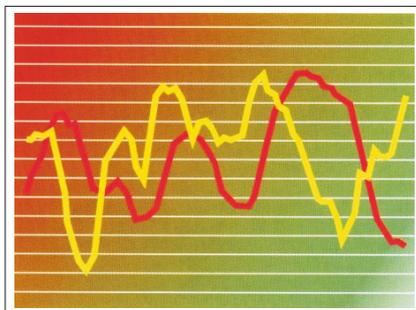


POINT DE CONJONCTURE



La croissance cale en zone euro

Depuis un an, l'économie mondiale ralentit progressivement. Trois chocs expliquent pour l'essentiel ce ralentissement : la correction de la bulle immobilière suscite dans de nombreux pays une baisse de l'investissement des ménages ; la très forte hausse jusqu'à cet été des prix des matières premières ampute le pouvoir d'achat de leur revenu ; enfin, les graves perturbations des marchés financiers consécutives à la crise des subprimes entraînent un durcissement des conditions de financement, dont l'effet reste toutefois jusqu'à présent peu visible sur la distribution de crédit.

Le ralentissement devrait se poursuivre au second semestre de 2008 : la croissance des grandes économies avancées ne serait plus que de 0,2 % par trimestre, après 0,3 % au premier semestre de 2008 et plus de 0,5 % au second semestre de 2007.

A priori, les États-Unis auraient dû souffrir davantage de ces trois chocs que la moyenne de leurs partenaires. Ils parviennent toutefois à mieux résister, grâce notamment au fort soutien qu'apporte depuis deux ans à leur commerce extérieur la dépréciation du dollar. Après une croissance de 0,8 % au deuxième trimestre, l'activité croîtrait de nouveau au second semestre (0,5 % au troisième trimestre, puis 0,2 % au quatrième).

L'affaiblissement de l'activité de la zone euro au deuxième trimestre est, en revanche, plus net qu'attendu. Après avoir reculé au deuxième trimestre, le PIB de la zone devrait encore baisser au troisième trimestre et stagner au quatrième.

De même, en France, l'activité ne se redresserait pas au second semestre (-0,1 % par trimestre). La croissance serait limitée à 0,9 % sur l'ensemble de l'année.

Les exportations pâtissent en effet du ralentissement mondial

et des effets de l'appréciation passée de l'euro.

L'investissement des ménages est déprimé par la hausse des taux d'intérêt sur les emprunts immobiliers et l'attentisme des acheteurs face au net ralentissement des prix des logements.

Enfin, la consommation souffre de la baisse du pouvoir d'achat du revenu : au second semestre, la dégradation du marché du travail et, plus généralement, le ralentissement des revenus d'activité prennent le relais de la hausse des prix pétroliers et alimentaires qui avaient amputé le pouvoir d'achat au premier semestre.

L'investissement des entreprises devrait être freiné par la dégradation des débouchés et le relâchement déjà engagé des tensions sur les capacités de production. Toutefois, sa résistance au premier semestre et la bonne tenue des projets d'investissements des industriels interrogés en juillet par l'Insee laissent espérer que l'ajustement restera modéré d'ici la fin de l'année.

L'emploi devrait continuer à s'ajuster au fléchissement de l'activité : l'emploi total reculerait de 50 000 personnes au second semestre (+40 000 sur l'ensemble de l'année) et le taux de chômage remonterait légèrement, à 7,4 % fin 2008.

Les incertitudes fortes concernant l'évolution des marchés financiers et le devenir des institutions financières, notamment aux États-Unis, affectent les perspectives économiques. À l'horizon de la prévision, l'impact sur la croissance de cette montée des incertitudes est plus limitée. Celles-ci pourraient toutefois entraîner un repli des dépenses d'investissement des entreprises plus fort qu'inscrit en prévision. À l'inverse, si la baisse des prix pétroliers se poursuivait, elle pourrait permettre une meilleure tenue de la consommation et de l'activité.

*L'économie mondiale
a nettement ralenti au
deuxième trimestre de 2008*

Au premier semestre de 2008, l'économie mondiale a de nouveau ralenti (cf. graphique 1). Au deuxième trimestre notamment, l'activité a baissé dans la zone euro (-0,2 %) et au Japon (-0,7 %) et a stagné au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la croissance a été plus forte que prévu au deuxième trimestre (+0,8 %) ; cette bonne performance, principalement due au commerce extérieur, s'est toutefois accompagnée d'une nette dégradation du marché du travail.

La crise financière s'approfondit encore

*Les marchés immobiliers sont
toujours en crise mais des
signes de normalisation
se font jour aux États-Unis*

La crise immobilière, apparue il y a maintenant plus d'un an, se poursuit. Au Royaume-Uni, la baisse des prix se prolonge à un rythme de -5 % par trimestre et le volume des transactions se contracte. Le secteur espagnol du BTP doit faire face à une contraction brutale de l'activité, avec des stocks de logements invendus très élevés, et à des faillites d'acteurs importants. Le marché immobilier est également à la peine en Irlande, et, en France, le nombre de transactions est en forte baisse. Cependant, les premiers signes d'un mouvement vers une normalisation du marché semblent se faire jour aux États-Unis : les stocks de logements invendus ont sensiblement baissé depuis mars et la baisse des mises en chantier s'est modérée.

*Cependant, la crise financière
s'approfondit...*

En revanche, la crise financière, amorcée par la crise des crédits immobiliers *sub-prime*, s'est encore approfondie. À la nationalisation de la banque britannique Northern Rock en février a succédé le sauvetage de la banque d'affaire Bears Stern puis la mise sous tutelle des organismes américains de refinancement hypothécaire Freddie Mac et Fannie Mae, dont les engagements cumulés atteignent 5 200 milliards de dollars. La mise en faillite de la banque Lehman Brothers et la mise sous tutelle de AIG, le premier assureur américain, en sont les derniers avatars. Cette crise s'est également accompagnée de la faillite de neuf banques commerciales régionales aux États-Unis, comme Indymac. Elle a conduit à une grande volatilité des marchés boursiers et à un climat de défiance généralisée qui entrave le bon fonctionnement des marchés interbancaires, les banques restant très réticentes à se concéder mutuellement des prêts.

*... et les conditions de
financement se durcissent*

Cette perte de confiance sur le marché interbancaire a entraîné une fuite vers les titres publics. En dépit des importantes injections de liquidités réalisées par les banques centrales, les taux d'intérêt pratiqués sur les marchés interbancaires restent très supérieurs aux taux directeurs des banques centrales. Les écarts de taux, ou primes de risque, ont atteint 70 points de base en zone euro et 120 points de base aux États-Unis. À l'inverse, les taux des titres publics américains, considérés comme sans risque, se sont nettement repliés dans le courant du mois de septembre. Cet accroissement de la difficulté du financement bancaire se répercute sur l'octroi de crédits, avec un durcissement annoncé des conditions de financement des entreprises et des ménages, même si celui-ci est jusqu'à présent peu visible dans les statistiques de crédit.

L'inflation reste partout élevée mais des signes de détente apparaissent

*Une hausse généralisée de
l'inflation au premier semestre*

L'inflation est élevée dans la plupart des pays. Les prix y ont été poussés à la hausse principalement par les prix des produits alimentaires et du pétrole, ce dernier ayant atteint un niveau record de 147 \$ pour le baril de *brent* début juillet. En juillet, l'inflation a notamment atteint 4 % en zone euro ; elle a été supérieure à 4 % au Royaume-Uni ; et elle a même dépassé 5 % aux États-Unis. L'Asie du sud-est et la Chine ont également subi une forte poussée d'inflation.

*Mais le prix du pétrole se
détend nettement...*

Depuis le mois de juillet, le prix du pétrole a baissé brutalement. Le prix du baril de *brent* est ainsi brièvement passé sous le seuil des 90 \$ en septembre. Cette détente provient à la fois d'une hausse des capacités de production de l'Arabie Saoudite et d'une anticipation de ralentissement de la demande en provenance des pays de l'OCDE dans le sillage de leur ralentissement économique. Toutefois, à l'horizon de la fin 2008, les marchés pétroliers resteraient tendus, notam-

ment avec la hausse hivernale des besoins énergétiques de l'hémisphère nord. Le prix du pétrole ne devrait ainsi plus guère baisser au quatrième trimestre de 2008 et fluctuerait autour de 100 \$ le baril d'ici la fin de l'année.

... de même que le prix des denrées alimentaires...

Les prix des matières premières alimentaires ont également nettement reflué, après leur flambée les amenant à des niveaux records. Les cours du blé et de l'huile de palme ont été quasiment divisés par deux par rapport à leurs niveaux de mars dernier, celui du maïs a baissé de plus d'un quart par rapport à juin et celui du colza d'un tiers.

... ce qui conduirait à un reflux sensible de l'inflation

Ce net retournement du prix des matières premières conduirait à un repli progressif de l'inflation d'ici la fin de l'année, à un peu plus de 3 % aux États-Unis et à un peu en dessous de 3 % en zone euro.

L'activité mondiale ralentirait de nouveau au second semestre

L'économie américaine ralentirait nettement

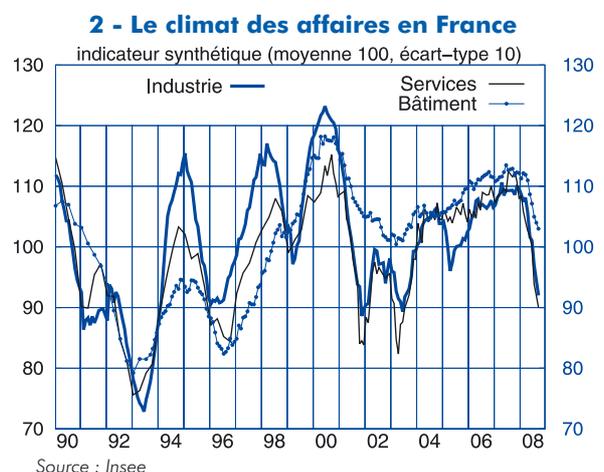
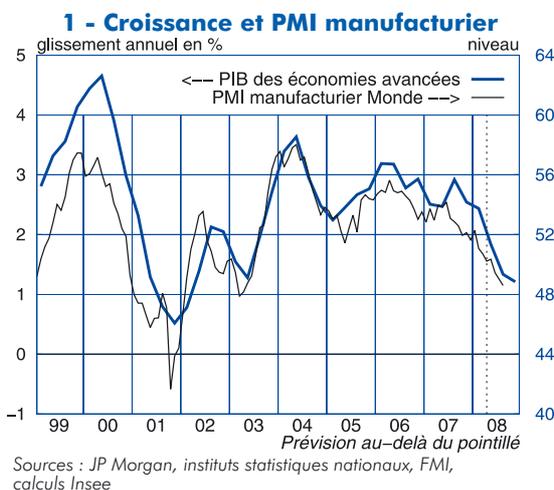
Après avoir surpris positivement au deuxième trimestre (+0,8 %), l'activité ralentirait aux États-Unis à l'horizon de la fin de 2008 (+0,5 % puis +0,2 % aux troisième et quatrième trimestres). En effet, l'investissement serait pénalisé par le durcissement des conditions de financement et la dégradation du marché du travail pèserait sur la consommation des ménages, qui en outre ne serait plus soutenue comme au deuxième trimestre par la baisse des impôts (*tax rebate*). De surcroît, le commerce extérieur, qui a nettement porté l'activité au deuxième trimestre, subirait les effets du ralentissement de l'économie mondiale. À l'inverse, le marché immobilier américain donne de premiers signes d'amélioration et la chute de l'investissement immobilier des ménages pourrait être quelque peu freinée. Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'établirait à 2,0 % en 2008, comme en 2007.

La demande intérieure britannique continuerait de peser sur l'activité

L'économie britannique est particulièrement affectée par la crise immobilière et financière : son investissement, tant résidentiel que non résidentiel, devrait poursuivre sa baisse. La consommation des ménages se replierait également au second semestre. En revanche, le commerce extérieur soutiendrait quelque peu la croissance, grâce aux effets favorables de la dépréciation passée de la livre. Au total, le PIB britannique devrait diminuer légèrement au second semestre.

Un rebond très temporaire de l'activité au Japon

Au Japon, après sa forte contraction du deuxième trimestre, l'activité rebondirait au troisième trimestre. Toutefois, au-delà de la volatilité au trimestre le trimestre des chiffres de croissance japonais, la tendance est étale et l'activité marquerait ainsi le pas au quatrième trimestre.



La Chine et l'Asie émergente en ralentissement

Le reste de l'Asie souffrirait du ralentissement de l'activité mondiale, qui pèserait sur les exportations et, partant, sur l'investissement des entreprises. La croissance de la Chine et du reste de l'Asie émergente se modérerait d'ici à la fin de l'année. Ce ralentissement s'observe déjà au deuxième trimestre, le glissement annuel du PIB chinois s'étant en particulier replié à 10,1 % contre 12,6 % un an auparavant.

En zone euro, l'activité se replierait au second semestre de 2008

La zone euro est en panne de demande intérieure...

La croissance de la zone euro se limiterait à 1,1 % en 2008 après 2,6 % en 2007. Le commerce extérieur n'apporterait qu'un soutien limité à l'activité, entravé par le ralentissement mondial, et sous l'hypothèse d'un taux de change de l'euro stabilisé à 1,40 \$. La faiblesse du pouvoir d'achat des ménages, pénalisée par la modération salariale et de faibles créations d'emploi, pèserait sur leur consommation. Dans ce contexte de demande ralentie, l'investissement des entreprises poursuivrait son repli. Au total, l'activité de la zone euro, après s'être contractée de -0,2 % au deuxième trimestre, se réduirait encore légèrement au second semestre.

... en particulier l'Allemagne

Après sa performance exceptionnelle du premier trimestre, l'économie allemande a reculé au deuxième trimestre. Ce recul se prolongerait au second semestre. En effet, les exportations seraient pénalisées par la faiblesse de la demande étrangère ; le ralentissement de l'emploi et des salaires pèserait sur la consommation qui serait atone au second semestre ; et l'investissement se replierait nettement face à une demande déprimée et à des conditions de financement qui se durcissent. Au total, grâce au premier trimestre, la croissance s'élèverait à 1,3 % en 2008, après 2,6 % en 2007. Mais l'Allemagne commencerait 2009 sur un acquis de croissance négatif de -0,3 %.

L'Italie sans croissance en 2008

Après une baisse de son PIB au deuxième trimestre, l'Italie enregistrerait une activité en léger repli au second semestre, comme semble l'attester le bas niveau des enquêtes de conjoncture. La contribution nette de l'extérieur serait négative et la demande intérieure se contracterait. En effet, la consommation serait pénalisée par le recul du pouvoir d'achat sous le coup d'une inflation élevée. En revanche, le secteur de la construction, qui a contribué à la baisse du PIB du deuxième trimestre, ne pèserait plus sur la croissance. En moyenne sur l'année, la croissance du PIB serait nulle.

L'activité en Espagne est victime de la crise immobilière

En Espagne, l'activité a nettement ralenti sur la première partie de l'année : seulement 0,3 % au premier trimestre et 0,1 % au deuxième, dans le sillage du net recul de la construction (-0,4 % au premier trimestre et -2,4 % au deuxième) et du fort ralentissement de la consommation des ménages. En effet, le pouvoir d'achat des ménages est pénalisé par une forte inflation (plus de 4,5 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année) et par les destructions d'emplois enregistrées sur les deux premiers trimestres. Au second semestre, l'activité se replierait, toujours sous le coup de la crise immobilière.

Les exportations françaises seraient pénalisées par le ralentissement du commerce mondial

Les exportations françaises seraient pénalisées par une demande mondiale au ralenti

Dans cet environnement international peu porteur, la demande mondiale adressée à la France ne progresserait qu'au ralenti sur les deux derniers trimestres de l'année, de l'ordre de 2 % seulement en rythme annuel, contre une hausse de près de 6 % en 2007 et de plus de 9 % en 2006. Les exportations seraient également pénalisées par les derniers effets de l'appréciation passée de l'euro. Au total, elles seraient quasiment stables sur le second semestre.

Des importations françaises également peu dynamiques

Les importations seraient freinées au second semestre par la faiblesse de la demande intérieure. Ainsi, les importations de produits manufacturés, qui se sont déjà contractées au deuxième trimestre, baisseraient de nouveau les deux derniers trimestres de l'année (-0,2 % puis -0,1 %).

L'investissement des entreprises marquerait le pas au second semestre

La faiblesse de l'activité pèserait sur l'investissement des entreprises

L'investissement des entreprises s'est nettement replié au deuxième trimestre, après avoir encore progressé au premier. Pour les deux trimestres à venir, la faiblesse de la demande tant nationale qu'étrangère, le repli anticipé de la production et le durcissement des conditions de financement viendraient peser sur l'investissement. De plus, les tensions sur les capacités de production se sont nettement réduites ces derniers trimestres et le taux d'investissement des entreprises reste élevé. L'investissement baisserait par conséquent légèrement aux troisième et quatrième trimestres de 2008. Sur l'année, il progresserait ainsi de 2,4 % seulement, après 7,3 % en 2007.

La baisse de l'emploi se poursuivrait sur la seconde partie de l'année

L'emploi total reculerait malgré la stabilisation des emplois aidés...

L'activité tournant au ralenti, le marché du travail continuerait d'enregistrer des pertes d'emploi sur les deux derniers trimestres de l'année : l'emploi total se replierait de 52 000 sur le second semestre, après avoir progressé de 89 000 au premier semestre, contre +175 000 par semestre en 2007. Notamment, l'emploi marchand non agricole perdrait un peu plus de 100 000 postes au second semestre. En revanche, les emplois aidés, en baisse au premier semestre, se stabiliseraient sur la même période.

... et le chômage augmenterait légèrement

Malgré la baisse de la population active attendue au second semestre, le chômage s'accroîtrait légèrement sur la seconde moitié de 2008. Le taux de chômage au sens du BIT atteindrait 7,4 % à la fin de l'année, un chiffre toutefois encore légèrement inférieur à celui de la fin de 2007.

La consommation des ménages serait pénalisée par la faiblesse du pouvoir d'achat du revenu

L'inflation se replierait au second semestre

Le pouvoir d'achat du revenu des ménages bénéficierait d'une baisse de l'inflation. Celle-ci se replierait sensiblement, à 2,4 % à la fin de l'année, grâce au recul du prix du pétrole et des produits alimentaires ; elle s'établirait à 3,0 % en moyenne annuelle en 2008. L'inflation sous-jacente resterait stable et limitée à environ 2 %.

Mais, comme au premier semestre, le pouvoir d'achat des ménages reculerait au second

Le pouvoir d'achat du revenu continuerait toutefois de se replier, de 0,4 % au second semestre comme au premier. Il serait notamment pénalisé par la faiblesse du marché du travail. En outre, il serait moins soutenu en 2008 qu'en 2007 par les mesures fiscales nouvelles. En moyenne annuelle, il progresserait de 0,7 % en 2008 par rapport à 2007, mais se replierait de 0,2 % exprimé en unités de consommation.

En dépit de la baisse du taux d'épargne, la consommation stagnerait au second semestre

La consommation des ménages pâtirait donc de la poursuite de la baisse du pouvoir d'achat du revenu. Les ménages amortiraient toutefois quelque peu cette baisse en réduisant leur taux d'épargne, de 15,7 % au deuxième trimestre à 15,4 % au quatrième, et la consommation serait étale au second semestre.

L'investissement logement continuerait de baisser

Le recul du pouvoir d'achat s'ajoutant au durcissement des conditions de financement et aux difficultés sur le marché immobilier, les ménages continueraient de réduire leur investissement en logement, comme semble l'attester la nette tendance à la baisse des volumes de transactions, des permis de construire et des mises en chantier.

Une légère baisse de l'activité sur le second semestre

La production industrielle continuerait de baisser

L'activité serait en baisse dans les principales branches marchandes au second semestre. Dans l'industrie manufacturière, après une baisse marquée au deuxième trimestre, la production devrait de nouveau se replier en seconde partie d'année (-0,4 % par trimestre) : c'est ce que suggère la nette dégradation des enquêtes de conjoncture dans l'industrie (cf. graphique 2), malgré le rebond de la production enregistré en juillet. Les perspectives sont notamment défavorables pour l'automobile qui doit faire face à une contraction marquée des ventes de véhicules neufs dans toute l'Europe.

La croissance se limiterait à 0,9 % en 2008

Au total, le PIB reculerait légèrement au second semestre (-0,1 % par trimestre), après -0,3 % au deuxième trimestre. Sa croissance serait limitée à 0,9 % en moyenne annuelle. Cette prévision repose sur l'hypothèse que les turbulences financières ne s'aggravent pas et que les ménages et les entreprises ne doivent pas faire face à un durcissement trop marqué des conditions de crédits de la part des banques. À l'inverse, si le prix du pétrole poursuit sa dégrise, le PIB français pourrait croître plus fortement que dans notre scénario. ■

3 - Le graphique des risques associé au Point de conjoncture



Lecture : le graphique des risques retrace autour de la prévision centrale (en trait noir), l'ensemble des scénarios les plus probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et immédiatement en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 %. Ainsi au fur et à mesure que les bandes s'élargissent, est couvert un champ des possibles de plus en plus vaste.

On peut donc estimer que le premier résultat qui sera publié par les comptes trimestriels pour le troisième trimestre a 50 % de chances d'être compris entre -0,3 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,1 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) au troisième trimestre et entre un petit -0,4 % et +0,1 % au quatrième. De même, il a 90 % de chances d'être compris entre un petit -0,6 % et +0,4 % au troisième trimestre et entre un petit -0,7 % et un gros +0,4 % pour le quatrième.

Pour plus de précision sur la méthode, le lecteur pourra se reporter à la *Note de conjoncture* de l'Insee de juin 2008 (pages 15 à 18).