

# **NOTE DE CONJONCTURE**

**Mars 2008**

© Insee 2008

## **La zone euro entre résilience et risque inflationniste**



■ Directeur de la publication

Jean-Philippe Cotis

■ Rédacteurs en chef

Éric Dubois  
Pierre-Olivier Befy  
Jean-Charles Bricongne  
Frédéric Tallet

■ Contributeurs

Franck Arnaud  
Antonin Aviat  
Patrick Aubert  
José Bardaji  
Frédéric Brouillet  
Franck Cachia  
Mélanie Chassard  
Laurent Clavel  
Mathilde Clément  
Véronique Cordey  
Vincent Cottet  
Élise Coudin  
Olivier Dorothée  
Hélène Erkel-Rousse  
Jean-Marc Fournier  
Philippe Gallot  
Nicolas Greliche  
Guillaume Guerrero  
Véronique Guihard  
Sylvain Heck  
Audrey Isel  
Guy Lalanne  
Fabrice Langumier  
Bertrand Lhommeau  
Ronan Mahieu  
Vincent Marcus  
Christelle Minodier  
Frédéric Ouradou  
Benoît Ourliac  
Pierre-Alain Pionnier  
Cyril Rebillard  
Sophie Renaud  
Nicolas de Riccardis  
Éric Rubiloni  
Philippe Scherrer  
Olivier Simon  
Marguerite Sylvander  
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](http://www.insee.fr).

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis  
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 13 mars 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



# LA ZONE EURO ENTRE RÉSILIENCE ET RISQUE INFLATIONNISTE

<b>VUE D'ENSEMBLE</b> .....	7
-----------------------------	---

## **DOSSIERS**

• 2007, année de transition .....	17
• Emploi, chômage, activité : du constat à la prévision .....	29

## **CONJONCTURE INTERNATIONALE**

• Synthèse internationale .....	49
• Pétrole et matières premières .....	54
• Marchés financiers .....	57
• États-Unis et Royaume-Uni .....	60
• Japon et Asie .....	63
• Zone euro .....	66
• Prix à la consommation au sein de la zone euro .....	71

## **CONJONCTURE FRANCE**

• Échanges extérieurs .....	77
• Recettes fiscales des administrations publiques .....	81
• Prix à la consommation .....	84
• Emploi .....	87
• Chômage .....	92
• Salaires .....	94
• Revenus des ménages .....	99
• Consommation et investissement des ménages .....	103
• Résultats des entreprises .....	108
• Investissement des entreprises .....	113
• Stocks .....	116
• Production .....	118

## **Éclairages**

• Mesurer les évolutions macroéconomiques internationales .....	53
• Les dispositifs d'aide à l'emploi marchand et non marchand en 2007 .....	90
• L'impact de la loi TEPA sur les salaires et le coût du travail .....	97
• Modélisation des prix immobiliers en France .....	105
• Entreprises, un endettement et un patrimoine en hausse sensible depuis 2001 .....	110
• Un indicateur de retournement désormais disponible dans le commerce de gros .....	122

<b>COMPTE ASSOCIÉ</b> .....	125
-----------------------------	-----



# La zone euro entre résilience et risque inflationniste

*Au début de 2008 l'économie mondiale continue de ralentir. La hausse des prix des matières premières ampute le pouvoir d'achat des ménages. L'investissement pâtit de l'élévation des primes de risque et d'une gestion des demandes de financement plus restrictive de la part des banques.*

*L'ampleur de ce ralentissement n'est pas uniforme et les divergences s'accroissent entre grandes zones.*

*L'économie américaine est ainsi quasiment à l'arrêt. La correction des excès passés sur le marché immobilier se poursuit et l'investissement résidentiel continue de chuter. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises, qui résistaient jusque-là, ralentissent à leur tour, freinés par la baisse des prix d'actifs, le durcissement des conditions de financement et la hausse des prix des matières premières.*

*En revanche, les pays émergents continuent de croître à vive allure. Bénéficiant de la hausse des prix des matières premières ou portés par une dynamique puissante de rattrapage et un boom de l'investissement, ils restent sur une trajectoire fortement ascendante.*

*La zone euro se trouve dans une position intermédiaire. Comme les États-Unis, elle souffre de la hausse des prix des matières premières et, dans une moindre mesure, d'un durcissement des conditions de financement. En revanche, dans les pays européens où il s'est matérialisé, l'ajustement du marché immobilier est moins marqué qu'outre-Atlantique et n'entraîne pas de contraction globale de l'investissement résidentiel. Enfin, la consommation bénéficie de la poursuite de l'amélioration du marché du travail. Le ralentissement amorcé début 2007 devrait donc se poursuivre au premier semestre de 2008, mais la croissance de la zone euro devrait encore s'élever à 0,4 % par trimestre.*

*En France, la croissance s'effriterait quelque peu au premier semestre de 2008 après un second semestre de 2007 en légère accélération. Elle s'établirait ainsi entre 0,3 % et 0,4 % sur les deux premiers trimestres de l'année. Le ralentissement mondial et l'appréciation de l'euro devraient brider les exportations. L'investissement des entreprises, resté dynamique jusqu'à la fin de 2007, devrait commencer à ralentir, comme le laisse augurer la prudence affichée par les chefs d'entreprise dans l'enquête de l'Insee sur les investissements.*

*Après une très forte progression en 2007, le pouvoir d'achat du revenu des ménages devrait ralentir et contribuer à modérer la croissance de la consommation. Ce ralentissement de la consommation pourrait être atténué, cependant, car les ménages devraient adopter un comportement de « lissage », en tirant sur le surcroît d'épargne accumulé en 2007.*

*Les créations d'emploi devraient légèrement faiblir (+96 000 au premier semestre de 2008) et le taux de chômage pourrait se stabiliser à 7,5 %, après deux ans de baisse quasi ininterrompue et une nouvelle forte baisse au quatrième trimestre de 2007.*

*Le principal aléa qui pèse sur ce scénario porte sur l'évolution conjointe de l'économie américaine et des prix des matières premières. Jusqu'à présent, le ralentissement aux États-Unis n'a pas, comme c'est habituellement le cas, fait baisser les cours des matières premières, qui ont même au contraire continué de monter. Si ce mouvement doublement défavorable à la zone euro et à la France se poursuivait, alors la croissance pourrait y descendre encore d'un cran. À l'inverse, la demande intérieure française pourrait résister mieux que prévu, notamment parce que le taux d'épargne des ménages présente une marge de baisse substantielle, après sa hausse de près d'un point en 2007.*

## Vue d'ensemble

### Le ralentissement des économies avancées se poursuit

Au sein des économies avancées, le ralentissement est désormais clairement engagé : au quatrième trimestre de 2007, la croissance d'ensemble n'a pas dépassé +0,4 %, conformément aux anticipations de la dernière *Note de conjoncture*. La forte croissance du Japon a toutefois surpris à la hausse (+0,9 %), en raison d'un rebond ponctuel de l'investissement des entreprises, et la croissance américaine à la baisse (à peine +0,2 %). En janvier, les enquêtes de conjoncture dans les services se sont pour la plupart dégradées, laissant présager une poursuite du ralentissement des économies avancées, notamment aux États-Unis.

### La croissance des pays émergents reste vigoureuse

Ce ralentissement ne semble pas toucher, pour l'instant, les économies émergentes, dont l'activité économique reste vigoureuse. La Chine a par exemple de nouveau enregistré une croissance à deux chiffres en 2007, portée par un investissement productif exceptionnellement dynamique (+26 % en glissement annuel fin 2007) et un commerce extérieur toujours florissant (excédent commercial de 260 milliards de dollars en 2007, en progression de 45 % par rapport à 2006). Cette double dynamique d'investissement massif et de commerce extérieur excédentaire caractérise parfaitement les forces à l'œuvre au sein des pays émergents. Elle a même conduit certains États, comme le Brésil ou la Russie, de la quasi-faillite à la fin des années 1990 à une situation de pays créditeurs. Ces marges de manœuvre pourraient permettre aux pays émergents de résister au ralentissement mondial dont ils limiteraient ainsi l'ampleur.

## L'inflation mondiale est forte depuis l'automne

Si la robustesse des économies émergentes devrait contribuer à limiter le ralentissement attendu de l'activité mondiale, elle stimule également la demande en matières premières et donc l'inflation. Celle-ci s'est nettement accrue dans les économies avancées (3 % en moyenne fin 2007). Elle est plus élevée encore dans les pays émergents où l'alimentation représente une part importante du budget des ménages : en Chine par exemple, l'inflation a dépassé 8 % en début d'année.

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

■ Prévisions

\* Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM

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

Source : Insee

*Les tensions physiques restent vives sur les marchés pétroliers*

En dépit du ralentissement de l'économie mondiale, le prix du pétrole pourrait fluctuer autour de 95 \$ le baril de Brent à l'horizon du milieu d'année. L'ajustement entre l'offre et la demande devrait en effet rester très tendu : la demande de pétrole demeure particulièrement dynamique en Chine, au Brésil et au Moyen-Orient ; dans le même temps, le potentiel de production croît faiblement et les pays de l'Opep ne mobilisent pas pleinement leurs capacités disponibles.

*Les prix des matières premières, notamment agricoles, flambent*

Plus généralement, les tensions sur les marchés de matières premières devraient persister à l'horizon du milieu d'année, comme l'illustrent notamment les produits agricoles. Particulièrement emblématique est le cas du marché mondial du blé. Alors que le boisseau de blé coté à Chicago a pendant plus d'une décennie oscillé entre 2 \$ et 4 \$, il franchissait mi-2007 les 5 \$, pour dépasser enfin les 11 \$ fin février 2008 (cf. graphique 1). Les origines de cette situation de pénurie sont diverses. Les récoltes ont été mauvaises dans de grands pays exportateurs comme l'Australie, les biocarburants détournent les terres cultivables de la production de denrées alimentaires (la moitié des récoltes de maïs aux États-Unis est dédiée à la production d'éthanol) et dans le même temps la demande est très vigoureuse, notamment en Inde et en Chine. Les stocks mondiaux sont par conséquent à leur plus bas niveau depuis 25 ans et l'augmentation des capacités de production actuellement en cours ne devrait pas déboucher sur un accroissement effectif de l'offre de produits agroalimentaires avant l'été. Par conséquent, les prix agricoles ne reflueront pas au premier semestre de 2008.

### Les politiques monétaires s'assouplissent dans les pays développés

Malgré les tensions inflationnistes, la Fed et la Banque d'Angleterre mènent des politiques monétaires accommodantes afin de stabiliser l'activité économique. Depuis le début de l'année, la Fed et la Banque d'Angleterre ont ainsi abaissé leurs taux directeurs de 125 et 25 points de base respectivement. La BCE a quant à elle infléchi son discours, notant en particulier les risques qui pesaient sur la croissance de la zone euro. L'assouplissement des politiques monétaires dans les pays avancés devrait donc se poursuivre, d'autant que les difficultés persistent sur les marchés financiers. La situation sur les marchés monétaires semble certes se normaliser, mais le mouvement de fuite vers la qualité perdure et les marchés des actions restent très volatils après leur chute du début d'année.

1 - Baril de Brent et boisseau de blé



Source : Data Insight

### *Le marché immobilier américain continuerait de chuter*

L'incertitude perdure quant aux pertes des institutions financières et le nombre de défaillances aux États-Unis en matière de prêts immobiliers est attendu en forte hausse en 2008. L'ajustement du marché immobilier n'est pas terminé : les ventes de logements continuent de baisser, les stocks de logements sont au plus haut depuis la crise de 1978 et les mises en chantier sont au plus bas. La chute de l'investissement en logement des ménages continuerait par conséquent d'amputer la croissance américaine. Comme le laisse augurer l'affaïssement de la confiance des ménages, la consommation devrait également fléchir : la situation sur le marché de l'emploi se dégrade (63 000 emplois ont été détruits en février) ; l'inflation vient éroder le pouvoir d'achat et le recours à l'endettement devient moins facile. Seul le commerce extérieur soutiendrait la croissance, en raison notamment de la dépréciation du dollar. Le risque d'entrée en récession n'est donc pas nul, même si ce n'est pas notre scénario central (+0,1 % de croissance au premier trimestre et 0,0 % au deuxième).

### *La demande intérieure britannique s'essoufflerait*

Au Royaume-Uni également, le marché immobilier s'est retourné. L'investissement en logement des ménages stagnerait au premier semestre de 2008 et la consommation ralentirait fortement. L'investissement des entreprises ne serait pas plus dynamique, compte tenu de la dégradation récente du climat des affaires. Au premier semestre de 2008, l'activité ne croîtrait plus qu'à un rythme annuel modeste, de l'ordre de +1,5 %, après deux années de forte progression (+3,1 % en 2007 après +2,9 % en 2006).

### *La croissance japonaise a surpris à la hausse au quatrième trimestre*

Au Japon, l'embellie de la fin de l'année (+0,9 % de croissance au quatrième trimestre) semble accidentelle. Le dynamisme de l'Asie du Sud-Est continue certes de soutenir les exportations japonaises, mais la croissance a surtout bénéficié d'un rebond particulièrement prononcé de l'investissement des entreprises. Ce rebond semble cependant temporaire et sans doute surévalué dans la première estimation des comptes nationaux. Au premier semestre de 2008, la croissance de l'investissement devrait se tasser nettement, en raison notamment du fléchissement des perspectives de profit des entreprises nippones. L'inflation sous-jacente pourrait toutefois redevenir positive à l'été 2008, même si certains aspects de la déflation persistent, notamment la faiblesse des hausses de salaire.

## La zone euro n'échapperait pas au ralentissement

### *En zone euro, l'activité resterait modérée au premier semestre*

La zone euro devrait croître au même rythme modéré qu'au quatrième trimestre de 2007 (+0,4 % par trimestre). L'investissement en construction résidentielle se ressentirait du retournement à l'œuvre en Espagne, en Irlande et en Finlande, alors même que l'investissement en équipement poursuivrait le ralentissement engagé en début d'année dernière. Le commerce extérieur viendrait en outre amputer la croissance au premier semestre de 0,1 point par trimestre en raison du ralentissement de la demande mondiale et de l'appréciation du change. En revanche, la consommation des ménages devrait recommencer à croître après le recul du quatrième trimestre (-0,1 %) : le marché du travail resterait dynamique et l'appréciation de l'euro amortit les pertes de pouvoir d'achat associées à la hausse des prix d'importation.

### *L'investissement pèserait sur la croissance allemande*

Première économie de la zone euro, l'Allemagne pâtirait de la stagnation de l'investissement productif au premier trimestre (0,0 %). Au quatrième trimestre de 2007, les entrepreneurs allemands semblent avoir avancé leurs projets d'investissements (+3,4 %) afin de pouvoir bénéficier des possibilités d'un dispositif d'amortissement fiscal élargi, supprimé au premier janvier 2008. En revanche, la consommation des ménages pourrait à nouveau soutenir la croissance allemande au premier semestre : dans le sillage des hausses de salaires récemment négociées dans de nombreuses branches de l'économie, les rémunérations salariales croîtraient un peu plus vivement.

En Italie, les résultats du quatrième trimestre ne sont pas encore connus et ne le seront pas avant le 23 mai. Nous estimons toutefois sur la base des statistiques disponibles que l'activité a reculé de 0,1 % au quatrième trimestre. Malgré le rebond attendu après ce repli surprenant, la croissance devrait rester faible au premier semestre de 2008 (+0,3 % par trimestre).

### Le commerce extérieur français pèserait de nouveau sur la croissance

#### *Les exportations de la France s'essoufflent*

Dans cet environnement mondial au ralenti, la demande en provenance des principaux marchés d'exportation de la France s'est essoufflée au quatrième trimestre de 2007, entraînant une modération des ventes à destination de la zone euro (+0,9 %), des États-Unis (-4,1 %) et du Japon (-0,9 %). Le dynamisme des exportations vers les pays émergents n'a pas suffi à compenser ce repli : les exportations totales se sont contractées de 0,6 % au quatrième trimestre de 2007. Sur l'année 2007, elles n'ont ainsi augmenté que modestement (+2,7 %, ou +3,1 % corrigé de la distorsion statistique introduite par la fraude à la TVA). Au premier semestre de 2008, le ralentissement des exportations se prolongerait. Les ventes de produits manufacturés devraient notamment se tasser, comme le suggère la détérioration des carnets de commandes étrangers constatée dans l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de janvier.

#### *Les importations rebondiraient au premier semestre*

Les importations se sont fortement repliées au quatrième trimestre de 2007 (-1,4 %). En particulier, les importations de produits manufacturés ont chuté, en partie du fait du ralentissement marqué des dépenses de consommation des ménages en biens manufacturés (-0,2 % après +1,9 % au troisième trimestre). Par contrecoup, les importations totales devraient rebondir au premier semestre de 2008. Ce rebond serait toutefois limité par le ralentissement de la demande intérieure.

### L'amélioration est très nette sur le marché du travail

#### *Les créations d'emploi sont nombreuses en 2007*

En 2007, plus de 350 000 emplois ont été créés en France, soit davantage encore qu'en 2006 où le marché du travail avait déjà été particulièrement dynamique (+283 000 emplois). Cette performance tient en grande partie aux secteurs marchands. Les plus créateurs d'emploi sont les services aux entreprises (+122 000 emplois), les services aux particuliers (+89 000 emplois) et la construction (+59 000 emplois).

#### *96 000 emplois créés au premier semestre*

Au premier semestre, l'emploi ralentirait légèrement : d'une part, la croissance de l'activité se tasserait ; d'autre part, les sorties des dispositifs de contrats aidés continueraient d'être supérieures aux entrées. Globalement, la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi TEPA) devrait avoir un impact faible sur la productivité du travail à l'horizon de la prévision (cf. fiche « Emploi »). Les gains de productivité resteraient en dessous de leur tendance de longue période et, au total, 96 000 emplois devraient être créés au premier semestre de 2008.

#### *Le taux de chômage demeurerait à 7,5 %*

Au quatrième trimestre, le taux de chômage a baissé, plus fortement que ne le suggèrent l'augmentation de l'emploi et la hausse tendancielle de la population active. Au premier semestre de 2008, malgré des créations d'emploi encore nombreuses, le taux de chômage au sens du BIT serait stable à 7,5 % compte tenu du retour à une croissance de la population active plus soutenue. Au total, depuis le début de 2006, le taux de chômage a diminué de plus d'un point et demi.

## L'inflation rogne le pouvoir d'achat des ménages

*Le revenu des ménages a été particulièrement dynamique en 2007...*

L'amélioration continue du marché du travail depuis le début de 2006 a entretenu le dynamisme de la masse salariale. En 2007, celle-ci aurait crû de 4,1 %. Les mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat (réforme du barème de l'impôt sur le revenu, hausse de la prime pour l'emploi, baisse des cotisations salariales liées à la défiscalisation des heures supplémentaires) ont par ailleurs contribué à une très nette accélération du revenu des ménages (+4,7 % en moyenne annuelle). Corrigé de l'inflation, le revenu des ménages aurait ainsi augmenté de 3,1 % en 2007.

*...mais il ralentirait au cours du premier semestre de 2008*

Au premier semestre de 2008, les salaires resteraient dynamiques en raison de la bonne tenue du marché du travail. Le revenu des ménages devrait en outre bénéficier des effets favorables de la loi TEPA. L'impôt sur le revenu devrait toutefois retrouver un rythme de progression plus en ligne avec la croissance du revenu. Au total, le revenu des ménages augmenterait de 1,9 % au premier semestre de 2008.

*Le pic d'inflation en février atteindrait 3 %*

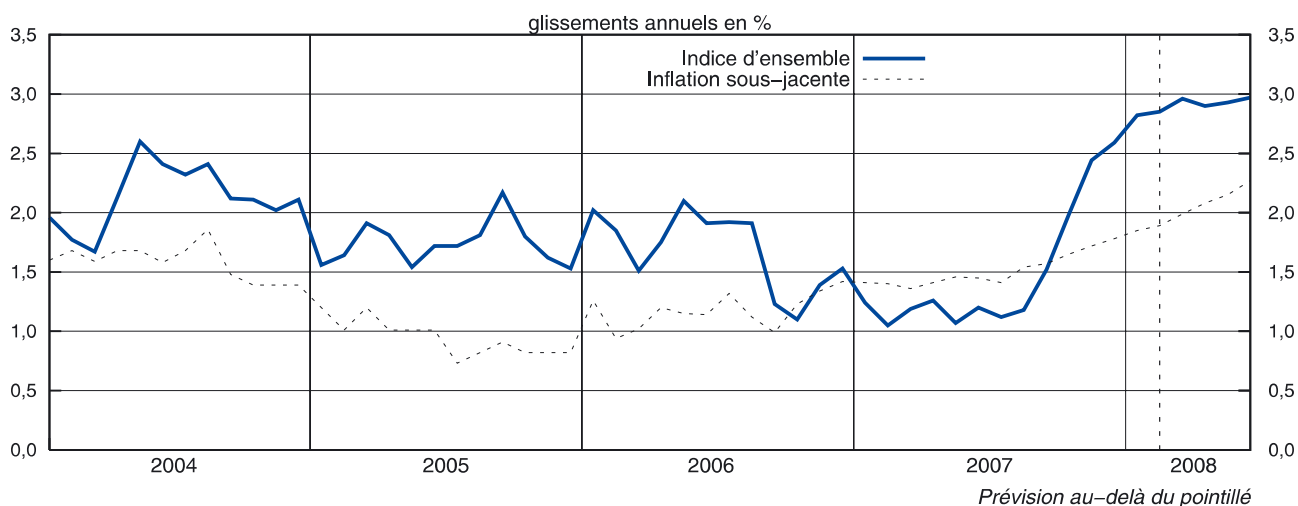
En moyenne sur l'année 2007, l'inflation d'ensemble s'est très légèrement repliée (1,5 % après 1,6 % en 2006). Néanmoins, elle a nettement progressé en cours d'année (2,6 % en décembre). Elle augmenterait jusqu'à 3,0 % en mars et resterait élevée au premier semestre (3,0 % en juin ; cf. graphique 2).

*Les prix de l'alimentaire flambent*

Sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable autour de 95 \$, l'inflation énergétique tendrait à se modérer, tout en restant élevée. En revanche, l'inflation alimentaire devrait poursuivre son envolée, la flambée des cours des matières premières continuant de se répercuter sur les prix à la consommation (contribution de +0,7 point à l'inflation). Sur un an, entre juillet 2007 et juin 2008, l'inflation alimentaire contribuerait à la hausse générale des prix à hauteur de 1 point.

L'inflation sous-jacente, en augmentation régulière depuis le début de 2006, poursuivrait sa progression (2,2 % au deuxième trimestre de 2008). L'envolée des prix des matières premières agricoles et la hausse des prix du pétrole continueraient à se diffuser aux autres produits comme le suggère la forte hausse des prix de production dans l'industrie sur le marché intérieur (4,9 % sur un an en janvier). Par ailleurs, les effets de la réforme de la loi Galland semblent s'épuiser depuis la mi-2007 : les prix dans la grande distribution ont cessé de progresser moins vite que dans les autres formes de vente (cf. graphique 3).

## 2 - Prix à la consommation en France



Source : Insee

*Les gains de pouvoir d'achat seraient faibles en prévision...*

En raison de la forte hausse des prix à la consommation et de la perte de dynamisme des revenus nominaux, le pouvoir d'achat du revenu des ménages devrait à peine progresser au premier semestre (environ +0,1 % par trimestre). Les ménages devraient néanmoins amortir l'impact de ce ralentissement du pouvoir d'achat sur la consommation, en tirant sur le surcroît d'épargne accumulé en 2007.

*... mais la consommation résisterait*

La consommation résisterait donc au ralentissement marqué du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Elle progresserait sur un rythme un peu inférieur à sa tendance de longue période (+0,5 % au premier trimestre puis +0,4 % au deuxième). Au premier trimestre, elle devrait bénéficier d'un effet de rattrapage dans les transports et les produits manufacturés consécutif aux grèves de la fin d'année. Elle serait en revanche freinée par l'entrée en vigueur du malus s'appliquant aux véhicules polluants, qui a fait nettement baisser les immatriculations en janvier ; mais, au vu de la hausse des immatriculations en février, l'impact sur la consommation en produits manufacturés du premier trimestre devrait être *in fine* modéré. Au total, la consommation en produits manufacturés rebondirait donc au premier trimestre (+0,7 % au premier trimestre de 2008 après -0,2 % le trimestre précédent).

### L'investissement et la production ralentiraient

*L'investissement des ménages devrait stagner*

Autre pilier de la demande des ménages, l'investissement en logement continuerait de ralentir après le rebond temporaire du quatrième trimestre : les prix immobiliers demeurent à un haut niveau (*cf. l'éclairage sur les prix immobiliers en France*) et les conditions d'octroi des prêts se durcissent. Les indicateurs de mises en chantier et de permis de construire suggèrent sur le passé récent que cet investissement devrait se stabiliser (+0,0 % par trimestre).

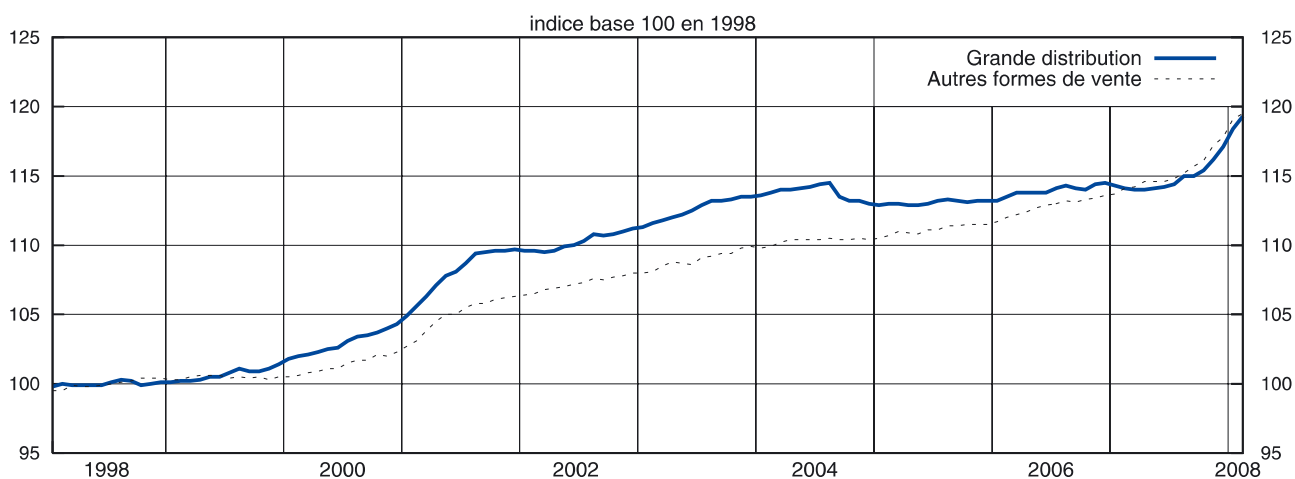
*L'investissement des entreprises a été particulièrement dynamique en 2007*

Sur l'ensemble de l'année 2007, l'investissement des entreprises a augmenté de 4,9 % et le taux d'investissement de nouveau progressé (18,9 % en fin d'année). L'investissement en bâtiment et travaux publics a été particulièrement dynamique (+7,3 %). Au quatrième trimestre, l'investissement total aurait toutefois fortement ralenti sans le rebond temporaire de la formation brute de capital fixe en bâtiment et travaux publics.

*Les conditions sont devenues moins favorables aux projets d'investissement*

Au début de l'année 2008, l'investissement productif ralentirait (+0,5 % en moyenne par trimestre). En effet, les perspectives de demande seraient limitées par le tassement de l'activité et les turbulences financières ont provoqué le ren-

### 3 - Prix de la grande distribution et des autres formes de vente



Source : Insee

chérissement des emprunts privés par rapport aux emprunts publics. L'investissement en construction, notamment en travaux publics, ralentirait nettement, comme le suggère la dégradation de l'opinion des entrepreneurs de travaux publics depuis la fin de 2007.

### *La production ralentirait de nouveau au premier semestre*

La production a nettement ralenti au quatrième trimestre de 2007, comme prévu dans la *Note de conjoncture* de décembre : +0,4 % (+0,5 % hors effet des grèves dans les transports publics). Le ralentissement devrait se poursuivre : +0,4 % au premier trimestre (+0,3 % hors effet des grèves), et +0,3 % au deuxième. En effet, en début d'année le climat des affaires s'est effrité dans l'industrie et fortement détérioré dans les services, revenant ainsi à son plus bas niveau depuis décembre 2005. La production de services marchands devrait pâtir du léger tassement de la consommation des ménages. La production manufacturière resterait atone. Dans le secteur de l'énergie enfin, la production devrait reculer en raison de températures inhabituellement clémentes. Seule la production dans les transports devrait bénéficier d'un rebond après les grèves de la fin de l'année.

### *La croissance du PIB se tasserait en début d'année*

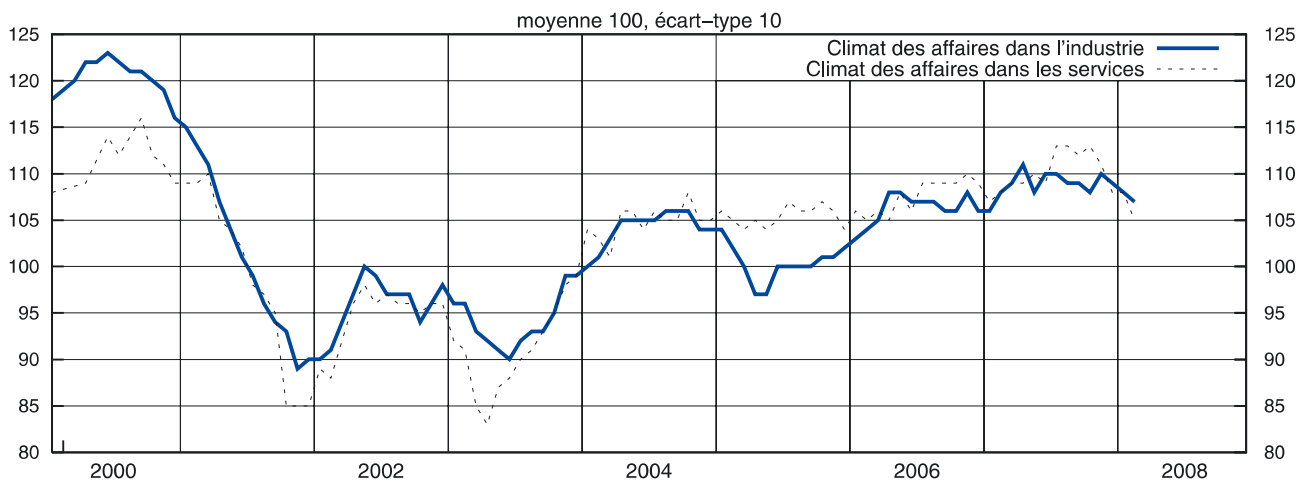
Après une croissance du PIB proche de 2 % en 2007, le contexte économique serait moins favorable début 2008 comme en témoignent les enquêtes de conjoncture qui commencent à se dégrader, notamment dans les services. Au quatrième trimestre, la croissance a déjà fléchi (+0,3 %). En début d'année, l'activité économique devrait continuer à progresser à un rythme modéré (+0,4 % au premier trimestre et +0,3 % au deuxième).

### *Aléas : évolution des prix des matières premières et résilience de la demande intérieure*

L'évolution des prix des matières premières et la résilience de la demande intérieure constituent les principaux aléas de notre prévision. Une hausse plus forte des prix du pétrole, mais aussi de l'alimentation, pourrait peser sur la consommation des ménages. L'investissement pourrait également ralentir davantage si la détérioration des conditions de financement obligeait les entreprises à reporter plus de projets. À l'inverse, la forte montée du taux d'épargne des ménages observée en 2007 leur ouvre la possibilité de tirer sur le surcroît d'épargne accumulé afin de mieux « lisser » l'évolution de la consommation.

Le niveau toujours élevé du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie pourrait également inciter les entreprises à maintenir leur effort d'investissement, malgré les difficultés plus grandes à le financer. ■

## 4 - Climat des affaires dans l'industrie et les services



Source : Insee