire passerait de 4,8 % en janvier à 6,2 % en juin (cf. tableau) : la poursuite de la hausse de l'inflation des produits alimentaires transformés ferait plus que compenser la baisse de l'inflation des produits frais⁽²⁾.

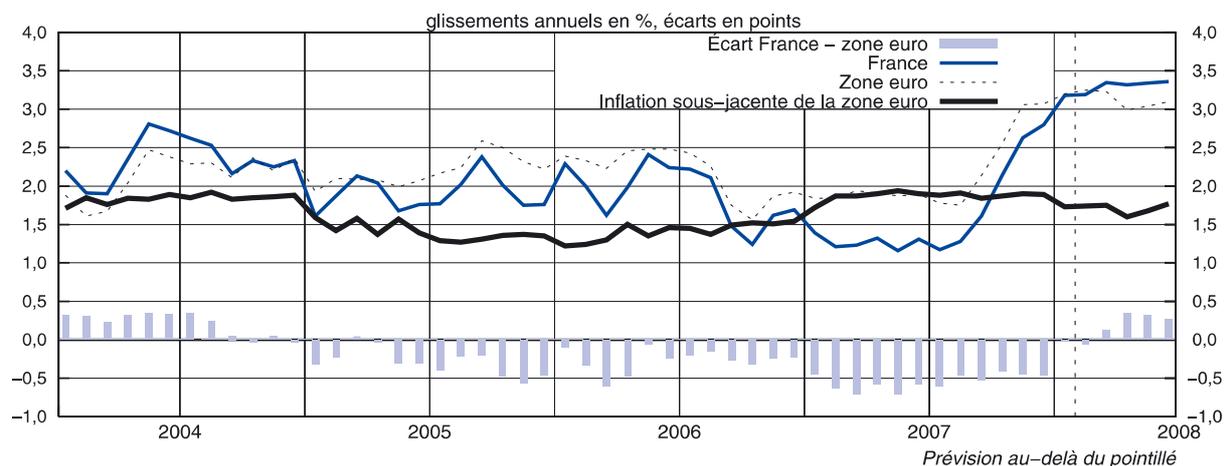
L'écart d'inflation entre les pays de la zone euro se creuserait

Entre les pays de la zone euro, l'écart maximal d'inflation se creuse avec le redressement de l'inflation slovène. Il s'élève à +4,6 points en janvier après +4,1 points en décembre (cf. graphique 3).

Les entrées de Chypre et de Malte dans la zone euro en janvier 2008 n'ont pas eu d'incidence sur l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

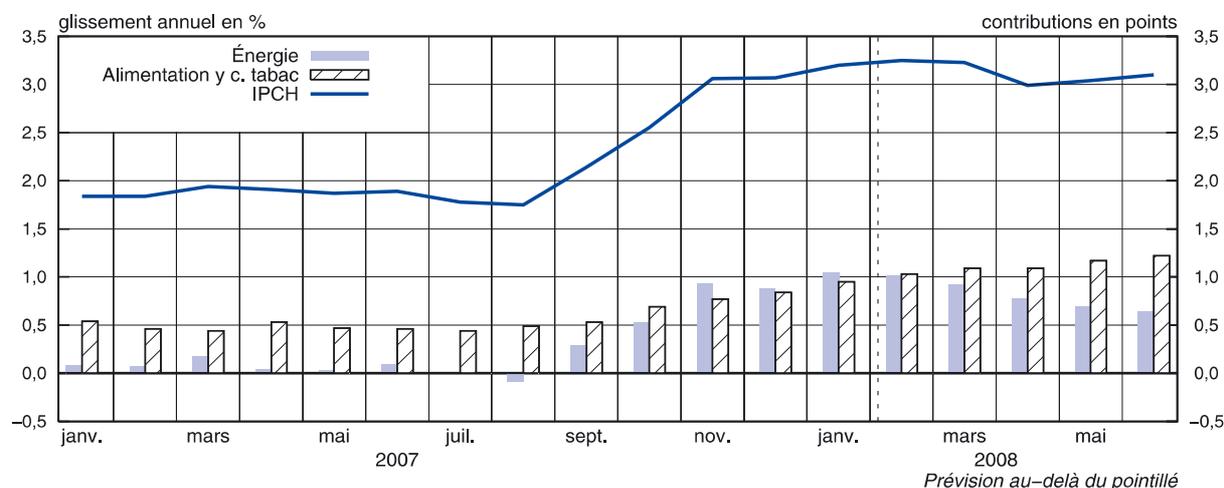
(2) En raison d'un climat défavorable, les prix des produits frais avaient augmenté au début du printemps 2007, alors qu'habituellement en cette saison ils commencent à se replier.

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



Sources : Eurostat, prévisions Insee

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

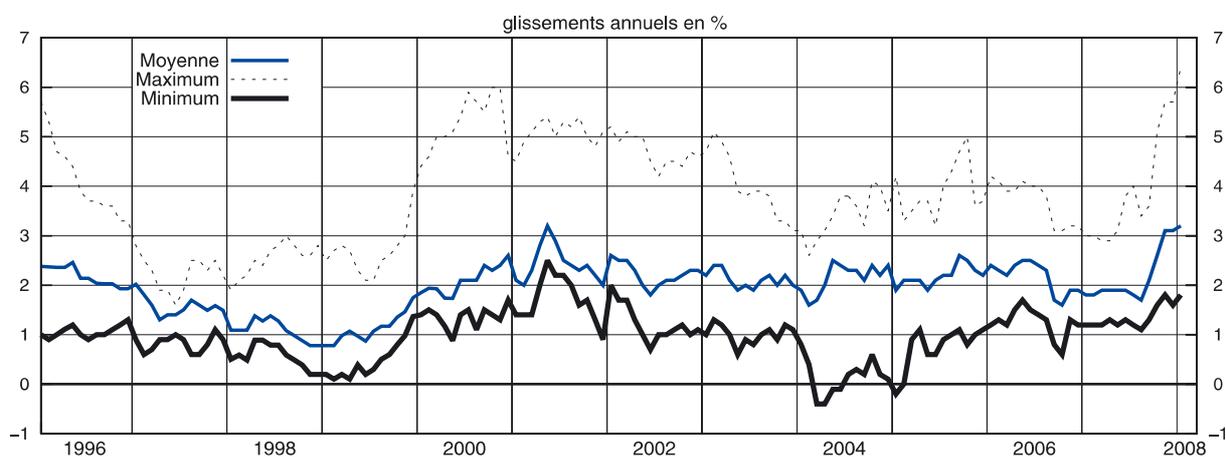


Sources : Eurostat, prévisions Insee

L'écart d'inflation entre la France et la zone euro serait positif au premier semestre (cf. graphique 1), alors qu'il était négatif avant l'application de la hausse de la TVA en Allemagne. D'une part, le prix du poste santé a progressé plus rapidement en France qu'en zone euro, du fait de l'instauration d'une franchise médicale à compter du 1^{er} janvier 2008. L'IPCH est affecté par cette mesure car il

prend en compte la partie non remboursée des services et produits de santé. D'autre part, l'inflation des produits manufacturés hors produits de santé (principalement dans le secteur de l'automobile) en France serait supérieure cette année à celle de la zone euro, après avoir progressé plus lentement les années précédentes. ■

3 - Inflations au sein de la zone euro



Source : Eurostat