

Sous le signe du pétrole

N° 121 - 3^e trimestre 2008
Achevé de rédiger le 26 juin 2008

Jusqu'à la mi-mars et le sauvetage express de *Bear Stearns*, la crise financière a focalisé toutes les attentions. Depuis, cette dernière a perdu de son acuité en même temps qu'elle entraine dans une nouvelle phase. **Après plus de 400 Mds USD de dépréciations d'actifs, la crise dans sa version *sub-prime* semble, en grande partie, digérée par les marchés.** Désormais, le déroulé met en interaction le ralentissement économique et la remontée du coût du risque sur une gamme élargie de crédits, laquelle pressurise, en retour, les bilans bancaires. **Le risque de déflation n'a donc pas totalement disparu des écrans radars, mais c'est aujourd'hui le risque de son contraire, l'inflation, qui vole la vedette.**

Pendant plus de dix ans, la globalisation et l'émergence des pays *low-cost* ont été des facteurs puissants de désinflation. En l'absence de tensions inflationnistes dans la sphère réelle, les politiques d'ancrage nominal des banques centrales n'ont pas été soumises à pressions. La donne est progressivement en train de changer. Les pays émergents sont, sans doute, encore amenés à pressuriser la chaîne mondiale des prix, au fur et à mesure de leur montée en gamme. **Mais, dans le même temps, le rouleau compresseur de la machine *low-cost* semble avoir des difficultés à absorber l'augmentation de prix des matières premières, collatérale du rattrapage économique à l'œuvre.** Chez nous, la crainte que cette inflation amont se diffuse plus largement vers l'aval et que les salaires finissent par suivre, met en alerte nos banques centrales. Partout le ton se durcit... Agir dès aujourd'hui serait un moyen de gagner en crédibilité. La BCE a clairement opté pour cette option et pourrait monter par deux fois ses taux d'ici la fin de l'année, alors que d'autres se montrent plus hésitantes et ont choisi la rhétorique pour calmer les anticipations. On pense évidemment à la Fed ou la BoE.

En tout cas, l'arbitrage croissance-inflation va devenir de plus en plus délicat. L'activité est au point mort aux États-Unis et s'essouffle en Europe. Le reste du monde va suivre. Les forces désinflationnistes insufflées par ce ralentissement global sont encore masquées par la hausse ininterrompue des prix du pétrole. Il faut que le pétrole baisse ou, tout au moins, se stabilise pour que l'inflation finisse par refluer. Si la notion d'équilibre a un sens, la décélération induite de la demande mondiale de pétrole devrait occasionner des pressions baissières sur les prix. Mais, la classe d'actif pétrole peut continuer de séduire et la bulle continuer de gonfler !

Notre scénario central fait le pari audacieux que cette écume spéculative va disparaître une fois les marchés convaincus que le ralentissement économique est synonyme de pétrole moins cher. Les banques centrales, en érigant au rang des priorités le risque inflationniste au moment où la croissance marque le pas, envoient un message fort susceptible d'infléchir les anticipations. Si elles gagnent leur pari, les craintes inflationnistes reculeront en même temps que les prix du pétrole et l'environnement de croissance se normalisera progressivement en 2009. ■

1 LIGNES DE SCÉNARIO

MARCHES

- 2 – Le grand écart des banques centrales
- 3 – Taux d'intérêt : des rendements attractifs
- 4 – Taux de change : Dollar, il y a maintenant des limites à ne pas franchir

5 MATIERES PREMIERES & PÉTROLE

ÉTATS-UNIS

- 6 – Conjoncture : Rechute de la croissance en vue
- 7 – Focus : Halte au crédit, halte à la croissance

JAPON

- 8 – Conjoncture : « Trou d'air » face aux chocs
- 9 – Focus : De la déflation à l'inflation

UEM

- 10 – Conjoncture : Le pari de la BCE
- 11 – Focus : Comment expliquer la résistance des exportations européennes ?
- 12 – France : Pause conjoncturelle
- 13 – Allemagne : Vers un re-couplage au sein de la zone euro
- 14 – Italie : La croissance tirée par les exportations
- 15 – Espagne : Le *soft landing* fait place au *soft lending*
- 16 – Belgique : Choc inflationniste à court terme
- 16 – Pays-Bas : Un *momentum* de croissance toujours favorable
- 17 – Grèce : Pic d'inflation mais croissance solide
- 17 – Portugal : Le ralentissement est en marche
- 18 – Autriche : Plus résistante, mais pas épargnée
- 18 – Irlande : L'Irlande doute de son avenir
- 19 – Finlande : Dans la ligne de mire
- 19 – Nouveaux pays UEM : Janvier 2009, la Slovaquie devient le 16^{ème} membre de l'UEM

AUTRES PAYS D'EUROPE

- 20 – Royaume-Uni : La BoE prisonnière de l'inflation
- 21 – Suède : Ralentissement confirmé
- 21 – Norvège : Un dernier (resserrement) pour la route
- 22 – Danemark : La couronne menacée
- 22 – Suisse : Grande(s) peur(s) dans la montagne

AUTRES PAYS DU MONDE

- 23 – Canada : *Statu quo* sous contrainte d'inflation
- 23 – Océanie : Difficiles arbitrages
- 24 – Marchés émergents : Les banques centrales vont-elles lutter contre l'inflation ?
- 25 – Inde : Inflation et déficit public à surveiller
- 25 – Chine : Le ralentissement importé ne suffira pas
- 26 – Amérique latine : Divergences
- 27 – Afrique du Sud : Fort ralentissement de la croissance en 2008
- 27 – Israël : Une bonne surprise au premier semestre 2008
- 28 – Ukraine : Une économie en surchauffe
- 28 – PECO : Les monnaies d'Europe centrale réagissent peu face au « non » irlandais

29-32 PRÉVISIONS

Le grand écart des banques centrales

Les banques centrales font le grand écart : après la crise et l'onde de choc déflationniste en provenance des États-Unis, voici le pétrole et le choc inflationniste en provenance des émergents.

En l'espace de quelques semaines, l'inflation semble être passée au premier rang des préoccupations des banques centrales. La Fed nous parle de dollar faible comme carburant d'une inflation importée. La BCE a clairement indiqué qu'un serrage de vis s'imposait. La Banque du Canada n'a pas baissé ses taux et la Banque d'Angleterre hésite. Certains pays émergents se sont joints à ce front anti-inflation. Le Brésil, le Chili, l'Indonésie et la Russie, pour ne citer qu'eux, ont opté pour des hausses de taux.

On peut se féliciter que, face à une menace qui dépasse leur frontière, les banques centrales tiennent un discours à l'unisson. La crise financière qui, *de facto*, est reléguée au second plan n'est pourtant pas finie et continue de produire des effets de nature déflationniste. Le grand écart entre deux thématiques, inflation/déflation, aussi antagoniques peut surprendre. **Et pourtant, force est de constater que peut coexister un choc déflationniste, venant des États-Unis, et un choc inflationniste prenant sa source dans les pays émergents avec une Europe au centre qui fait office de caisse de résonance.** Suivant l'acuité de la menace, celle de la crise et de la déflation hier, et celle du pétrole et de l'inflation aujourd'hui, la priorité change et le risque de son contraire est alors mis en veille.

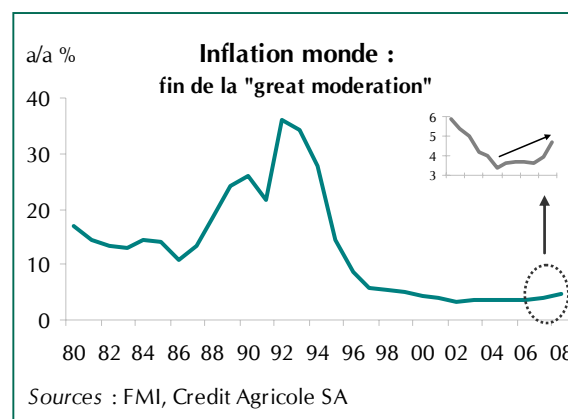
La fin de la « great moderation »

La globalisation et l'émergence des pays low-cost, avec, en corollaire, le développement d'une plate-forme industrielle ultra-compétitive, ont été des facteurs puissants de désinflation, au cours de la dernière décennie. En l'absence de tensions inflationnistes dans la sphère réelle, les politiques d'ancrage nominal des banques centrales n'ont pas été soumises à pressions. Depuis le milieu des années 90, cet environnement global de sagesse des prix a même permis de vivre avec des conditions monétaires durablement accommodantes, ce qui a nourri des bulles de prix d'actifs sur fond d'effets de levier croissant (avec un risque de déflation à la clef). Aujourd'hui, la donne semble avoir changé. **Le point bas de la désinflation atteint, le niveau d'inflation mondiale risque d'être en tendance plus élevé, remettant en selle les politiques d'ancrage nominal et leur rôle de rempart contre tout risque de dérapage.** Les pays émergents vont, certes, continuer de pressuriser la chaîne des prix au fur et à mesure de leur montée en gamme. Mais, il faut dans le même temps que le rouleau compresseur de la machine low-cost absorbe sans difficulté l'augmentation de prix des matières premières, colla-

téral du rattrapage économique à l'œuvre. L'arbitrage croissance-inflation, autrefois facilement gérable, devient plus compliqué dès lors que cette inflation amont a aussi tendance à se diffuser à l'intérieur des économies émergentes. La réponse optimale pour ces pays réside dans un savant dosage entre des taux d'intérêt un peu plus hauts et des taux de change un peu plus forts. Chez nous, ce retour de l'inflation vient titiller la crédibilité de nos banques centrales. Si ces dernières partagent l'analyse suivant laquelle la période bénie de la « great moderation » arrive à son terme, alors elles peuvent chercher dès aujourd'hui à asseoir durablement leur crédibilité, par la parole ou par le geste, à des fins d'ancrage des anticipations.

Crever la bulle pétrole

Un sentier de croissance mondiale plus faible pendant quelques temps serait alors le prix à payer pour conjurer ce risque inflation. **Mais la partie n'est pas gagnée car il faut que ce message anti-inflationniste, suivi d'actes si nécessaire, arrive à casser l'ascension inexorable du prix des matières premières.** Certes, les fondamentaux guident la tendance : la demande est tirée par l'appétence des pays émergents (cf. plus haut) tandis que l'offre est contrainte ou peu flexible. Mais, le dérapage actuel des prix va bien au-delà. Les investisseurs, y compris de grands institutionnels pouvant déplacer des masses d'argent considérables, arbitrent désormais les matières premières comme une classe d'actifs à part entière. Et tous font, au même moment, le pari de la hausse. C'est alors un prix d'actif qui monte et une nouvelle bulle qui se forme. Les banques centrales, accusées de laxisme en phase de montée des déséquilibres financiers (bulle Internet, puis bulle immobilière) ont peut-être choisi, cette fois-ci, de s'attaquer frontalement à ce nouvel excès en formation. ■



Taux d'intérêt : des rendements attractifs

Un peu partout dans le monde, le rendement des obligations a augmenté sur le dernier trimestre. Si la raison principale est à rechercher dans la crainte de davantage d'inflation, il faut se souvenir que le niveau initial était très bas et reflétait la crainte de la récession exprimée par les marchés au cours du 1^{er} trimestre.

Toutefois, nous considérons que les rendements sont plus attractifs sur la partie courte de la courbe des taux. Sur la partie longue, les « swap spreads » sont trop écrasés et ne reflètent pas les fondamentaux.

Les principales banques centrales ont récemment tenté de réfréner les anticipations de hausse des taux exprimées par les marchés. Les incertitudes pesant sur la croissance continuent de préoccuper les responsables de la politique monétaire. Du fait de nos prévisions de taux, nettement moins agressives que celles exprimées par le marché, nous nous attendons à ce que les principaux marchés d'obligation soient bien orientés, au moins dans les semaines à venir.

Plutôt que d'augmenter son exposition sur la partie courte de la courbe des titres d'État, nous considérons que les rendements des swaps sont particulièrement attractifs. L'écart entre les taux directeurs, que ce soit ceux de la Fed, de la BCE et de la Banque d'Angleterre, et les rendements des swaps à deux ans est extrêmement large. Il n'a jamais été aussi large depuis des années, à savoir depuis 2004 aux États-Unis et 2000 en zone euro et au Royaume-Uni. Le rendement du swap britannique semble le plus attractif, car, parmi les banques centrales mentionnées ci-dessus, la Bank of England est la moins susceptible de remonter ses taux directeurs sur les trimestres à venir. En outre, c'est au Royaume-Uni que le risque de ralentissement économique est le plus marqué. Nous recommandons donc purement et simplement d'être « long » swap UK à deux ans, ou alors « recevoir » le swap UK à deux ans et « payer » celui en euro à deux ans.

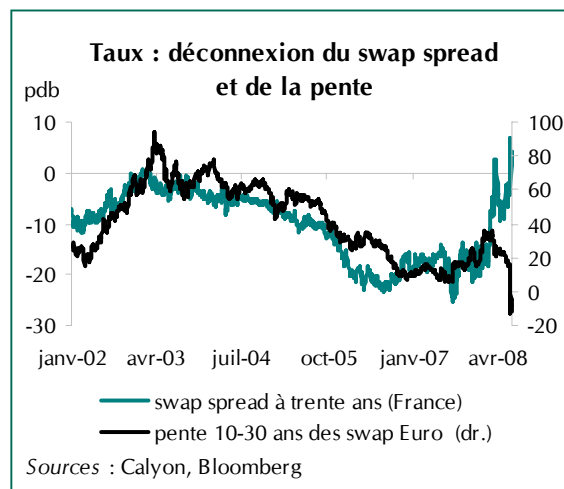
Les « receveurs de taux fixe » ont dominé le marché des swaps en euro jusqu'à récemment. Premier point : les intérêts de la gestion actif/passif semblent s'accroître lorsque les rendements des swaps au-delà de dix ans approchent les 5 %, et la zone 5-5,1% a été un bon seuil de résistance depuis 2002. Deuxièmement : le développement de ce type de stratégie pourrait être lié à des mouvements structurels dus aux couvertures de desks « exotiques », au moins selon certaines rumeurs de marché. Ces comportements ont pu créer une déconnexion dans la relation entre la pente dix-trente ans et les évolutions des swap spreads, puisque l'aplatissement/inversion de la courbe s'est accompagné d'un resserrement des swap spreads. De ce fait, le benchmark français à trente ans s'est négocié au-dessus du rendement du swap, et nous recommandons aux investisseurs à long terme d'acheter des obligations

d'état contre les swaps, car les « fondamentaux » tant en termes de croissance que ceux finances publiques demeurent bons.

Ces dernières semaines, les tensions sur les marchés monétaires ont graduellement diminué, ainsi qu'en témoigne la réduction de l'écart de taux OIS/LIBOR. Cette tendance, qui a pu s'observer sur les marchés des États-Unis, de l'euro et du Royaume-Uni, est de bon augure dans la perspective d'un retour à une meilleure forme des marchés. Néanmoins, la question de la durée de cette amélioration se pose, pour deux raisons :

- 1) **la période de la publication des résultats du deuxième trimestre s'approche à grands pas, et les rumeurs en tout genre sur l'état de santé des banques réapparaissent.** Ceci dit, nous pensons que l'élargissement de cet écart de taux devrait être moins important que précédemment, car le montant des dépréciations serait moins élevé qu'au trimestre précédent.
- 2) **La période estivale pourrait se traduire par une distribution plus serrée du crédit.**

Par ailleurs, le « non » de l'Irlande au Traité de Lisbonne a malmené les titres du Trésor irlandais, ainsi que d'autres obligations d'État peu liquides de la zone euro, comme autrichiennes. Les obligations non notées AAA, comme celles émises par l'Italie, ont, elles aussi, enregistré une sous-performance. Il y avait eu la même réaction lors du rejet de la Constitution européenne par la France et les Pays-Bas. L'avenir du Traité de Lisbonne reste un sujet de débat, et, tant que ce débat restera ouvert, il subsistera une hypothèque sur les performances des obligations d'État de ce type de pays membres. ■



Dollar : il y a maintenant des limites à ne pas franchir

Nous tablons toujours sur un raffermissement du dollar au cours du deuxième semestre 2008. Le dollar est sous-évalué et va bénéficier du retournement des anticipations de croissance de part et d'autre de l'Atlantique, en faveur des États-Unis.

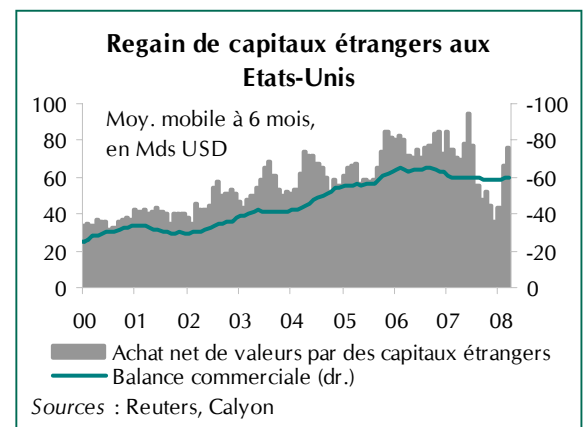
Le changement de l'attitude des responsables américains vis-à-vis de la faiblesse du dollar et une baisse graduelle de l'aversion au risque seront également des facteurs de soutien.

Nous anticipons toujours un raffermissement généralisé du dollar, au cours du second semestre 2008, avec des cours de 1,45 USD pour un euro, de 110 yens pour un USD, et de 1,84 USD pour une livre sterling en fin d'année. **Fondamentalement, le dollar, qui a baissé contre toutes devises, est désormais très sous-évalué.** Le cours actuel du dollar intègre déjà, selon nous, un grand nombre de mauvaises nouvelles sur le front de la conjoncture américaine. A l'avenir, le ralentissement économique va se propager au reste du monde, notamment en Europe, où toutes les enquêtes pointent du doigt un essoufflement de la croissance. L'euro pourrait finalement pâtir de cette conjoncture morose. Cependant, la vitesse de redressement du dollar va dépendre de plusieurs facteurs : du retour de l'appétit pour le risque, du rééquilibrage des anticipations de croissance (en termes relatifs) et par suite des différentiels de taux d'intérêt anticipés, et enfin du degré d'appétence pour les actifs libellés en dollar.

La principale hypothèque qui pourrait contrarier cette hausse du dollar tient à l'évolution des anticipations concernant l'orientation future de la politique monétaire américaine. La Fed ayant durci le ton à l'égard du risque inflationniste, le marché s'est mis à croire à une remontée rapide des taux d'intérêt américain, avec 75 pnb de hausse d'ici la fin de l'année. Selon nous, la fragilité de la croissance outre-Atlantique est le principal obstacle à un tel resserrement monétaire. En la matière, le *stimulus* budgétaire ne va que transitoirement soutenir les dépenses des ménages, qui vont profiter de ces baisses d'impôts pour consommer davantage. Mais une fois ses effets dissipés, la croissance risque de rechuter. Par ailleurs, la confiance des ménages n'a jamais été aussi basse depuis trois décennies, le marché immobilier reste aux prises avec une spirale baissière et le taux de chômage poursuit sa remontée. En outre, le ralentissement à l'œuvre devrait permettre de tempérer rapidement les tensions inflationnistes surtout si, comme nous le pensons, le prix du baril finit par refluer. **Au final, le marché devrait finir par acter du risque baissier sur la croissance et repousser dans le temps ces vellétés de hausse de taux, ce qui pourrait temporairement brider l'appréciation du dollar.**

L'attitude des autorités américaines face au dollar a clairement changé. La Fed et le Trésor ne considèrent plus aujourd'hui la faiblesse du dollar comme un atout pour l'économie américaine, les coûts liés à l'inflation importée l'emportant sur les bénéfices attendus sur le commerce extérieur. Des interventions sur le marché des changes pour soutenir le dollar ne sont pas encore à l'ordre du jour, mais sont du domaine du possible en cas de décrochage du billet vert. En tout cas la faiblesse du dollar a des limites qu'il ne s'agirait pas de franchir. Ce message va influencer la perception de marchés plus prompts à investir en actifs dollar : après tout, les investisseurs étrangers ont intérêt à arbitrer en faveur d'une monnaie faible et susceptible de s'apprécier plutôt que l'inverse. De ce fait, **la sous-évaluation du dollar va devenir un facteur d'attraction.**

Il y a, d'ores et déjà, eu une amélioration significative des flux de capitaux étrangers en direction des États-Unis. Ces derniers mois, les entrées de capitaux étrangers ont permis de financer aisément le déficit commercial américain. Le scénario catastrophe, dans lequel la crise du crédit et un retrait massif des étrangers faisaient plonger le dollar, semble aujourd'hui une hypothèse de moins en moins probable. Selon nous, au contraire, le retour de l'appétence pour les actifs dollar devrait suffire à renforcer le billet vert contre la plupart des grandes monnaies. La situation sera sensiblement différente face aux monnaies émergentes, et notamment asiatiques, contre lesquelles le dollar ne devrait se renforcer que plus tard dans l'année. ■



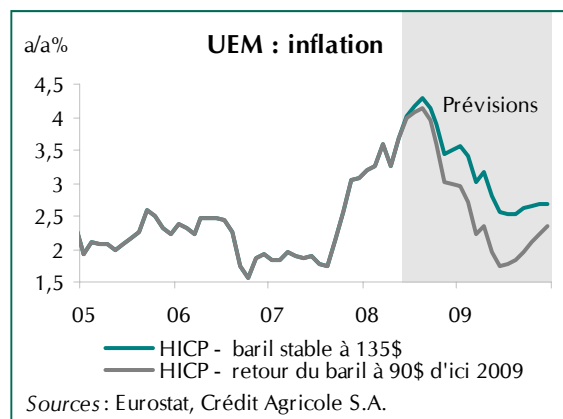
L'inflation en zone euro, otage du baril

La composante énergie est devenue, depuis l'été 2007, la principale responsable de l'accélération de l'inflation en zone euro. Un constat qui souligne l'importance de la prévision des prix du brut dans les prévisions d'inflation.

En dépit d'un taux de change euro/dollar favorable, le doublement du prix du pétrole entre mai 2007 et mai 2008 est le principal responsable de l'accélération de l'inflation de la zone euro. En mai, l'IPCH a augmenté de 3,7 % a/a, un record depuis sa création en 1996, et devrait vraisemblablement s'approcher des 4 % à l'été. L'indice énergie, qui rassemble les dépenses de carburant, de gaz et d'électricité des ménages, enregistre à lui seul une hausse de 14 % a/a et porte sa contribution à la hausse totale à près de 40 %.

Mais ce constat, s'il permet d'identifier clairement la source de l'accélération, souligne surtout le rôle central que jouent désormais les prévisions de prix du pétrole dans les prévisions d'inflation. Entre un repli à 90 USD le baril et une flambée à plus de 150 USD le baril dans les mois à venir, les hypothèses sont nombreuses, et les rythmes d'inflation associés varient sensiblement. Comme aucune option ne semble à ce jour pouvoir être légitimement écartée, nos prévisions d'inflation s'articulent donc autour de quelques scénarios « pétrole » extrêmes : le retour d'un baril sous les 100 USD avant la fin

d'année, puis 90 USD sur 2009, ramènerait, conformément à nos prévisions, l'inflation à 3,5 % sur 2008 et à 2,1 % sur 2009. En revanche, une stabilisation autour de 135 USD le baril jusqu'à fin 2009 porterait l'inflation sur 2008 à 3,7 % et à 2,6 % sur 2009. La contribution de l'énergie à la hausse totale frôlerait alors les 50 % sur la fin 2008. ■



Pétrole

Jacques CHAUSSARD
jacques.chaussard@credit-agricole-sa.fr

Perspectives Trimestriel

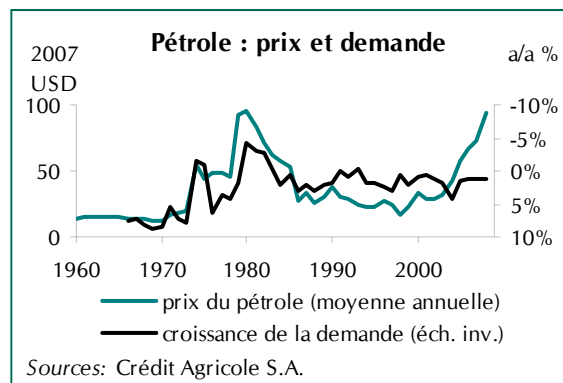
Les derricks ne montent pas jusqu'au ciel

Si les raisons de la flambée du prix du pétrole sont claires, consommation toujours vigoureuse malgré la crise, inquiétudes sur la capacité des pays producteurs à augmenter leur production, et spéculation autour d'un dollar faible, on comprend moins bien l'absence de frein à la hausse.

Pourquoi les mécanismes auto-régulateurs du prix tardent-ils à se mettre en action ? Si, côté offre, les énormes montants investis aussi bien en exploration-production qu'en raffinage ne se traduisent pas par une augmentation plus nette de la production (seulement +1 Mbbbl/jour depuis douze mois), c'est surtout parce que les investissements sont limités et retardés par le pétro-nationalisme, l'explosion des coûts unitaires (engineering, acier, plates-formes...) et le manque de disponibilité des équipes et matériels d'exploration et production.

Et côté demande, faudra-t-il que les prix atteignent 150, voire 200 USD/bbl, comme l'augurent certains pour la faire fléchir ? Le graphique montre bien comment les deux chocs précédents, certes plus brutaux (mais d'ampleur moindre en USD/bbl constant) ont eu dans l'année un impact violent sur la croissance de la consommation... Et avec quelle superbe, la demande ignore aujourd'hui la hausse de prix ! La principale raison de ce manque de réactivité reste la vigueur de la demande des pays émergents, encore soutenue par les subventions et par la baisse du dol-

lar qui allègent (jusqu'à quand ?) la facture carburants des consommateurs. Il fait peu de doute que les lois fondamentales finiront par reprendre leurs droits et qu'un équilibre sera trouvé dans les mois à venir. La logique voudrait que l'on revienne dans une fourchette comprise entre 80 USD et 100 USD. C'est le pari de notre scénario central. Le versant risqué de ce scénario est haussier avec des pointes à 150 USD ou 200 USD. ■



Rechute de la croissance en vue

Les consommateurs profitent des baisses d'impôts mais souffrent de l'érosion de leur pouvoir d'achat, de la hausse du chômage et des baisses de prix immobiliers. Bien que préoccupée par l'inflation, la Fed privilégiera le statu quo jusqu'à la mi-2009.

La confiance des ménages était en juin à son plus bas depuis 1980 mais les ventes au détail (hors automobile) ont progressé de 1,2 % en mai. Ce moral bas est dû à la hausse des prix alimentaires et de l'essence (au-dessus de 4 dollars le gallon), qui érode leur pouvoir d'achat, et à l'essoufflement du marché de l'emploi (taux de chômage à 5,5 % en mai), qui commence à peser sur les salaires. Cependant, l'impact sur la consommation est temporairement amorti par les 115 milliards de dollars de remises d'impôts, destinés majoritairement aux foyers à revenus faibles et moyens. **Une fois cette manne dépensée, nous anticipons une contraction de la consommation au quatrième trimestre**, sous les effets conjugués du niveau élevé du prix des matières premières, de la baisse de l'immobilier, de la hausse du chômage et des conditions strictes d'accès au crédit.

Étant donné la pression actuelle sur les marges, due à la hausse des matières premières et à l'incertitude concernant la vigueur de la demande finale, les efforts de réduction des coûts limiteront les dépenses d'investissement des entreprises et les nouvelles embauches, ce qui entraînera à la hausse le taux de chômage.

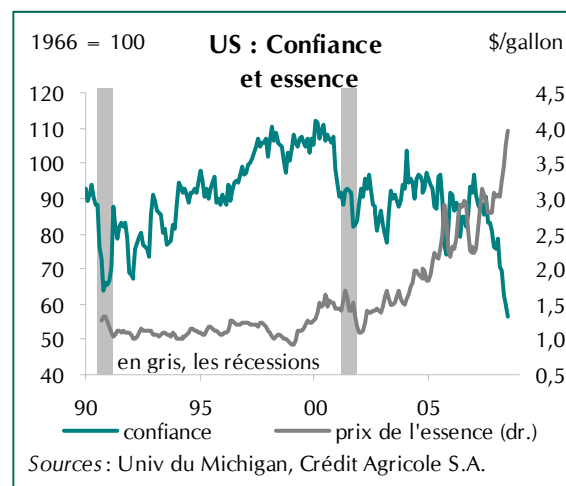
Côté marché immobilier, il n'y a pas de signes d'amélioration à attendre d'ici la fin de l'année. Le surplus d'offres de logements à vendre met du temps à se résorber. La chute des prix et les conditions d'accès plus strictes au crédit contribueront à faire durer ce processus jusqu'en 2009.

La demande extérieure reste relativement solide, et la baisse passée du dollar est un facteur de soutien des exportations. Le commerce extérieur devrait continuer à contribuer positivement à la croissance, mais moins en 2009 du fait du ralentissement attendu de la croissance mondiale.

Les chocs pétroliers sont vecteurs de stagflation, en ceci qu'ils tirent l'inflation vers le haut et la croissance vers le bas. Une partie de la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation sera vraisemblablement répercutée dans les prix d'autres biens de consommation. Les autorités monétaires savent qu'elles ne peuvent pas grand-chose contre ces im-

pacts transitoires. Nous nous attendons à ce que la faible croissance et la détérioration du marché de l'emploi empêchent l'enclenchement d'une boucle prix / salaires, signifiant que le rythme actuellement élevé de l'inflation sera transitoire. Nous anticipons une décélération de l'inflation sous-jacente courant 2009. Toutefois, les membres du FOMC restent vigilants à ce que leur crédibilité dans la lutte contre l'inflation, durement gagnée, ne soit pas entachée par une remontée des anticipations d'inflation à moyen terme. Le risque existe étant donné que les chiffres d'inflation resteront élevés dans les prochains mois.

De récentes déclarations, de B. Bernanke et d'autres membres du FOMC, pointent leurs inquiétudes à l'égard de l'inflation tout en tempérant les risques baissiers sur la croissance. Si les nouvelles facilités de financement de la Fed ont certainement réduit le risque de crise systémique, la hausse des saisies de logements et les restrictions à l'accès au crédit n'en font pas moins peser d'importants risques sur la croissance. **La Fed finira par revenir à une politique moins accommodante, mais, à la différence du consensus actuel, nous ne la voyons pas remonter ses taux à des fins de normalisation avant le milieu de l'année prochaine.** ■



Etats-Unis (a)	2007	2008	2009	2007				2008				2009			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,2	1,9	1,4	0,6	3,8	4,9	0,6	1,0	1,8	2,7	0,1	1,2	1,3	2,0	2,2
Consommation privée	2,9	1,8	1,2	3,7	1,4	2,8	2,3	3,7	1,6	2,9	-0,6	0,9	1,5	2,1	2,1
Investissement, équip. & logiciels	1,3	1,6	1,3	0,3	4,7	6,2	3,1	0,3	-2,2	1,5	2,0	1,0	1,7	1,6	1,0
Investissement résidentiel	-17,0	-22,5	-11,2	-16,3	-11,8	-20,5	-25,2	-24,5	-21,0	-25,0	-21,0	-7,0	-5,0	2,4	5,9
Variation des stocks (b)	-0,3	-0,1	0,2	-0,7	0,2	0,9	-1,8	-0,7	0,2	0,9	-1,8	0,1	0,1	0,1	0,1
Exportations nettes (b)	0,6	0,9	0,3	-0,5	1,3	1,4	1,0	-0,5	1,3	1,4	1,0	0,5	-0,1	-0,1	0,0
Taux d'épargne	0,5	0,3	0,7	1,0	0,3	0,4	0,2	1,0	0,3	0,4	0,2	0,5	0,7	0,8	1,0
Taux de chômage	4,6	5,3	5,9	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	5,4	5,6	5,8	5,8	5,9	5,9
Inflation (t/t, %)	2,9	4,3	2,9	3,7	4,6	2,8	5,0	3,7	4,6	2,8	5,0	2,6	2,2	2,1	2,0
Balance courante (% PIB)	-5,3	-4,5	-4,2	-5,9	-5,5	-5,1	-4,9	-5,0	-4,2	-4,4	-4,3	-4,2	-4,3	-4,2	-4,1

(a) données annualisées

(b) contribution à la croissance du PIB (en %)

Halte au crédit, halte à la croissance

Les conséquences de la crise du subprime sont amplifiées par l'utilisation excessive d'effets de levier par le système financier. Le processus d'assainissement des bilans des banques conduit à une restriction du crédit qui freinera la croissance jusqu'en 2009.

Le retournement brutal du marché immobilier s'est accompagné d'une forte montée des défauts sur les prêts hypothécaires de type *subprime*, dont un grand nombre avaient été incorporés dans des produits financiers structurés complexes. La remontée de l'aversion au risque et l'absence de contreparties acheteuses ont induit une crise de valorisation sur une gamme large de structurés de crédits avec effets de contagion aux autres classes d'actifs. L'effondrement du marché des ABCP (*Asset Backed Commercial Paper*), la réintermédiation des structures hors bilan, les tensions persistantes sur les marchés interbancaires et la chute de Bear Stearns sont les conséquences directes de l'éclatement de la bulle de crédit.

Les pertes et dépréciations d'actifs associées à la débâcle du *subprime* déjà reconnues par les plus grandes institutions financières (IF) mondiales totalisent presque 400 milliards de dollars. Et ce chiffre va continuer de grossir. Une étude de l'OCDE sur la crise du *subprime* estime le total des pertes à 422 milliards de dollars¹ ; le FMI estime ce chiffre à 565 milliards de dollars².

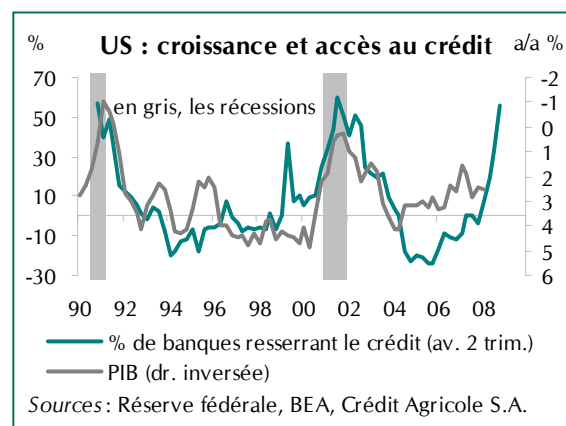
La réponse de la Fed a été de baisser agressivement ses taux directeurs et de créer quatre nouvelles facilités de financement pour améliorer la liquidité de marché. Les baisses de taux et la repentification de la courbe qui va avec permettent aux banques de restaurer leurs marges, en réduisant notamment leur coût de (re)financement³. Les injections de liquidités ont visé à pallier le risque d'enclenchement d'une crise de nature systémique. **L'assainissement du bilan des banques passe par une restriction de leur offre de crédit et la reconstitution de leurs fonds propres.** Elles font ainsi un appel important aux capitaux étrangers. Les capitaux neufs levés à ce jour se montent à environ 300 milliards de dollars.

Les institutions financières usent de leviers importants. **Toute perte aura donc un impact démultiplié sur l'actif de leur bilan et l'offre de crédit. Une contraction du crédit est généralement associée à une baisse significative de la demande agrégée,** comme l'illustre le graphique. Selon des estimations présentées au *US Monetary Policy Forum* de février 2008, 400 milliards de dollars de pertes entraîneraient une baisse de 910 milliards de dollars du crédit aux ménages et aux entreprises non agricoles non financières⁴. Selon ce même modèle, une réduction de un point de pourcentage du taux de croissance de l'encours de crédit sur une année ampute la croissance du PIB de 0,44 point à horizon d'un an. 910 milliards de dollars, c'est 3 % du total de l'encours (30,3 trillions de dollars). Trois points de croissance du crédit en moins coûtent donc

1,3 point de croissance du PIB cette année (3*0,44). C'est une hypothèse basse, ce coût montant à deux points, lorsque les pertes sur les autres segments du marché du crédit sont incluses et en supposant une baisse des prix immobiliers de pic à creux de 25 %⁵. Ces estimations sont à prendre avec précaution du fait de la fragilité des hypothèses sous-jacentes. De plus, le choc est supposé instantané. En réalité, le processus de révélation des pertes va s'étaler dans le temps, exerçant un frein durable à la croissance.

Le fonctionnement en sens inverse de l'« accélérateur financier » va également peser sur la croissance. Ce concept, cher à B. Bernanke, stipule que le coût d'un emprunt dépend inversement de la solvabilité de celui qui le contracte⁶. **Toute détérioration de cette solvabilité conduit à une hausse de ladite prime de financement externe, avec des effets négatifs persistants sur l'activité.** Une hausse de la prime pèse en effet sur les dépenses de l'emprunteur, ce qui pèse sur la croissance, ce qui dégrade en retour sa solvabilité et renchérit sa prime de financement. Variations de la solvabilité, de la prime et de l'activité s'auto-alimentent. Les IF, comme les ménages et les entreprises, sont soumises à cette prime et la répercutent dans le coût et la disponibilité du crédit. Aujourd'hui, comme en 2001-2003, malgré la détente agressive de la politique monétaire, la baisse de la prime de financement, qui permettra de relancer vraiment la croissance, est retardée par l'état dégradé des bilans des banques et des finances des ménages. D'où l'importance du travail d'assainissement. Et une croissance molle en perspective.

Cela a deux implications. **La Fed n'est pas inefficace** : les baisses de taux mettent toujours du temps à agir, encore plus dans les périodes de *deleveraging*. **Le moment de monter les taux n'est donc pas encore venu.** La Fed attendra probablement des signes tangibles de stabilisation des marchés immobilier, financiers, et du travail. ■



1- "The subprime crisis: size, deleveraging and some policy options", in *Financial Market Trends*, avril 2008.

2- *Financial Stability Report*, avril 2008.

3- A condition qu'il n'y ait pas de distorsion de l'écart avec le taux LIBOR auquel les banques empruntent.

4- "Leveraged losses: lessons from the mortgage market meltdown", David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, Hyun Song Shin.

5- "More thoughts on leveraged losses", US Economics Analyst, GS US Economic Research, 7 mars 2008.

6- "The financial accelerator and the credit channel".

« Trou d'air » face aux chocs

La croissance japonaise a été dynamique au premier trimestre. Elle marquera une pause au cours des deux prochains trimestres. La flambée des matières premières a entraîné une accélération des prix à la consommation. La fragilité de la croissance va néanmoins conduire la BoJ à être patiente.

Au premier trimestre 2008, la croissance du PIB a continué d'accélérer, atteignant 1 % t/t après 0,7 % au quatrième trimestre 2007. Cette vigueur résulte, en partie, de la robustesse du commerce extérieur, qui a contribué à hauteur de 0,5 point de pourcentage à la croissance du PIB. **La faiblesse de la demande américaine a ainsi été compensée par la solide demande des pays asiatiques émergents et des pays producteurs de pétrole.** Le second facteur de soutien à cette croissance a été la consommation des ménages (0,5 point de contribution à la croissance du PIB). Ce résultat est surprenant au vu du moral en berne des consommateurs face à la flambée du prix de l'essence et des produits alimentaires, au repli des marchés actions et à la remontée du taux de chômage. Un problème de désaisonnalisation peut expliquer, partiellement, cette surprenante vigueur. En effet, le Cabinet Office n'a pas tenu compte du jour supplémentaire en février 2008, par rapport à l'année précédente, ce qui a conduit à une surestimation sensible de la croissance de la consommation privée.

Cet aléa statistique va probablement être corrigé dans les comptes nationaux du deuxième trimestre (-0,1 % t/t de croissance, selon nos estimations). Les signes récents de faiblesse du commerce extérieur vont aussi peser. En avril, les exportations japonaises ont nettement ralenti (6,7 % a/a en volume, après 13,9 % en mars). Compte tenu de l'acquis de croissance des exportations à la fin avril et du recul des commandes étrangères de machines, nous tablons sur un repli des exportations, au sens du PIB, d'au moins 1 % t/t au cours du deuxième trimestre 2008 (après +4 % au premier). De plus, l'accélération des prix devrait conduire les ménages, en particulier ceux à bas salaires, à garder sous contrôle leurs dépenses. Du côté des entreprises, les coûts élevés vont continuer à comprimer leurs marges et leurs profits.

Mais cet infléchissement ne sera qu'un « trou d'air » dans la croissance japonaise. En effet, la structure de ses échanges commerciaux avec le reste du monde va lui permettre de continuer à amortir le ralentissement américain. **La croissance dans les pays d'Asie émergente va rester suffisamment solide, quoiqu'en décélération, pour soutenir les exportations nippones.** Par ailleurs, les salaires ont sensiblement progressé depuis janvier 2008 (en moyenne 1,3 % a/a). Le changement législatif concernant les conditions de travail pour les salariés à temps partiel a rendu plus attractif les emplois à temps plein, mieux rémunérés et plus sécurisés. Ceci devrait constituer un soutien à la consommation des ménages. **Ainsi, la croissance s'établirait à 1,5 % sur l'ensemble de l'année 2008.** Avec la reprise de la croissance américaine et un regain de vigueur dans les pays émergents, la croissance japonaise se redresserait, à partir du quatrième trimestre 2008. Cette reprise graduelle devrait se traduire par une croissance de 1,6 % en 2009.

Face à une montée contenue de l'inflation (cf. Focus p. 9), la Banque du Japon (BoJ) a maintenu inchangé son taux de base à 0,50 %, niveau auquel il se trouve depuis février 2007. Elle apparaît davantage préoccupée par les risques baissiers sur la croissance, que par les risques haussiers sur les prix. Récemment, son nouveau gouverneur, M. Shirakawa, a précisé que cette flambée des produits de base avait conduit à « une détérioration des termes de l'échange, affaiblissant ainsi la croissance du revenu national ». **C'est pourquoi nous tablons sur une certaine prudence de la BoJ avec un relèvement du taux de base qui interviendrait au plus tôt en décembre 2008.** ■

Japon (a)	2007 2008 2009			2007				2008				2009			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,1	1,5	1,6	1,1	-0,6	0,2	0,7	1,0	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,4	0,7	0,6
Consommation privée	1,5	1,6	1,6	0,6	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3
Investissement	-0,6	-1,1	1,1	0,7	-3,0	-0,9	-0,4	1,0	-0,3	-0,7	0,1	0,4	0,6	0,8	0,8
Variation des stocks (b)	0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
Exportations nettes (b)	1,1	0,9	0,4	0,4	0,1	0,4	0,3	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2
Production industrielle	2,9	0,7	2,0	-0,5	0,6	1,7	0,9	0,3	-0,3	-0,1	0,3	0,2	0,8	1,5	1,5
Taux de chômage	3,9	3,9	3,8	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	4,0	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7
Inflation (Core CPI, a/a, %)	0,0	1,4	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	1,0	1,1	1,8	1,6	1,6	1,5	1,0	1,0
Dettes publiques (% PIB)	179	178	176												

(a) données annualisées

(b) contribution à la croissance du PIB (en %)

De la déflation à l'inflation

Après dix ans de déflation, le Japon enregistre une accélération des prix domestiques. Comme dans les années 1970, cette hausse de l'inflation résulte d'un choc exogène lié à la flambée des cours des matières premières sur les marchés mondiaux.

Selon l'indice des prix à la consommation (IPC) hors produits frais, l'inflation est réapparue en octobre 2007. En avril dernier, cet indice a progressé de 0,9 % a/a. Le ralentissement de l'inflation par rapport au mois précédent (1,2 % en mars) s'explique par la suppression temporaire de la taxe sur l'essence pendant le mois d'avril. Une part importante de cette accélération récente tient à l'envolée du prix des matières premières, notamment du pétrole. Hors énergie et alimentation, l'inflation reste contenue : après une hausse en mars (+0,1 % a/a) pour la première fois en dix ans, cet indice expurgé de ces composantes volatiles a retrouvé le chemin de la baisse (-0,1 % a/a en avril).

La hausse des prix touche surtout les biens achetés quotidiennement par les ménages. En avril, l'inflation des biens achetés le plus fréquemment (plus de quinze fois par an) a augmenté de 3,2 % a/a, tandis que les prix des biens achetés moins souvent n'ont progressé en moyenne que de 0,7 % a/a. La perception des hausses de prix par les ménages est ainsi fortement biaisée à la hausse. En effet, 37,7 % des ménages interrogés en mai par le Cabinet Office anticipaient une hausse de l'inflation comprise entre 2 et 5 % à l'horizon d'un an (contre seulement 17 % un an plus tôt).

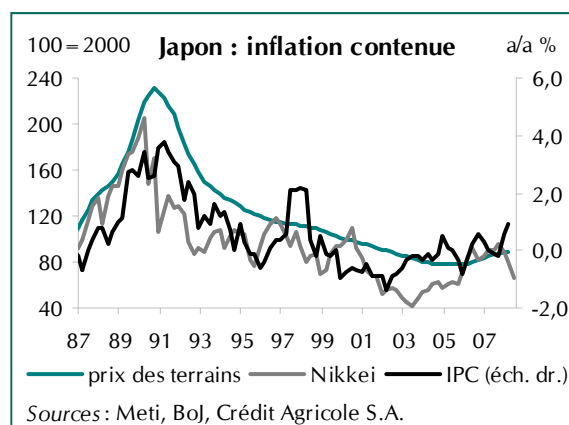
Par ailleurs, la progression des prix de gros domestiques est forte (4,7 % a/a en mai contre 2,7 % en décembre 2007). Les grandes entreprises qui ont retrouvé un peu de leur *pricing power* peuvent se permettre de transférer les coûts élevés des matières premières aux prix des biens finis. En revanche, les PME, qui n'ont qu'une capacité très limitée à augmenter leurs prix, se trouvent aujourd'hui étranglées financièrement par la montée de leurs coûts. Autrement dit, les effets de transmission restent encore assez limités.

Les autres indicateurs de prix donnent des signaux contrastés. Le déflateur des prix à la consommation privée a progressé au premier trimestre 2008 (0,3 % après -0,1 % au quatrième trimestre 2007). En revanche, le déflateur du PIB a continué de reculer (-1,5 % a/a après -1,4 %) en raison de la nette progression des prix des importations (7 % a/a). Le prix des actifs financiers ont, eux aussi, reculé sur le début de l'année, et ce en liaison avec la crise financière mondiale. Quant aux prix des terrains, ils sont restés quasiment stables en ce début d'année.

Au total, les pressions inflationnistes restent contenues. Le Japon, à la différence d'autres pays industrialisés, paraît davantage immunisé face à la remontée des prix énergétiques. Après le premier choc pétrolier, de nouveaux équipements moins gourmands en énergie ont vu le jour. Une réflexion de fond sur les nouvelles sources d'énergie alternative s'est organisée et les industries fortement consommatrices d'énergie ont été transférées à l'étranger. Le Japon semble ainsi mieux préparé à l'après pétrole.

Au cours des prochains trimestres, l'inflation restera sous contrôle. Elle devrait culminer au troisième trimestre 2008, à +1,8 % a/a. En effet, l'augmentation prévisible des tarifs d'électricité et de gaz entre juillet et septembre va temporairement joué en faveur de la hausse. Passé ce pic, l'inflation va graduellement ralentir pour retrouver des rythmes plus proches de 1,4 % d'ici fin 2008. En définitive, l'IPC hors produits frais devrait rester dans la zone de « stabilité des prix » telle que définie par la BoJ (entre 0 et 2 %).

Au Japon, le thème inflation ne prend pas la même dimension qu'ailleurs dans la mesure où le pays sort à peine de dix années de déflation. En outre, dans une économie encore fragile, la hausse de prix est surtout perçue comme un facteur supplémentaire pesant sur la croissance, puisqu'elle vient grignoter le pouvoir d'achat des ménages et comprimer les marges des entreprises. ■



Le pari de la BCE

L'économie européenne a affiché une résistance inattendue au premier trimestre, mais l'embellie sera de courte durée. Confrontée à l'accélération de l'inflation observée et anticipée, la BCE a décidé de relever ses taux dès cet été.

Après avoir montré des signes d'affaiblissement fin 2007, l'économie européenne a affiché une résistance inattendue au premier trimestre 2008 avec une croissance du PIB de 0,8 % t/t (soit 2,2 % en variation sur un an). Le principal moteur a été l'investissement (+1,6 %), alors que la consommation des ménages s'est timidement redressée (+0,2 %). Malgré la progression des exportations (+1,9 %), la hausse des importations (+1,8 %) a limité la contribution nette du commerce extérieur à +0,1 %. **La croissance a été essentiellement portée par le dynamisme de l'appareil productif allemand.** Ailleurs, si l'accélération de l'investissement privé et la vigueur des exportations permettent à certains États membres d'afficher une franche résistance (France, Grèce), d'autres connaissent un ralentissement marqué (Espagne, Italie). **Les hétérogénéités dans la zone se sont ainsi accentuées.**

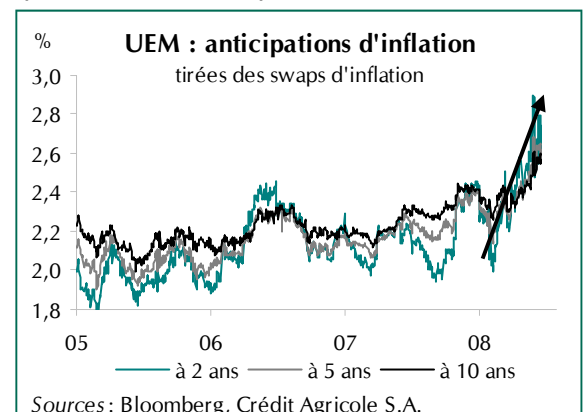
Sous l'effet d'une accélération continue des prix des matières premières, **la véritable surprise du premier semestre aura été le choc d'inflation, à 3,7 % en mai.** Il érode le pouvoir d'achat des ménages et aiguise les inquiétudes de la BCE. En outre, **enquêtes et données d'activité suggèrent un ralentissement marqué dès le deuxième trimestre.** Les indices PMI sont proches du seuil séparant phases d'expansion et de contraction de l'activité et la confiance des chefs d'entreprises recule. Les contraintes pesant sur la demande transparaissent au travers de la baisse des ventes de détail et des commandes à l'industrie.

2008 devrait afficher une croissance moyenne de 1,8 % avec un creux d'activité atteint aux deuxième et troisième trimestres. En 2009, le chiffre facial de croissance (1,4 %) peut paraître décevant. Des effets d'acquis défavorables masquent une normalisation des conditions d'activité en deuxième partie d'année dans un environnement global devenu plus favorable (décrue des prix du pétrole, baisse de l'euro et normalisation progressive des marchés monétaires).

Dans ce contexte macroéconomique encore in-

certain, la BCE a fait un choix audacieux, prenant tous les prévisionnistes de court. **En annonçant une hausse de taux de 25 pdb dès le mois de juillet, elle vise avant tout à ancrer des anticipations d'inflation qui ont nettement augmenté depuis la fin du mois de mars.** La BCE envoie ainsi un message fort aux agents économiques en relevant ses taux au moment où l'économie ralentit, mais ses marges de manœuvre sont extrêmement étroites. Elle n'a en particulier que peu d'emprise sur la dynamique des prix actuelle, l'inflation étant imputable, pour les deux-tiers, à des facteurs externes (pétrole, alimentaire). Bien que l'inflation sous-jacente, elle, ne montre toujours pas de signe de dérapage, la BCE pourrait être contrainte de relever ses taux une nouvelle fois si l'inflation totale continue de monter, avec un pic prévisible de 4 % à l'été.

Par la suite, **nous privilégions le scénario d'un statu quo à 4,50 %, mais les risques nous semblent toujours baissiers.** Il suffirait que les prix du pétrole continuent leur ascension, que l'euro ne baisse pas autant qu'attendu ou que les marchés monétaires connaissent un regain de tensions pour contrarier notre scénario de reprise graduelle. La BCE, qui table également sur une forme de résilience de la zone euro, pourrait être amenée à rééquilibrer son discours d'ici la fin de l'année si la croissance flanche plus franchement qu'initialement anticipé. ■



UEM	2007	2008	2009	2007				2008				2009			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,6	1,8	1,4	0,8	0,4	0,7	0,3	0,8	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Consommation privée	1,6	0,8	1,3	0,2	0,6	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Investissement	4,4	3,4	2,3	1,2	0,0	0,9	1,0	1,6	0,2	0,5	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7
Variation des stocks (a)	0,0	0,1	0,0	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	0,4	0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Production industrielle	3,5	2,1	1,7	0,9	0,5	1,4	0,2	0,7	0,4	0,2	0,4	0,2	0,5	0,9	0,6
Taux de chômage	7,4	7,1	6,9	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,1	7,1	7,1	7,0	7,0	6,9	6,8
Inflation (a/a, %)	2,1	3,4	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9	3,4	3,5	3,9	3,0	2,4	1,9	1,8	2,2

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Comment expliquer la résistance des exportations européennes ?

Contrairement aux craintes qui entouraient l'évolution du secteur extérieur européen, en raison de l'appréciation de l'euro et des anticipations de ralentissement généralisé de la demande, les échanges commerciaux se sont bien tenus au premier trimestre 2008.

Cette résistance provient-elle du dynamisme de la demande étrangère ou s'explique-t-elle également par des facteurs d'offre (compétitivité-coût, compétitivité-prix...) ?

Une demande émergente soutenue et un positionnement sectoriel favorable

Le maintien d'une forte demande adressée a permis de soutenir l'activité exportatrice des États-membres de la zone euro. Les exportations de biens et services ont ainsi bondi de 1,9 % t/t au T1 2008. La demande en provenance des pays émergents, Europe centrale et orientale (PECO) et Asie tout particulièrement, est restée dynamique. La progression des ventes vers ces pays a notamment permis de contrebalancer la baisse des exportations vers les États-Unis (liée au ralentissement de l'activité). Ainsi, en Allemagne, hautement compétitive dans la production de biens industriels pour lesquels la demande est forte, l'excédent commercial s'est contracté mais est resté élevé au T1 2008 (+47,7 Mds € en valeur). L'intensification des échanges avec la Chine, la Russie et les nouveaux États-membres (en particulier la Pologne) a joué un rôle de soutien, même si la part de ces pays dans le total des exportations allemandes reste relativement faible. Les exportations italiennes ont également nettement progressé (excédent commercial de +1 Md € au T1), grâce à une réorientation géographique plus favorable (vers les marchés dynamiques d'Asie et d'Europe centrale et orientale, Russie, pays de l'OPEP, Chine) et à la mise en œuvre d'un processus de montée en gamme. En France, les exportations sont en nette hausse, via l'accroissement des ventes à destination vers l'UE, notamment l'Allemagne et les nouveaux États-membres. Autrement dit, les pays européens bien positionnés sur les marchés tiers ont profité d'une demande émergente toujours soutenue. En retour, le fait que ces pays exportateurs (surtout l'Allemagne) affichent une croissance dynamique a été un moteur pour le reste de la zone.

Des efforts de maîtrise des coûts

Pour pouvoir exporter, les entreprises européennes ont dû s'adapter. Depuis 2007, l'euro s'est apprécié d'environ 10 % par rapport au billet vert. En termes effectifs (vis-à-vis des vingt-deux principaux partenaires commerciaux), il s'est apprécié de 5 % en moyenne sur l'ensemble de l'année 2007. Ceci a contraint les exportateurs à réaliser d'importants efforts de maîtrise des coûts. Les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière sont restés contenus en 2007 (+0,1 % en moyenne). Les prix relatifs à l'exportation indiquent également une évolution favorable, les prix étrangers augmentant plus fortement que les prix à l'export nationaux. En France, par exemple, les prix à l'export se sont stabilisés en 2007, alors que depuis le début des années 2000 ils étaient sous pression.

Au total, pour l'ensemble de la zone euro, le rapport des prix à l'export sur les coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier, qui est un bon indicateur de marge à l'export, donne des signes d'amélioration. Ce ratio a cessé de se détériorer en France et sa progression en Allemagne reflète la poursuite de la maîtrise des coûts salariaux dans un contexte de gains de productivité toujours élevés. En Italie, en revanche, les entreprises ont cherché à maintenir leur marge en augmentant leur prix de ventes à l'export. Ceci tient au pouvoir de fixation des prix dont elles disposent dans certains secteurs où la sensibilité de la demande au prix est assez faible (mobilier, luxe, etc.).

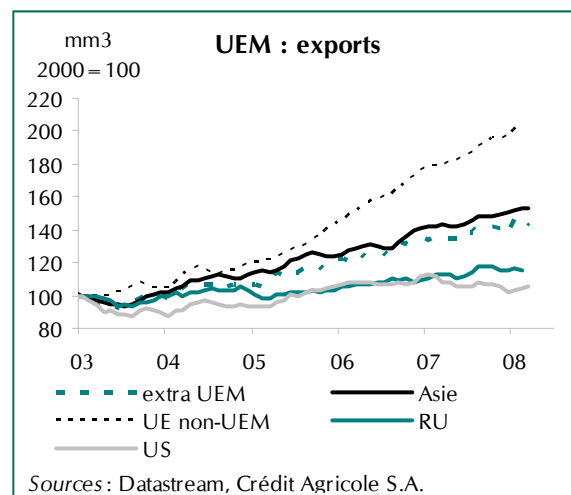
En définitive, dans un contexte d'essoufflement de la demande interne, le dynamisme des économies émergentes a offert des débouchés aux entreprises de la zone euro, lesquelles ont de surcroît consenti d'importants efforts de gestion des coûts et de gains de productivité. Vu les rythmes de progression actuels, les marges d'accélération des exportations semblent tenues dans un contexte où la croissance des pays émergents va elle aussi aller en se modérant. ■

	UEM	Allemagne	France	Italie	Espagne
Coûts salariaux unitaires*	0,1	-3,8	-0,2	3,7	-0,2

Source: Eurostat, Crédit Agricole S.A.

*Coût du travail par unité produite

En définitive, dans un contexte d'essoufflement de la demande interne, le dynamisme des économies émergentes a offert des débouchés aux entreprises de la zone euro, lesquelles ont de surcroît consenti d'importants efforts de gestion des coûts et de gains de productivité. Vu les rythmes de progression actuels, les marges d'accélération des exportations semblent tenues dans un contexte où la croissance des pays émergents va elle aussi aller en se modérant. ■



Pause conjoncturelle

La croissance française a surpris à la hausse au T1 2008, à 0,6 % t/t. L'activité va fléchir à partir du T2, la hausse persistante des prix pétroliers se cumulant avec les autres chocs adverses. La croissance s'établira à 1,9 % en 2008 et 1,6 % en 2009.

L'économie française a fait preuve de résilience en début d'année, face aux nombreux chocs adverses (freinage de l'économie américaine, euro fort, crise financière et flambée des prix des matières premières). La croissance du PIB pour le T1 2008 est ressortie au-dessus des attentes, à +0,6 % t/t. La croissance est apparue mieux équilibrée, la demande domestique et le commerce extérieur ayant apporté une contribution positive (+0,3 point de pourcentage).

A court et moyen terme, les perspectives de croissance sont plus défavorables. Nous tablons sur un maigre 0,3 % t/t de croissance au T2 et au T3. Le chiffre facial de croissance attendu en moyenne pour 2008 (1,9 %) sera toutefois plus élevé que notre précédente projection (1,7 %), en raison d'un effet d'acquis plus favorable à la fin du T1 2008 (+1,4 %).

La flambée des cours du baril de pétrole, depuis fin 2007, explique le freinage plus fort qu'attendu de la croissance française, jusqu'à la fin de l'année 2008. En scénario central, nous tablons sur une matérialisation de ce choc d'offre négatif sur les dépenses des agents.

La consommation privée devrait rester faible au cours des prochains trimestres, essentiellement du fait de l'impact négatif des rythmes élevés de l'inflation sur le pouvoir d'achat. Nous tablons sur le maintien d'un taux d'inflation supérieur à 3 % au moins jusqu'à la fin du T3 2008 (3 % attendu en moyenne en 2008). Si les ménages risquent de réduire leurs dépenses en conséquence, la consommation ne devrait pas pour autant s'effondrer. Les ménages devraient pouvoir puiser dans leur épargne pour compenser une partie de l'érosion de leur pouvoir d'achat. Ils pourront également faire davantage appel au crédit à la consommation pour desserrer leur contrainte budgétaire et lisser leurs dépenses dans le temps.

Au total, sur l'ensemble de l'année, la consommation privée devrait afficher un rythme de progression inférieur à sa tendance historique (+1,6 % en moyenne en 2008).

L'investissement devrait également marquer le pas. Le renchérissement du coût des consommations intermédiaires va continuer à peser sur les marges des entreprises. Des conditions de financement plutôt restrictives vont également jouer. La persistance des tensions sur les marchés monétaires et la volonté de resserrement du crédit exprimée par les banques devraient en effet modérer l'offre de nouveaux crédits. Au total, l'investissement des entreprises non financières devrait décélérer (+4,8 % en moyenne en 2008).

Au plan externe, le choc pétrolier étant global, il devrait également affecter la demande adressée, en particulier celle venant de nos principaux partenaires commerciaux européens. Nos exportations devraient donc ralentir.

A la charnière 2008-2009, l'économie française devrait retrouver des rythmes de progression trimestriels proches du potentiel, les différents chocs adverses se dissipant. Le pétrole devrait en effet refluer, et lever progressivement l'hypothèque sur la croissance mondiale. Sous cette impulsion, l'inflation devrait nettement s'assagir pour s'établir à 2 % en moyenne en 2009. Le dollar devrait se reprendre, à la faveur d'une stabilisation de la croissance américaine. Enfin, nous tablons sur une normalisation en tendance du marché monétaire et donc un desserrement des conditions de financement. La croissance devrait s'établir à 1,6 % en moyenne, soit un niveau légèrement inférieur à celui de 2008, mais avec un profil intra-annuel plus favorable. ■

France	2007 2008 2009			2007				2008				2009			
				T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	2,1	1,9	1,6	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Consommation privée	2,5	1,6	1,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Investissement	5,0	3,4	1,9	1,3	0,7	1,0	1,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Variation des stocks (a)	0,3	-0,4	-0,2	0,3	0,0	0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	-0,9	0,1	-0,8	-0,5	-0,1	-0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Production industrielle	1,8	1,7	1,6	1,0	0,2	1,1	0,0	0,7	0,3	0,2	0,7	0,8	0,1	0,2	0,2
Taux d'épargne	16,3	15,9	15,9	16,5	16,0	16,5	16,3	16,1	16,0	15,9	15,8	15,7	16,0	16,0	15,9
Taux de chômage	7,9	7,2	7,1	8,4	8,1	7,8	7,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0
Inflation (a/a, %)	1,5	3,0	2,0	1,2	1,2	1,3	2,3	2,9	3,3	3,3	2,7	2,3	2,0	1,9	1,9

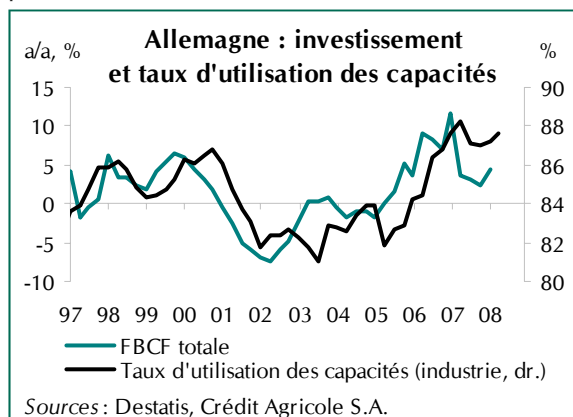
(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Vers un re-couplage au sein de la zone euro

La performance en trompe-l'œil du T1, exagérée par des facteurs temporaires, conduit mécaniquement à une croissance supérieure au potentiel pour cette année encore. La tendance de fond reste au ralentissement et les risques se sont même accrus à court terme.

Contre toute attente, la croissance a enregistré un fort rebond au premier trimestre (+1,5 % sur le trimestre, soit 2,6 % a/a). Il faut remonter plus de dix ans en arrière pour retrouver la trace d'une telle performance mais à l'époque, celle-ci faisait suite à deux trimestres de contraction du PIB. Rien de tel aujourd'hui puisque la croissance allemande ne cesse de surprendre favorablement depuis que le haut de cycle a été passé à la charnière 2006-2007.

Ce chiffre confirme l'exceptionnelle résistance de l'économie allemande, et plus précisément de ses entreprises, face aux chocs qui s'accumulent. Le resserrement des conditions financières lié à la hausse des taux d'intérêt de court terme et à l'appréciation de l'euro ne laisse pas de trace visible sur l'activité à ce jour. Les entreprises bénéficient toujours d'une situation financière assainie, d'un faible endettement et d'une compétitivité restaurée par plusieurs années de réduction des coûts, ce qui leur permet de moins souffrir de la crise financière et du ralentissement de la demande. Leur spécialisation sur certains marchés stratégiques, biens d'équipement en tête, leur garantit par ailleurs des débouchés quasi-permanents. Ce sont bien ces avantages concurrentiels, issus des réformes structurelles mise en place depuis le début des années 2000, qui garantissent aujourd'hui le *soft landing* de l'économie dans son ensemble. En conséquence, les exportations (+2,4 % t/t), et surtout les dépenses d'investissement (+4 % t/t après une progression comparable au trimestre précédent), sont restées dynamiques au premier trimestre.



Certes, le rebond de l'activité dans le secteur de la construction (+4,5 % t/t), tiré par des conditions climatiques particulièrement favorables, n'est pas extrapolable. Les indicateurs avancés disponibles à ce jour pointent effectivement vers une correction marquée au deuxième trimestre. Par ailleurs, la contribution des stocks à la croissance (+0,7 %) constitue une anomalie qui sera elle aussi corrigée.

En revanche, force est de constater que **les dépenses d'investissement en biens d'équipement sont**

restées plus dynamiques que prévu. Le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie a même rebondi au premier trimestre depuis un niveau déjà élevé (87 %), alors qu'il baisse partout ailleurs en zone euro. Malgré le ralentissement confirmé de la demande adressée aux entreprises, ceci laisse donc présager d'une bonne tenue de l'investissement cette année encore. Les entreprises semblent profiter de cette situation favorable pour mettre en place des plans d'investissement à moyen terme. Elles devraient, par ailleurs, être moins touchées par le resserrement du crédit entraîné par la crise financière mondiale que les autres pays de la zone.

L'Allemagne n'est cependant pas immune aux chocs, et plusieurs d'entre eux commencent à produire leurs effets. Si la demande en provenance des pays émergents, notamment d'Europe de l'Est et d'Asie, est restée forte jusqu'à aujourd'hui, **le principal risque pourrait bien provenir de l'Europe elle-même.** Rappelons que les pays de la zone euro et le Royaume-Uni captent à eux seuls 60 % des exportations allemandes. Les perspectives de croissance de ces pays s'étant nettement détériorées, le risque d'un ralentissement de l'activité industrielle en Allemagne s'est logiquement accru. Au sein des commandes à l'industrie, qui ont enregistré cinq mois consécutifs de contraction en début d'année, ce sont effectivement celles en provenance de la zone euro qui décélèrent le plus nettement. Les exportations devraient donc progressivement refléter ces évolutions.

Côté consommateur, les perspectives ne s'améliorent pas davantage. Les bénéfices de la baisse continue du taux de chômage et des augmentations de salaires plus élevées cette année ont été plus que compensés par l'accélération de l'inflation, à 3 % en mai. Comme dans le reste de la zone, celle-ci menace d'accélérer encore jusqu'au mois d'août, ce qui laisse présager des taux de croissance très modestes pour les dépenses des ménages au cours des prochains trimestres. ■

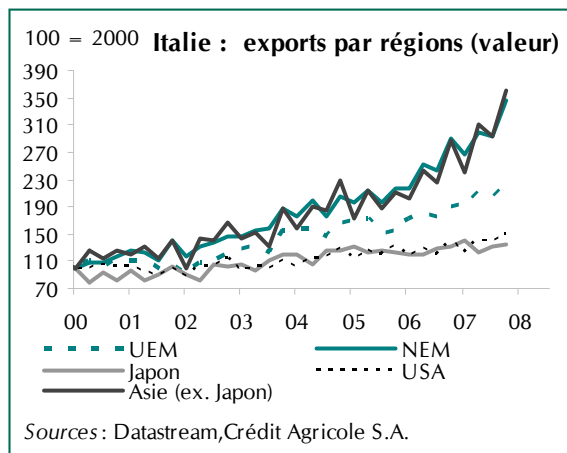
Allemagne	2008 2009		2008			
			T1	T2	T3	T4
PIB	2,2	1,4	1,5	-0,1	0,3	0,4
Consommation privée	0,2	1,0	0,3	0,0	0,2	0,2
Investissement	5,0	3,0	3,7	-0,8	1,0	0,9
FBCF équipement	7,6	4,2	4,0	-0,5	1,0	1,3
FBCF construction	1,3	1,2	4,5	-3,5	1,0	0,5
Variation des stocks (c)	0,2	-0,1	0,7	-0,5	0,0	0,0
Exportations nettes (c)	0,5	0,3	-0,3	0,1	0,0	0,0
Production industrielle (a/a, %)	1,9	2,2	2,7	1,9	1,4	1,8
Taux de chômage	7,8	7,5	8,0	7,8	7,7	7,6
Inflation (a/a, %)	2,9	1,7	2,9	3,0	3,3	2,3

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

La croissance tirée par les exportations

La croissance du PIB a rebondi au premier trimestre 2008 (+0,5 % t/t), après le retournement conjoncturel de fin 2007.

Le commerce extérieur confirme son rôle moteur avec des exportations dynamiques (+1,4 % t/t). Les efforts consentis par les PME et les districts pour opérer une montée en gamme, repositionner l'offre vers des marchés en forte croissance (Russie, OPEP, ...), s'internationaliser, commencent à payer. Le dynamisme des grands groupes dans les secteurs de l'automobile, de la mode, du luxe reste également un rouage essentiel du succès du « Made in Italy ».

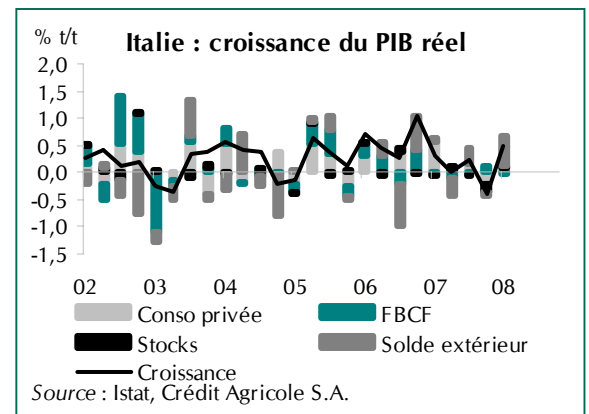


La demande interne est, en revanche, restée relativement atone, ni l'activité productive ni la consommation n'ont constitué des ressorts de croissance. L'investissement privé a reculé de 0,2 % t/t, essentiellement sous l'effet d'une forte diminution dans le secteur des transports. Les dépenses des ménages ont légèrement progressé, +0,1 % t/t, mais restent contraintes par une inflation élevée qui grignote leur pouvoir d'achat et par la remontée du chômage au T1 2008 : 6,5 %.

Pour le reste de l'année, la croissance devrait marquer le pas et s'inscrire en 2008 en deçà de son potentiel, à 0,7 %. Les indices PMI, dans l'industrie et les services, se situent en dessous du seuil qui sépare phases d'expansion et de contraction de l'activité. La détérioration de l'environnement global pèse sur les perspectives des secteurs exporta-

teurs (persistance de la crise du crédit et d'un euro élevé). Au niveau domestique, l'inflation reste une préoccupation forte. Le gouvernement vient d'adopter une « Taxe Robin des Bois » prélevée sur les profits des groupes pétroliers et bancaires afin de financer des mesures de soutien aux personnes souffrant le plus de la hausse continue des prix alimentaires et de l'énergie.

Des données d'activité plutôt rassurantes tempèrent la tonalité négative du message des PMI. Ainsi, en avril, les exportations ont continué de progresser (+2,7 %) et la production industrielle s'est redressée de 0,7 % m/m, laissant espérer une légère progression de l'activité manufacturière au T2 (+0,2 % selon ISAE). En outre, en mai, les enquêtes de confiance de l'ISAE et de la Commission européenne témoignent d'un regain de confiance à la fois des ménages et des entreprises. Si cette perception est la bonne, on peut alors fonder quelques espoirs sur la tenue de la consommation et de l'investissement en deuxième partie d'année.



Du côté des finances publiques, le déficit devrait se creuser sous l'effet du ralentissement économique. L'adoption de certaines mesures fiscales, telles que la réduction de la taxe foncière et de l'impôt régional sur les activités productives, pourrait également peser et conduire à un déficit d'au moins 2,4 % du PIB. Le nouveau ministre de l'Economie, Giulio Tremonti, vise toujours un retour à l'équilibre en trois ans. Sa stratégie s'appuie principalement sur la vente d'une partie du patrimoine de l'État, la privatisation des services publics locaux et la mise en place de restrictions sur le budget des administrations.

L'enjeu pour le nouveau gouvernement va être de réussir dans un contexte économique dégradé à concilier la poursuite des réformes tout en garantissant les équilibres financiers. ■

Italie	2008 2009		2008			
			T1	T2	T3	T4
PIB	0,7	1,0	0,5	0,3	0,2	0,3
Consommation privée	0,3	0,8	0,1	0,2	0,1	0,2
Investissement	1,0	2,0	-0,2	0,4	0,4	0,5
FBCF équipement	0,9	1,9	0,0	0,3	0,3	0,5
FBCF construction	0,5	1,8	0,3	0,6	0,5	0,4
Variation des stocks (a)	-0,5	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	0,6	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	6,3	6,5	6,1	6,1	6,1	6,1
Inflation (a/a, %)	3,6	2,5	3,3	3,7	4,2	3,4
Déficit public (% PIB)	-2,9	-2,5	-	-	-	-

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Le soft landing fait place au soft lending

Dans le sillage de la crise immobilière et de la crise financière internationale, l'économie espagnole a enregistré sa plus mauvaise performance depuis 1995 au premier trimestre. Ce ralentissement devrait encore s'accroître lors des prochains trimestres.

Le ralentissement de la croissance entamé en 2007 se poursuit et est enfin palpable dans les chiffres de la comptabilité nationale. **Avec une progression de son PIB réel de seulement 0,3 % t/t au premier trimestre, l'Espagne affiche sa plus mauvaise performance trimestrielle depuis 1995** et repasse sous la barre des 3 % a/a pour la première fois depuis quatre ans. Comme prévu, l'immobilier est au cœur de ce ralentissement. En affichant une croissance nulle au T1, l'investissement dans la construction bat en effet le record de faiblesse du T4 2007 (+0,2 % t/t). Le ralentissement des dépenses des ménages constaté à la fin de l'année dernière s'accroît (seulement +0,2 % au T1). Ceci confirme que **les deux principaux piliers de l'économie de ces dix dernières années sont en train de s'affaiblir. La décélération du secteur de la construction semble s'accroître et ses effets commencent à se faire ressentir sur l'ensemble de l'économie.**

La décélération des prix des logements est, certes, encore graduelle (de 17,2 % de hausse sur un an lors du pic du T1 2005 à 3,8 % au T1 2008), mais la réduction du nombre de crédits hypothécaires accordés depuis la fin de l'année 2007 (-37 % a/a en mars) laisse présager d'une intensification du mouvement lors des prochains mois. La crise financière rendant très difficile l'émission d'obligations foncières et la titrisation de crédits hypothécaires, les banques espagnoles sont obligées de réduire drastiquement leur offre de crédits. La dernière enquête de la Banque d'Espagne sur le sujet montre, d'ailleurs, que le durcissement actuel des conditions d'accès au crédit des ménages est appelé à se poursuivre. Les ventes de logements ayant elles aussi chuté de 38,6 % a/a, les principaux promoteurs ont ralenti le rythme des mises en chantier (de 72 000 par mois lors du pic d'octobre 2006, à seulement 34 000 en décembre dernier) afin de tenter de limiter le stock d'inventus.

Cette décline de l'activité dans la construction commence à se répercuter sur l'emploi, comme l'atteste la remontée spectaculaire du taux de chômage au premier trimestre (de 8,6 à 9,6 % de la population active). Cette tendance s'est poursuivie en mai (15 000 chômeurs de plus) alors que ce mois est traditionnellement propice à une baisse). Si une majorité de ces nouveaux chômeurs est issue de la construction (qui représente 13 % des emplois), le chômage progresse aussi dans les services et l'industrie, suggérant ainsi que le ralentissement se propage à l'ensemble de l'économie. Face à cette détérioration du marché du travail, au durcissement des conditions de cré-

dit et à une résurgence de l'inflation (à 4,7 % a/a en mai) qui est venue entamer leur pouvoir d'achat, **les ménages espagnols ont vu leur moral s'effondrer en quelques mois et ont rapidement réduit leurs dépenses** (comme l'indique la baisse des ventes de détail depuis le début de l'année). **Face à cette détérioration de la situation des ménages, le climat des affaires s'est lui aussi rapidement dégradé et pointe désormais vers une quasi-stagnation de la croissance lors des prochains trimestres.** Malgré un léger rebond en avril et en mai, l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) dans le secteur des services a atteint en mars son plus bas niveau (42,5) depuis la création de l'enquête en 1999. Dans le secteur manufacturier, la baisse de l'indice PMI est moins marquée, mais son niveau (43,8 en mai) sous la barre des 50 confirme la contraction de l'activité industrielle visible dans les chiffres de production (-2,6 % a/a au T1).

Si le ralentissement en cours devrait faire passer la croissance de 3,8 % en 2007 à seulement 1,7 % en 2008 et 1,6 % en 2009, des éléments de compensation devraient permettre d'éviter la récession. Le gouvernement a mis en place un stimulus budgétaire grâce aux excédents budgétaires conséquents dont il dispose (2 % du PIB en 2007). Une déduction fiscale de 400 € par contribuable, ainsi que des aides destinées aux ménages les plus endettés et aux chômeurs, sont en train d'être instaurées afin de soutenir la consommation. Du côté des entreprises, la réduction de l'impôt sur les sociétés à 25 % depuis 2007 pour les PME et à 30 % pour les grandes entreprises à partir de 2008 devrait les aider à passer le cap. A moyen terme, le gouvernement envisage d'amortir le ralentissement dans la construction de logements, grâce à une forte hausse des commandes publiques dans le bâtiment et, à des subventions destinées à favoriser l'émergence d'un parc locatif en Espagne. ■

Espagne	2008	2009	2008			
			T1	T2	T3	T4
PIB	1,7	1,6	0,3	0,3	0,0	0,3
Consommation privée	1,1	1,6	0,2	0,1	0,1	0,3
Investissement	1,5	1,2	0,1	0,4	-0,4	0,0
FBCF équipement	3,8	5,2	0,3	0,5	0,8	1,2
FBCF construction	-1,2	-2,3	0,0	-1,0	-1,5	-1,0
Variation des stocks (a)	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes (a)	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Taux de chômage	9,8	9,7	9,2	9,6	10,0	10,2
Inflation (a/a, %)	4,1	3,0	4,4	4,3	4,5	3,1
Excédent public (% PIB)	0,8	0,6	-	-	-	-

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

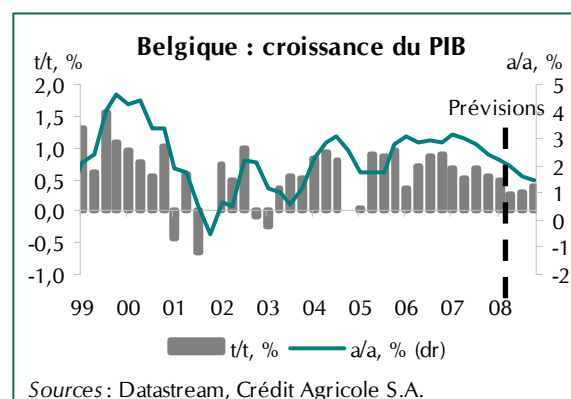
Choc inflationniste à court terme

L'économie belge a fait preuve de résilience au T1 2008, à +0,5 % t/t. Comme dans le reste de la zone euro, les rythmes d'activité sont appelés à ralentir (+1,8 % attendu en moyenne en 2008), du fait de l'impact négatif du choc inflationniste.

La croissance de l'économie belge est restée robuste en début d'année 2008 (+0,5 % t/t), et ce malgré l'amplification des chocs négatifs. La demande domestique est restée le principal moteur de l'activité. La consommation des ménages a rebondi, et ce malgré la forte accélération de l'inflation en début d'année (+4,4 % en a/a en mars). L'investissement des entreprises a continué à progresser sur des rythmes soutenus. Les exportations nettes ont, en revanche, pesé sur la croissance, la progression des importations ayant été plus forte que celle des exportations.

Le niveau élevé du prix du pétrole assombrit les perspectives de croissance de l'économie belge sur les prochains trimestres. En scénario central, nous tablons sur un taux d'inflation en moyenne à 4,6 % en 2008 (après 1,8 % en 2007), avec un pic à 5,9 % en a/a cet été. Les mécanismes d'indexation devraient permettre d'amortir en partie ce choc (le prochain cycle de négociations salariales portant sur 2009-2010 est prévu en automne). Néanmoins, les ménages devraient réduire la voilure cette année,

du fait d'un pouvoir d'achat en berne. Par ailleurs, le freinage attendu de la croissance dans les grands pays de la zone euro devrait affecter les exportations belges. Dans ce contexte, les entreprises devraient réduire leurs dépenses d'investissement. Au total, la croissance de l'économie belge devrait s'établir en moyenne à 1,8 % en 2008 et 1,6 % en 2009. ■



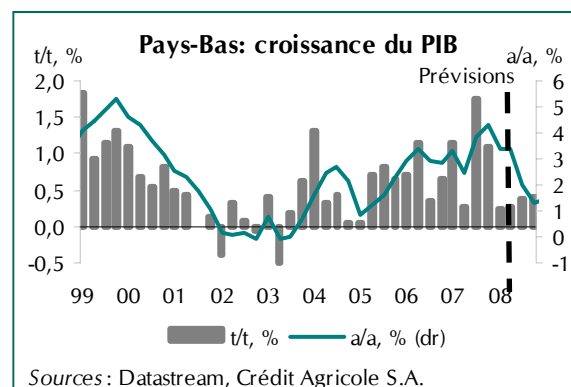
Un momentum de croissance toujours favorable

L'activité a nettement ralenti au T1 2008, à +0,2 % t/t. Nous anticipons une modération des rythmes de croissance en 2008 (+2,5 % après 3,5 % en 2007), du fait essentiellement du choc pétrolier. Mais le momentum de croissance restera favorable.

Après la performance exceptionnelle du T4 2007 (+3,5 % t/t), la croissance a décéléré au T1 2008 à 0,2 % t/t. La consommation privée a fléchi, en lien avec la baisse de la confiance des ménages. Le rebond de l'investissement (+3,4 % t/t) a, en revanche, plus que compensé le repli du dernier trimestre 2007 (-1 % t/t). Enfin, les exportations sont restées bien orientées (+1,3 % t/t). Mais les importations ont fortement rebondi (+3 % t/t), de sorte que le commerce extérieur a pesé sur la croissance.

Malgré le niveau élevé du prix du pétrole et la dégradation de l'environnement global, le momentum de croissance de l'économie néerlandaise restera favorable. En particulier, le taux de chômage est à un plus bas depuis mi-2002, à 2,8 % fin avril 2008, soit un chiffre inférieur à son niveau structurel (estimé à 3,5 %). Les tensions sur le marché du travail devraient donc rester vives, sans compter les évolutions démographiques plutôt défavorables. La croissance des revenus d'activité restera robuste, ce qui devrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages, avec une inflation en hausse mais plus modérée qu'ailleurs

(2,2 % en moyenne en 2008). L'investissement devrait rester bien orienté, mais vu le resserrement annoncé des conditions de prêts par les banques, ses rythmes de progression seront sans doute moins soutenus. Enfin, l'environnement global étant moins porteur, la croissance des exportations devrait marquer le pas. Au total, la croissance de l'économie néerlandaise s'établirait à 2,5 % en 2008 et 1,7 % en 2009. ■



Pic d'inflation mais croissance solide

L'activité est restée solide au T1 2008 : +1.1% t/t (soit +3.6% a/a) et la croissance grecque devrait se maintenir au-dessus de la moyenne de la zone euro en 2008. Inflation et poursuite de la consolidation budgétaire restent deux préoccupations majeures.

L'activité est restée soutenue au premier trimestre, même si des signes de ralentissement commencent à poindre. Les dépenses d'investissement ont fortement ralenti (-6,8 % a/a), la consommation s'est quelque peu essoufflée (2,3 % a/a). **Les projets financés sur fonds européens et la tendance toujours haussière des crédits aux entreprises laissent penser que l'investissement pourrait se reprendre.** Des conditions financières encore favorables, les baisses d'impôts sur le revenu et la hausse prévisible des salaires réels vont également soutenir la consommation. Le secteur externe continue, lui, de peser sur la croissance. **Le manque de compétitivité des produits grecs et le ralentissement de la croissance européenne affectent les exportations**, tandis que la facture des importations s'alourdit sous l'effet de la hausse persistante des prix des matières premières. Le tout creuse le déficit courant qui s'est affiché à 13,6 % du PIB au T1 et ne devrait pas s'améliorer cette année.

L'envolée des prix du pétrole et des produits alimentaires nourrit l'inflation (record à 4,9% en

mai). En outre, l'accélération de l'inflation sous-jacente suggère que l'impact inflationniste des hausses de prix amont se diffuse progressivement dans l'économie. Les pressions salariales et le comportement oligopolistique de fixation des prix dans certains secteurs rendent difficile la lutte contre l'inflation.

Le gouvernement poursuit, par ailleurs, le processus de consolidation budgétaire. Cependant, il paraît peu probable que la cible de déficit public de 1,6 % du PIB puisse être atteinte et le ratio dette publique sur PIB réduit. Au premier trimestre, les recettes fiscales n'ont pas été à la hauteur des attentes et les dépenses primaires ont encore dépassé leur objectif. Certaines des privatisations prévues pour l'exercice 2008 pourraient être différées, privant le gouvernement de recettes supplémentaires qui seraient *a fortiori* les bienvenues dans un contexte nécessitant la poursuite des réformes structurelles engagées. ■

Portugal

Florence TOUYA
florence.touya@credit-agricole-sa.fr

Le ralentissement est en marche

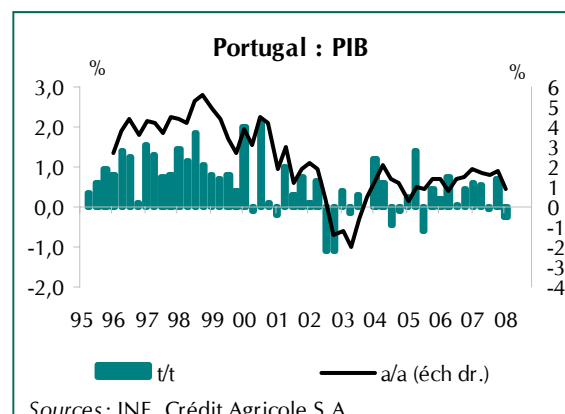
Le Portugal traverse une période conjoncturelle délicate. Les moteurs de croissance, interne et externe, sont au point mort. La croissance s'est affichée en baisse au T1 2008 : -0,2 % t/t (soit +0,9 % a/a), elle devrait atteindre 1,5 % sur l'année.

Àu premier trimestre 2008, l'économie portugaise a souffert à la fois du ralentissement de la demande interne et d'un environnement international dégradé. La croissance du PIB a donc ralenti : -0,2% t/t.

L'investissement a fortement reculé, -1,4 % t/t, essentiellement dans le secteur de la construction. La consommation privée a progressé, +0,5 % t/t, mais reste contrainte par l'envolée des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Le durcissement des conditions d'accès au crédit tend à resserrer la contrainte budgétaire des ménages. Jusqu'à l'été, le ralentissement des dépenses pourrait s'accroître car ils devraient faire preuve d'attentisme avant la baisse d'un point du taux de TVA prévue en juillet. Par ailleurs, les exportations ont du mal à résister en raison du ralentissement économique des principaux partenaires commerciaux. La dégradation des termes de l'échange induite par la hausse du prix des matières premières contribue aussi à la détérioration du solde commercial. Ces perspectives dégradées de débouchés pourraient exercer une pression

à la baisse sur les décisions d'investissement des entreprises.

Malgré la nécessité de poursuivre les réformes structurelles engagées, la diminution des recettes fiscales imputable à l'affaiblissement de la croissance et le manque à gagner lié à la baisse de la TVA vont peser sur les équilibres budgétaires. ■

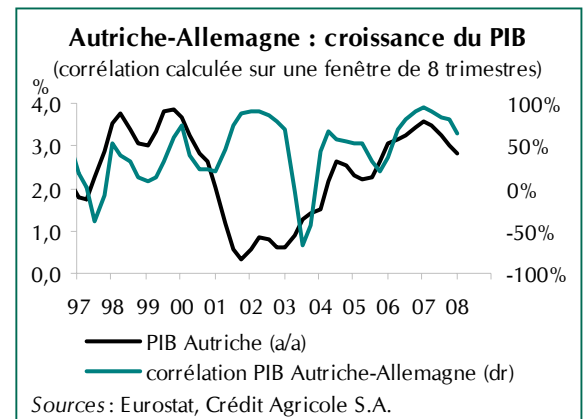


Plus résistante, mais pas épargnée

Le ralentissement de la demande affecte les perspectives de croissance pour 2008. Mais le bon début d'année confirme que la croissance résiste et que le ralentissement pourrait être plus tardif et plus modéré que dans le reste de la zone euro.

Dans le sillage de son voisin allemand, l'Autriche profite du rebond des exportations de biens et services à destination des pays de l'Est. Portée par le dynamisme des entreprises allemandes, l'économie affiche une croissance de +0,8 % t/t au premier trimestre (soit 3,5 % a/a), et a donc momentanément amorti le ralentissement amorcé fin 2007. De même, les solides performances financières réalisées sur le T1 par les grands acteurs de l'industrie et de la construction confirment que l'Autriche a beaucoup moins souffert de la crise immobilière et financière que les leaders européens. Pourtant, même si le retournement de cycle n'est pas encore intervenu, **l'activité devrait subir, dès le deuxième trimestre, le contrecoup du ralentissement général** : l'affaiblissement de la demande dans la zone euro, qui représente 53 % des exportations autrichiennes, pèsera lourdement sur le niveau des exportations. Au niveau domestique, la consommation privée, déjà ralentie fin 2007, est largement pénalisée par une inflation en forte hausse (3,7 % en mai). **Néanmoins, l'ampleur du ralentissement autrichien pourrait être plus faible que chez ses**

voisins. La faiblesse du taux de chômage (4,8 %) devrait empêcher un retournement trop brutal de la consommation, tandis que l'augmentation des recettes fiscales libère des marges de manœuvre pour l'action publique. Ces fondamentaux solides et les performances du T1 plaident pour une croissance supérieure à 2 % sur 2008 ■

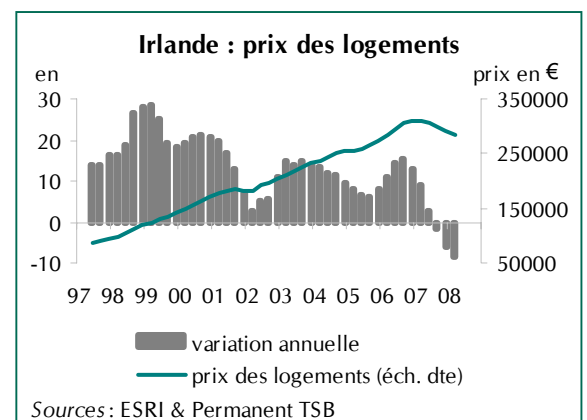


L'Irlande doute de son avenir

Depuis quelques mois, la correction immobilière s'accroît, la situation économique se dégrade et le pays est entré dans une phase de ralentissement. Il devrait connaître cette année l'une des plus faibles croissances du PIB depuis le début des années 1990.

Depuis juillet 2007, les prix baissent (- 9,2 % sur un an en avril 2008), la progression de l'encours de crédits habitat ralentit et le secteur de la construction est dans le rouge. Cet atterrissage en douleur se propage progressivement au reste de l'économie : l'investissement se contracte, la consommation montre des signes de déprime et le marché du travail marque le pas (taux de chômage à 5,5 % en avril). **Le seul ressort de la croissance vient de l'activité exportatrice**, qui pourrait toutefois souffrir de l'appréciation de l'euro et du ralentissement de l'activité des deux principaux partenaires commerciaux de l'Irlande : le Royaume-Uni et les États-Unis. C'est dans ce contexte dégradé que les Irlandais se sont prononcés contre la ratification du traité de Lisbonne, contestant certaines dispositions comme la clause de solidarité prévue en cas d'attaque terroriste ou le mode de représentation à la Commission européenne. **Mais, surtout, la question européenne a cristallisé les doutes des Irlandais sur l'avenir de leur pays.**

Après plusieurs années de forte croissance et de rattrapage, l'Irlande entre dans une phase conjoncturelle de basses eaux qui la fait douter. **Avec 2,2 % de croissance prévisible en 2008, le pays va connaître sa plus mauvaise performance depuis plus de quinze ans.** Ce chiffre pourrait même être plus bas vu la crise immobilière en cours. ■



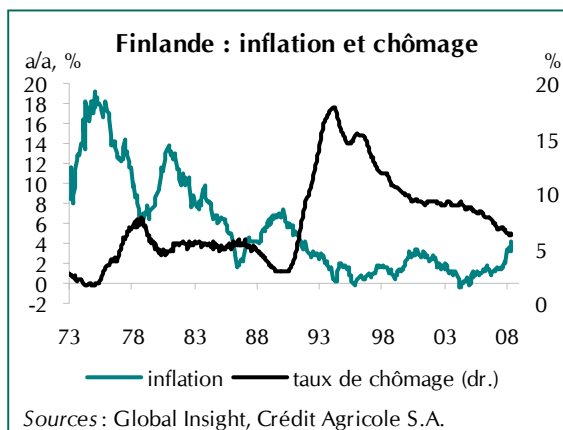
Dans la ligne de mire

Le rythme de croissance reste relativement élevé mais le ralentissement se confirme. Freinée par l'inflation et un commerce extérieur moins porteur, la croissance s'inscrirait en deçà de 3 % en 2008 et proche de 2 % en 2009.

Au premier trimestre 2008, la croissance s'est inscrite à 0,7 %, soutenue par la consommation et le commerce extérieur. **Si elle reste dans le peloton de tête de la zone euro, la croissance ralentit depuis début 2006.** Elle s'affiche à 3,1 % en glissement annuel, soit environ deux points plus bas qu'il y a deux ans. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est en conséquence sensiblement détendu depuis un an, retombant à 85 %, son niveau de long terme.

La baisse du taux de chômage se fait aussi un peu moins rapide : après avoir perdu 0,1 point par mois, sept mois de suite, le taux de chômage est resté stable en avril et est remonté, en mai, à 6,3 %. Il reste relativement élevé par rapport aux économies de l'OCDE les plus performantes. Mais, pour la Finlande, il faut remonter dix-sept ans en arrière pour retrouver un niveau aussi bas. La cible d'un taux de chômage à 5 % en 2011 n'est pas hors de portée, mais un peu moins évidente dans l'environnement actuel. Au vu de l'amélioration du marché du travail, que les récentes revendications aient débouché sur des augmentations conséquentes de sa-

laire, ne doit pas surprendre. C'est un plus pour la croissance. Est-ce que ce sont les premiers signes d'une boucle prix-salaires face à une inflation qui accélère sous la poussée des prix des matières premières ? Possible, mais peu probable. Les risques qui pèsent sur la croissance sont baissiers. La Finlande ne s'en retrouve pas moins pile dans la ligne de mire de la BCE. ■



Nouveaux pays UEM

Christopher KWIECINSKI
christopher.kwiecinski@credit-agricole-sa.fr

CA Perspectives Trimestriel

Janvier 2009 : La Slovaquie devient le 16^{ème} membre de l'UEM

Grâce à sa mise en conformité avec les critères de Maastricht et à un rapport de convergence favorable, la Slovaquie devient le quatrième des Nouveaux États Membres à adopter l'euro l'an prochain. Il reste simplement à régler le taux de conversion définitif de la couronne.

Pour la Slovaquie, l'entrée dans la zone euro représente le couronnement d'une longue période de fortes performances économiques, de politiques avisées et de réformes structurelles audacieuses. Toutefois, le sprint final aura été marqué par des incertitudes sur le critère de stabilité des prix, et, notamment, sur la soutenabilité, qui ont entraîné de sérieuses réserves de la part de la BCE. En effet, si l'entrée de la Slovaquie dans l'UEM a valeur d'exemple, elle pourrait être de mauvais augure : Ljubljana avait le plus fort taux d'inflation de la zone euro en mai dernier, à 6,2 %. Recalculé afin de satisfaire aux critères de convergence, à 5,3 %, ce taux restait largement supérieur au taux de référence, 3,6 %, et à ceux de Chypre (3,4 %) et de Malte (2,3 %, le deuxième taux le plus bas de l'UE).

Bratislava a respecté son plafond d'inflation d'un point de pourcentage pendant son évaluation d'éligibilité par la Commission européenne, qui était conduite sur les données d'avril. La même marge de sécurité a été enregistrée en mai, et la dernière ré-

évaluation de la couronne de 17,65 % face à l'euro, en sus d'un ajustement similaire (mais de plus faible amplitude) mené en 2007, est destiné à aider l'économie à maintenir des prix stables. **Le taux de conversion final devrait rester proche du nouveau cours pivot, établi à 30,126 couronnes pour un euro.**

La Commission, dans ses prévisions du printemps, envisageait une baisse du taux d'inflation de la Slovaquie l'an prochain, ce qui règle la question de la soutenabilité, au moins pour le moment. Si les prévisions de la Commission s'avèrent aussi fondées que pour la Lituanie, où la hausse de l'inflation avait été anticipée dès 2006, il y a de bonnes raisons de croire que la Slovaquie ne connaîtra pas la hausse de l'inflation de la Slovaquie. ■

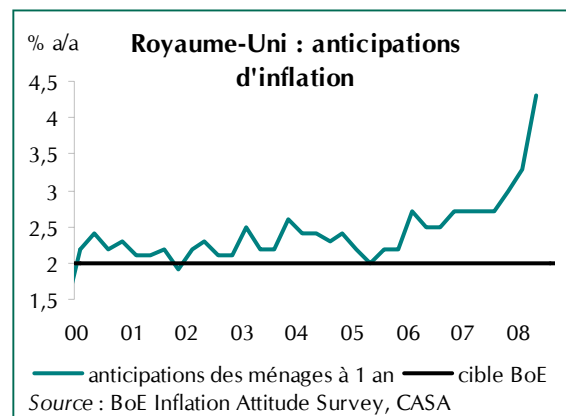
La Banque d'Angleterre prisonnière de l'inflation

Le ralentissement prend forme au Royaume-Uni, touché à la fois par une crise immobilière et par une crise financière. Mais l'accélération actuelle de l'inflation va obliger la Banque d'Angleterre (BoE) à maintenir un statu quo lors des prochains mois.

Les chiffres des comptes nationaux du premier trimestre confirment le ralentissement de l'activité entamé à la fin 2007. Avec seulement 0,4 % de croissance sur un trimestre, l'économie britannique enregistre sa plus mauvaise performance depuis 2005. Le recul de l'investissement de 1,6 % t/t en début d'année a été le principal responsable de la décélération, tandis qu'un surprenant rebond de la consommation (+1,3 % t/t au T1 contre 0,1 % au T4 2007) a soutenu la croissance. Néanmoins, comme le suggère l'ensemble des enquêtes auprès des consommateurs, ce dynamisme devrait s'évanouir rapidement et laisser place à un fort ralentissement de la demande dès le T2.

Les ménages sont en effet touchés par plusieurs chocs négatifs. **Tout d'abord, la crise immobilière** va constituer un frein à leurs dépenses en raison des effets de richesse négatifs qui pourraient résulter d'une baisse de prix dans l'immobilier résidentiel. Cette baisse est, d'ores et déjà, de 7,7 % (pour l'indice Halifax) depuis le pic d'août 2007, mais l'enquête RICS (qui a atteint son plus bas niveau depuis sa création en 1978), ainsi que la baisse drastique du nombre de prêts hypothécaires accordés (58 000 en avril contre plus de 110 000 un an plus tôt) plaident pour une poursuite de cette baisse lors des prochains mois. Certes, comme l'a souligné la BoE, le lien entre prix de l'immobilier et dépenses des ménages semble s'être distendu depuis la crise immobilière des années 1990. Mais, étant donné son ampleur, cette crise ne manquera pas d'avoir un effet négatif sur le moral et les dépenses des ménages. **Par ailleurs, la crise financière actuelle** et les fortes tensions sur les marchés monétaires vont empêcher les banques de répercuter les baisses de taux consenties par la BoE sur les taux proposés à leurs clients, et ainsi accentuer le renchérissement actuel du crédit. **Enfin, l'alourdissement des factures énergétiques et alimentaires** couplé à des hausses de salaires toujours faibles devraient avoir un impact non négligeable sur le pouvoir d'achat des ménages britanniques.

Dans ce contexte défavorable, **le climat des affaires s'est rapidement dégradé** et les indices PMI (désormais proches de la barre des 50, synonyme de contraction) pointent vers un ralentissement marqué de l'activité. L'économie britannique pourrait ainsi se rapprocher de la stagnation lors des prochains trimestres. Face aux incertitudes quant à l'évolution de la demande, tant domestique qu'extérieure, les entreprises pourraient alors retarder voire annuler certains investissements. Avec le ralentissement probable des investissements dans la construction en raison de la baisse de confiance dans l'immobilier, la formation brute de capital fixe va rester atone en 2008. **Au total, la croissance reviendrait alors vers les 1,8 % en 2008 et resterait sous les 2 % en 2009.**



En baissant à trois reprises son taux directeur, **la BoE n'a pas tardé à réagir à ce ralentissement, mais il ne faut plus s'attendre à de nouvelles baisses de sa part au cours des prochains mois.** En effet, la BoE s'inquiète de l'accélération actuelle des prix, ce qui l'empêche de poursuivre sa baisse de taux. Dopée par l'explosion des prix énergétiques et alimentaires, l'inflation a atteint 3,3 % a/a en mai et se dirige vers les 4 % cet été. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation des ménages dérapent et se situent à des niveaux inacceptables pour la BoE. Face à ces chiffres alarmants, les marchés anticipent désormais des hausses de taux. Certes, la BoE juge toujours qu'une décélération sera nécessaire pour juguler l'inflation et la faire revenir vers la cible de 2 % à moyen terme ; elle ne devrait donc pas réagir excessivement aux mauvaises nouvelles macroéconomiques des prochains mois. Néanmoins, la sagesse de l'inflation sous-jacente (à seulement 1,5 % a/a en mai) et des hausses salariales (sous la barre des 4,5 % a/a) témoignent d'une absence d'effets de second tour qui devrait permettre à la BoE de ne pas remonter ses taux et de maintenir un *statu quo* lors des prochains mois. ■

Royaume-Uni	2008	2009	2008			
			T1	T2	T3	T4
PIB	1,8	2,0	0,4	0,2	0,1	0,5
Consommation privée	1,8	1,8	1,3	-0,2	-0,3	0,4
Investissement	0,7	3,4	-1,6	0,0	0,2	0,3
Variation des stocks (a)	0,0	0,2	-0,6	0,2	0,0	0,1
Exportations nettes (a)	0,2	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,0
Production manufacturière	0,8	1,2	0,2	-0,1	0,6	0,3
Taux d'épargne	5,7	5,1	5,0	5,8	6,0	5,9
Revenu moyen (a/a)	1,8	3,8	1,0	2,1	1,8	2,4
Taux de chômage (ONS)	3,0	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1
Inflation (HICP, a/a, %)	3,3	2,3	2,4	3,3	3,8	3,5

(a) contribution à la croissance du PIB (en %)

Ralentissement confirmé

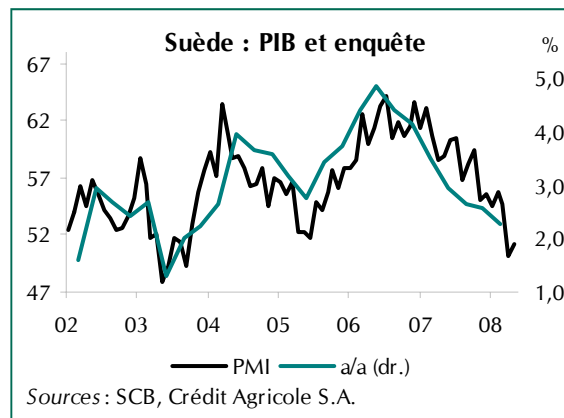
Malgré des fondamentaux solides, l'économie suédoise est entrée dans une phase de ralentissement. Néanmoins, la Riksbank, contrainte par une forte accélération de l'inflation, devrait laisser son taux directeur inchangé à 4,25 % jusqu'à la fin de l'année.

Avec 0,4 % t/t de croissance au T1, la Suède affiche sa plus mauvaise performance depuis 2003, confirmant ainsi la décélération entamée en 2007. Pour l'instant, celle-ci est liée à une contraction des dépenses publiques et des stocks, mais certaines données suggèrent que d'autres composantes sont en train de marquer le pas. Certes, la consommation se situe toujours au-dessus des 2 % a/a au T1, mais le récent affaissement de la confiance des ménages et des ventes de détail laisse penser qu'elle va fortement décélérer à partir du T2.

Quant aux exportations (qui représentent 50 % du PIB), elles devraient être touchées par la dégradation de la situation mondiale, ce qui pourrait amener les entreprises à repousser, voire à annuler certains investissements.

Dans ce contexte défavorable, **le climat des affaires s'est rapidement dégradé** et l'enquête PMI pointe désormais vers un ralentissement marqué de l'activité. Après le pic de 2006 à 4,5 % et la bonne performance de 2007 à 2,9 %, **la croissance devrait donc revenir vers 2,5 % en 2008 et 2 % en 2009.**

Malgré ce ralentissement, l'accélération de l'inflation (à 4 % a/a en mai) et le dérapage actuel des anticipations empêchent la Riksbank de baisser ses taux et l'obligent même à afficher un biais haussier. Si cela a amené les marchés à anticiper des hausses de taux, nous continuons de penser que **la Riksbank devrait privilégier un statu quo à 4,25 % jusqu'à la fin de l'année** en raison du ralentissement actuel. ■



Norvège

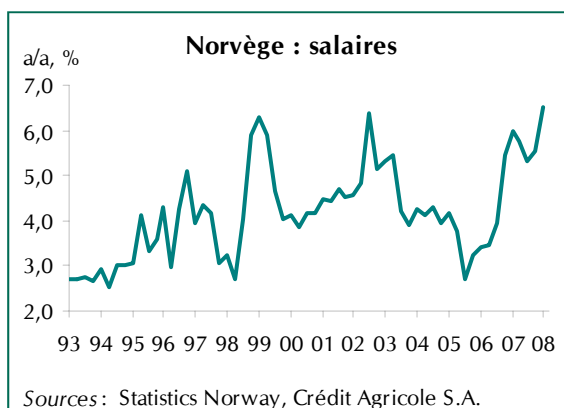
Grégory CLAEYS
gregory.claeys@credit-agricole-sa.fr

Un dernier (resserrement) pour la route

Après un pic de croissance à plus de 6% en 2007, l'activité semble aujourd'hui ralentir. Néanmoins, les tensions inflationnistes d'origine domestique ont poussé la Norges Bank à remonter une dernière fois son taux directeur de 25 pdb en juin.

Après quatre années de croissance exceptionnelle, l'économie montre les premiers signes de ralentissement. En passant de 1,1 % t/t au T4 2007 à 0,2 % au T1 2008, la progression du PIB réel (hors activités *off shores*) revient ainsi vers un rythme plus soutenable. La décélération de la demande intérieure devrait ainsi ramener la croissance vers 3 % en 2008 et 2,5 % en 2009. Ce ralentissement doit toutefois être relativisé : sur un an, la croissance du T1 est toujours proche de 5 %, tandis que les ventes de détail restent sur un rythme de croissance de 3 % a/a malgré l'affaissement de ces derniers mois. De plus, avec un taux de chômage à 1,6 %, les tensions sur le marché du travail persistent et obligent les entreprises à concéder des hausses salariales supérieures à 6 %. **Ces tensions inflationnistes d'origine domestique sont d'avantage de nature à inquiéter la Norges Bank que le ralentissement actuel.** L'accélération de l'inflation sous-jacente (de 0,4 % a/a en août 2006 à 2,3 % a/a en mai 2008) et un dérapage des anticipations expliquent la hausse de taux du 25 juin dernier à

5,75 %. Le *Monetary Policy Report* de juin affiche toujours un biais haussier, mais les perturbations sur les marchés monétaires et l'appréciation du NOK resserrent les conditions monétaires et financières et rendent ainsi moins nécessaires de nouvelles hausses de taux, c'est pourquoi nous pensons que **la Norges Bank devrait désormais observer un statu quo jusqu'à la fin de l'année.** ■



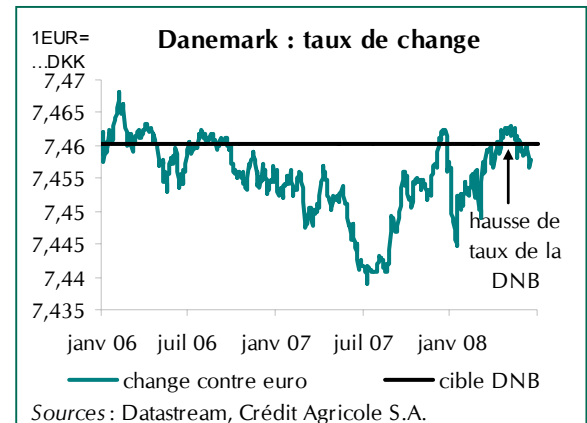
La couronne menacée

Après quelques signes de surchauffe, la croissance danoise s'est normalisée en 2007 à 1,8 %. Ce ralentissement, amorcé sur fond de crise du crédit et de décélération de la demande globale, se confirme en 2008 et pourrait être plus sévère que prévu.

La progression de la consommation, déjà divisée par deux en 2007, devrait continuer de s'affaiblir en 2008 : les hausses de taux réalisées entre 2005 et 2007 et la récente baisse des prix de l'immobilier en sont les principaux responsables. Entre le T4 2007 et le T1 2008, le prix moyen des maisons à Copenhague a déjà perdu 6 %, soit une chute de 12 % depuis le pic de l'été 2006. Au-delà des effets de richesses négatifs qui limiteront les dépenses des ménages, cet affaissement du marché immobilier devrait peser sur le secteur de la construction.

Néanmoins, la hausse des salaires, conséquence directe de la pénurie de main-d'œuvre, ainsi que de probables réductions d'impôts sur le revenu en 2008 devraient éviter un retournement trop brutal. Reste que cette progression générale des salaires et ces tensions sur les capacités ont des effets préoccupants : l'inflation a atteint 3,4 % a/a en mai, son plus haut niveau depuis dix-huit ans, tandis que l'excédent courant accumulé en phase de croissance passait de 4,3 % du PIB en 2005 à moins de 1 % début 2008.

La faiblesse du dollar, responsable de la baisse de compétitivité des entreprises danoises, devrait encore peser sur le niveau des exportations, d'autant plus qu'en mai, la Banque centrale, contrainte par une parité fixe avec l'euro, a annoncé une hausse de 10 pnb pour défendre la couronne, en baisse constante face à l'euro depuis janvier 2008. ■



Grande(s) peur(s) dans la montagne

La Suisse est soumise aux chocs de la hausse du prix des matières premières et du ralentissement américain. Elle ne pourra faire l'économie d'ajustements récessifs, qu'ils proviennent d'une baisse spontanée de la demande ou d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire.

Avec 3,1 % de croissance du PIB en glissement annuel au premier trimestre 2008, l'économie helvétique semble installée dans la quiétude des hauteurs. Ce n'est qu'une illusion. Tout d'abord, d'un trimestre à l'autre, la croissance ne dépasse pas 0,3 %, soit bien moins que son rythme 2007. **L'indicateur avancé du KOF perd en mai près de la moitié de sa valeur de juillet 2007. Bien qu'il indique clairement que le cycle a passé son point haut, il reste, toutefois, dans une zone qui est compatible avec une hausse du taux d'intérêt de référence de la Banque Nationale Suisse.**

Ensuite, ce même mois, le taux d'inflation a atteint 2,9 % en glissement annuel, un plus haut depuis octobre 1993. Dès lors deux craintes peuvent surgir : celle de la stagflation et celle de l'enclenchement d'une boucle prix-salaires. Alors que la première ne peut être exclue du fait de la hausse du prix des matières premières et de l'orientation plus restrictive que pourrait prendre la politique monétaire, la seconde nous semble exagérée. Certes, la pénurie de

main-d'œuvre qualifiée est à son plus haut depuis 2001 et la croissance des salaires nominaux atteint 2,4 % en glissement annuel au premier trimestre.

Toutefois, un retour sur la période 1988-2007, lors de laquelle l'intégration du marché du travail suisse dans la zone euro était beaucoup moins avancée, semble indiquer qu'une telle hausse est exagérée, compte tenu du taux de chômage de 2,4 % observé en mai.

Au final, le risque d'une hausse du taux objectif de la BNS, le Libor à trois mois actuellement à 2,75 %, nous fait davantage peur. ■

Statu quo sous contrainte d'inflation

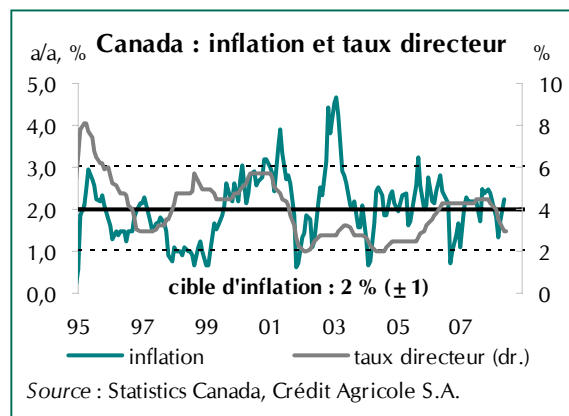
La Banque du Canada a créé la surprise en privilégiant le statu quo au lieu de la baisse à l'issue de sa réunion du 10 juin. Malgré les signes de fléchissement de la croissance, le risque haussier sur l'inflation l'a emporté.

Contre toute attente, la Banque du Canada a laissé inchangé à 3 % son taux directeur lors de sa réunion du 10 juin. Le communiqué de la réunion précédente (22 avril), qui s'était soldée par une baisse de 50 pnb, annonçait une poursuite probable de la détente monétaire. Le moment où elle aurait lieu étant fonction des évolutions de l'économie mondiale, de la demande intérieure canadienne et de l'impact de l'une et de l'autre sur l'inflation. La donne a changé depuis avec la poursuite de l'envolée du prix des matières premières. **La Banque du Canada pointe désormais un risque haussier sur sa prévision d'inflation**, et relègue au second plan le risque baissier sur la croissance.

En mai, l'inflation s'est affichée à 2,2 %, légèrement au-dessus de la cible de la Banque du Canada, mais à l'intérieur de la zone de confort. Sauf que, même si le prix du pétrole se stabilise, l'inflation va se hisser prochainement au-dessus de 3 %, la borne haute de cette fourchette.

Selon nous, le fléchissement de la croissance canadienne (le PIB s'est contracté de 0,3 % au premier trimestre en rythme annualisé) et l'existence de ca-

pacités excédentaires jouent contre tout dérapage de l'inflation sous-jacente. **Au final, la Banque du Canada juge approprié le degré de détente monétaire en place.** Nous nous accordons donc à ce nouveau discours et tablons sur une poursuite du statu quo monétaire jusqu'au milieu de l'année prochaine. ■



Océanie

Sandrine BOYADJIAN
sandrine.boyadjian@credit-agricole-sa.fr

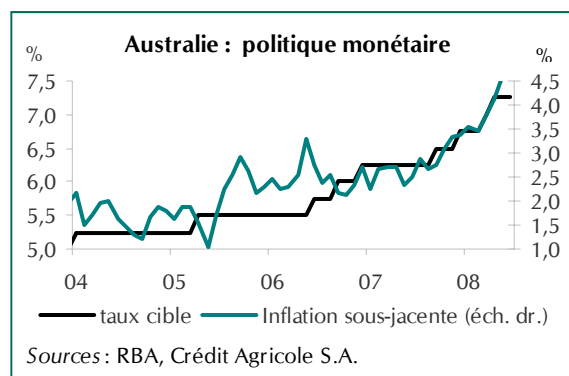
Difficiles arbitrages

L'Australie et la Nouvelle-Zélande font face à un ralentissement économique sérieux sur fond de pressions inflationnistes persistantes. La RBA va probablement maintenir le statu quo. La RBNZ pourrait choisir de privilégier la croissance et baisser son taux directeur.

En Australie, la croissance du PIB a tendance à s'essouffler (2,5 % t/t au premier trimestre 2008, après 4,3 % sur l'ensemble de l'année 2007), la demande intérieure ayant nettement ralenti. Cette tendance baissière devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. **La politique monétaire délibérément restrictive de la RBA** (+175 pnb de hausse depuis mi-2006) n'est pas étrangère à ce ralentissement. L'indice des prix à la consommation a néanmoins continué d'accélérer au premier trimestre 2008 (4,2 % a/a, après 3 % au quatrième trimestre 2007). Si l'inflation finit par refluer en lien avec l'infléchissement anticipé de la croissance, la RBA devrait pouvoir maintenir **un statu quo tout au long de cette année (à 7,25 %)**. Ce maintien est assorti d'un biais haussier. En cas de dérapage des prix, la RBA n'hésitera sans doute pas à opérer un nouveau tour de vis monétaire.

Après un redressement en 2007, la croissance néo-zélandaise s'est nettement infléchie au premier semestre 2008 (1,8 % prévu sur l'ensemble de l'année, après 3,1 % en 2007). Les hausses de taux pas-

sés (+100 pnb en douze mois) ont produit leurs effets. Même si l'inflation reste élevée, à 3,4 % a/a au premier trimestre 2008, **la Banque centrale de Nouvelle-Zélande est maintenant davantage préoccupée par la faiblesse de la croissance que par les pressions inflationnistes.** C'est pourquoi nous tablons sur une baisse du taux de base de 25 pnb, à 8 % avant la fin de cette année, en dépit de pressions inflationnistes persistantes. ■



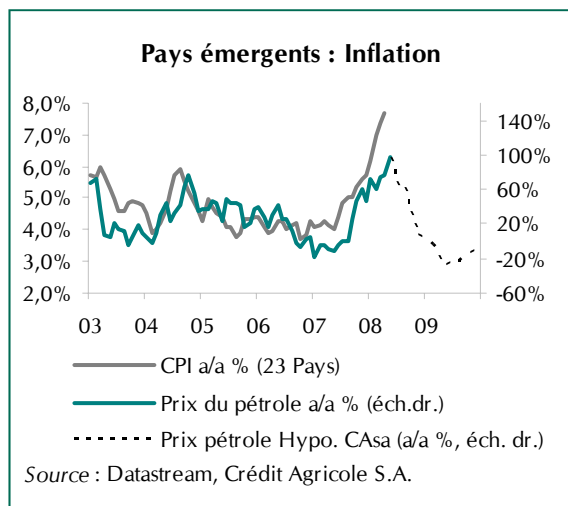
Les banques centrales vont-elles lutter contre l'inflation ?

Les banques centrales émergentes vont-elles s'engager dans la lutte contre l'inflation ? Oui, mais elles ont pris un certain retard... Dans de nombreuses économies, la vulnérabilité à l'inflation a augmenté, et elle pourrait se révéler vecteur d'inquiétude financière sur certains marchés.

Nous nous attendons à ce qu'une hausse des taux directeurs au troisième trimestre, conjuguée à une consolidation du prix du pétrole, vienne graduellement modérer l'inflation dans les pays émergents en deuxième partie d'année.

L'inflation a connu au cours du premier semestre 2008 une accélération inquiétante dans la plupart des pays émergents. Notre mesure de l'inflation dans vingt-trois grands pays émergents fait état d'une hausse conséquente : de 4 % en rythme annuel en mai 2007, à 6,2 % en janvier 2008, puis à plus de 8 % en mai 2008.

Toutefois, la plupart des banques centrales sont restées attentistes, et ont montré de surprenantes réticences à élever leurs taux directeurs de manière significative. Pourquoi n'ont-elles pas réagi ? En premier lieu, elles cherchent à préserver la croissance économique de leur pays, et ce, d'autant plus que la demande globale s'est affaiblie. C'est, notamment, le cas dans les pays où la Banque centrale a une indépendance limitée vis-à-vis des pouvoirs en place. Ensuite, de nombreuses banques centrales s'attendent à une stabilisation des prix des matières premières dans les mois à venir, qui serait synonyme d'une modération de l'inflation.



Elles pourraient avoir en partie raison. Tout d'abord, les prix de certaines matières premières alimentaires ont atteint un pic en avril ou en mai et s'orientent résolument à la baisse : depuis leur plus haut, le prix du riz a baissé de 18 %, et celui du blé de 28 %. Ensuite comme le montre le graphique ci-après, l'inflation a progressé en lien avec l'évolution en rythme annuel du prix du pétrole. Si le prix du pétrole devait revenir progressivement à 90-100 USD (notre prévision pour la fin 2008 et 2009), la baisse du prix de 25 à 30 % en rythme annuel pourrait entraîner une désinflation significative dans le monde émergent à fin 2008.

Toutefois, ce pari demeure risqué. **Aujourd'hui, au-**

cune Banque centrale ne peut évacuer un scénario de risque où les prix des matières premières ne se stabiliseraient pas. De plus, l'inflation tendancielle augmente de manière significative, ce qui tendrait à prouver que la structure même de ces économies à du mal à absorber ces hausses de prix. Le taux d'emploi assez élevé de nombre de ces pays pourrait d'ailleurs alimenter ce risque d'inflation tendancielle. Les taux d'intérêt réels ont fortement baissé, de 3,5 % à mi-2007 à moins de 0 % en mai 2008, soit un niveau franchement incitatif dans le contexte actuel. En tenant compte de tous ces paramètres, il nous semble que le risque inflation a atteint un seuil critique dans de nombreuses économies. Ceci pourrait entraîner des tensions sur les taux de change et les taux d'intérêt à long terme si les autorités ne prennent pas les mesures appropriées.

En évaluant les différents facteurs de vulnérabilité, nous considérons que le risque d'inflation est d'autant plus fort que 1) l'inflation s'étend, même dans les secteurs non liés aux matières premières ; 2) la Banque centrale est réticente à relever ses taux ; 3) le contexte politico-social pourrait engendrer des troubles liés à l'inflation ; 4) la vulnérabilité de la balance des paiements pourrait transformer le risque d'inflation en de sérieuses inquiétudes financières. Avec cette grille de lecture, nous identifions deux groupes de pays à risque.

D'un côté, la plupart des grands marchés émergents sont significativement exposés au risque d'inflation (risque 1-à-3). Cette catégorie inclut notamment : l'Indonésie, l'Inde, les Philippines et la Thaïlande en Asie ; l'Argentine en Amérique Latine ; la Roumanie, la Russie et la Turquie en Europe de l'Est ; l'Égypte, l'Afrique du Sud, et la plupart des pays du Golfe au Moyen-Orient/Afrique. Toutefois, d'un autre côté, les balances des paiements des pays émergents sont largement excédentaires, et les vulnérabilités sont concentrées sur un groupe relativement restreint de pays. De notre point de vue, l'Afrique du Sud, et dans une moindre mesure l'Inde et la Turquie (même si la Banque centrale turque vient de resserrer fortement ses taux) comptent parmi les marchés les plus vulnérables à une crise financière née de l'inflation.

Ceci dit, **la lutte contre l'inflation semble être devenue une priorité pour beaucoup de banques centrales. Nous avons revu significativement à la hausse nos prévisions de taux directeurs dans les marchés émergents.** Même si nous sommes conscients que les risques liés à l'inflation ont considérablement augmenté, notre scénario de base prévoit un resserrement monétaire significatif au troisième trimestre, qui, combiné à une correction à la baisse des prix du pétrole, devrait permettre de stabiliser, puis de modérer l'inflation en deuxième partie d'année. ■

Inflation et déficit public à surveiller

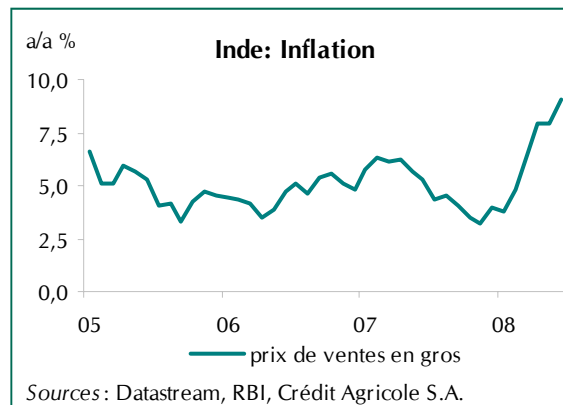
L'accélération de l'inflation subie par l'économie indienne est inquiétante. L'évolution récente des prix du pétrole contribue aussi à creuser davantage le déficit budgétaire, déjà élevé. A cela s'ajoute un budget électoral expansionniste.

L'économie indienne a fait preuve de résilience au premier trimestre 2008 (+8,8 % a/a) grâce à une demande intérieure forte. En 2008/2009, nous prévoyons un léger ralentissement de l'activité économique à 7,5 %, après une performance remarquable en 2007/2008 (+8,7 %).

Toutefois l'inflation continue d'accélérer malgré les diverses mesures prises. Elle a largement franchi l'objectif de 5,5 % fixée par la Banque centrale (8,7 % a/a fin mai). La détérioration du compte courant, couplée à la chute de la bourse, ont provoqué la dépréciation de la roupie depuis le début de l'année (9 %), mais aussi contribué à importer de l'inflation.

Au cours des prochains mois, même si les récoltes devraient permettre d'apaiser les tensions sur les prix des biens alimentaires, les pressions inflationnistes demeureront élevées. Les autorités ont, en effet, augmenté le prix à la pompe de 10 %, afin d'alléger le poids des subventions dans les comptes publics. Cette mesure délicate, compte tenu de l'approche des élections (mai 2009), pourrait aussi impliquer une montée de tensions sociales. **Par ail-**

leurs, le déficit budgétaire restera à un niveau élevé, même s'il s'est amélioré au cours de ces dernières années. Le dernier budget, plus souple afin de répondre aux attentes des électeurs, pourrait générer un déficit de 6,3 % du PIB (subventions incluses) en 2008/2009 après 6 % du PIB en 2007/2008. En outre, ce chiffre n'inclut pas l'augmentation des salaires dans le secteur public. ■



Chine

Sébastien BARBE
sebastien.barbe@hk.calyon.com

Le ralentissement importé ne suffira pas

Toutes proportions gardées, l'économie chinoise connaît aussi un ralentissement, qui pourrait aller en s'accroissant. Mais les pressions inflationnistes sont fortes. On peut donc s'attendre à de nouveaux resserrements monétaires, et une appréciation continue du yuan.

En Chine, l'heure est aussi aux corrections, puisque la croissance du PIB a ralenti trois trimestres d'affilée. Par rapport au second semestre 2007, l'excédent commercial de la première moitié de l'année 2008 s'est quelque peu contracté et cela n'est sans doute qu'un début. Selon nous, le ralentissement mondial à l'œuvre est susceptible d'entraîner une nouvelle décélération des exportations et des investissements induits, ramenant la croissance du PIB à 10 % pour 2008, contre 11,9 % en 2007.

Du côté du marché financier, la bulle boursière des deux dernières années a fini par éclater avec une brutale correction de 50 % sur les neuf derniers mois. **Ces ajustements suffiront-ils à amener la Banque Populaire de Chine et le gouvernement à mettre un terme à leur politique de resserrement monétaire et d'appréciation du yuan ? A notre avis, non.** L'inflation reste forte, à 7,7 % en rythme annuel en mai.

Même si la hausse du prix de la viande semble ralentir, la désinflation ne sera pas franche, et les taux d'intérêt réels vont rester négatifs. La Banque populaire de Chine a rehaussé le ratio de réserves bancaires de 100 pb, à 17,5 %, et nous attendons une nouvelle hausse de 100 pb pour les mois à venir, en sus d'une hausse de 36 pb du taux des prêts à un an. En outre, la réduction de l'excédent commercial reste contenue.

Si la demande globale devait accélérer à nouveau, en 2009, l'excédent commercial chinois regonflerait. C'est alors un nouveau risque de surliquidité, qui se profilerait avec de possibles retombées négatives prenant la forme d'une nouvelle bulle boursière et de pressions inflationnistes encore plus fortes. Pour éviter de tels écueils, la Chine préférera maintenir sa politique d'appréciation du yuan. Nous maintenons notre prévision de 6,7 yuans pour un USD à fin 2008. ■

Divergences

La poussée mondiale d'inflation affecte toute la région, à des degrés divers. Les pays les plus affectés sont l'Argentine et le Venezuela, où l'impact de la hausse des produits énergétiques et alimentaires est aggravé par des politiques économiques très expansionnistes.

Comme le reste du monde, l'Amérique latine enregistre une poussée d'inflation. Dans les pays les moins affectés (Mexique, Colombie), on se situe en mai 2008 environ 1 % au-dessus de l'inflation moyenne de 2007, et bien au-dessus des objectifs des banques centrales. Au Brésil, le dérapage par rapport à 2007 est de 2 %. Au Pérou, où l'inflation était pratiquement nulle au premier semestre 2007, on en est à 5,4 % a/a en mai 2008. Et dans trois pays, la situation est plus grave. Au Venezuela, où les autorités croyaient avec l'introduction le 1^{er} janvier d'une nouvelle monnaie, le « Nouveau Bolivar » (1 000 « anciens » Bolivars), avoir trouvé la martingale contre l'inflation qui les aurait dispensés de toute inflexion dans une politique économique très expansionniste, la hausse des prix atteint 31,5 % a/a en mai, contre 18,7 % en 2007.

Les autorités argentines ont, quant à elles, préféré tordre l'instrument de mesure : le chiffre officiel pour mai est de 9,1 %, mais le chiffre réel est de l'ordre de 25 % et progresse rapidement. Le cas le plus étonnant est celui du Chili, où la poussée a démarré au quatrième trimestre 2007 (7,2 % a/a, alors que l'on était à 2,8 % au premier semestre) et où l'inflation a atteint 8,9 % a/a en mai, malgré une politique budgétaire jusqu'ici contracyclique (l'excédent budgétaire a été de 8,8 % du PIB en 2007). Bien que la plupart des pays soient exportateurs nets de ces produits, **la hausse des cours des produits énergétiques et alimentaires a constitué le principal facteur de l'inflation, qui a été attisée dans quelques cas (Argentine, Venezuela) par des politiques économiques trop expansionnistes.**

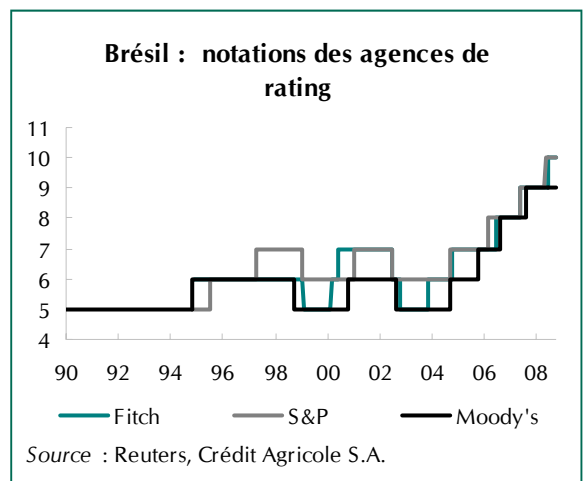
Le Mexique est au premier rang des victimes potentielles d'une éventuelle récession américaine. L'activité y est historiquement très corrélée avec la production industrielle aux États-Unis, qui absorbent 85 % de ses exportations. Pour autant, on n'a pas encore constaté de ralentissement, ni de la production industrielle (+2 % a/a sur janvier-avril) ni des exportations (+19,4 %, même période). On attend cependant une croissance du PIB réduite à 2,4 % en 2008, après 4,7 % en 2006 et 3,0 % en 2007.

Le Brésil a été upgradé à BBB- par Standard & Poor's le 30 avril, et par Fitch le 29 mai. Il s'agit d'une reconnaissance de l'amélioration sensible des fondamentaux financiers du pays et d'une politique économique restée cohérente pendant près de quatre mandats présidentiels. Le Brésil bénéficie de plus d'un environnement favorable, les cours de ses principales exportations (soja, métaux) restant très élevés ; un gisement de pétrole apparemment très important (33 milliards de barils) a enfin été découvert en avril. La croissance se maintient à un rythme élevé : 4,4 % en moyenne depuis 2003, et 4,0 % attendus en 2008. Il s'agit du plus long cycle de

croissance depuis plus de vingt ans. **Pour autant, beaucoup reste à faire** sur la qualité des dépenses publiques, avec des besoins considérables et non satisfaits en infrastructures et en éducation, alors que les recettes fiscales ont sans doute atteint un plafond et que les ratios d'endettement public restent élevés pour un pays *investment-grade*.

En Argentine, tous les indicateurs semblent au vert : croissance, finances publiques, balance des paiements... **Le problème est que certains indicateurs, et notamment celui de l'inflation, sont lourdement manipulés.** Et l'on peut craindre que l'Argentine ne retombe dans ses travers des années 80 et 90 : inflation incontrôlable, déséquilibres financiers, politiques économiques populistes. En particulier, la situation des finances publiques est étonnante. Les dépenses du gouvernement central progressent à un rythme qui serait dans la plupart des pays tout à fait insoutenable : +41 % en 2007, et encore +35 % sur les quatre premiers mois de 2008. Mais les revenus croissaient en 2007 de +39 %. En conséquence, l'excédent primaire a représenté en 2007 2,4 % du PIB. Il pourrait encore être plus important en 2008.

Mais il dépend entièrement du maintien à un niveau très élevé des cours de quelques produits (soja notamment), et de la capacité politique du gouvernement de continuer à prélever une partie de cette manne par des taxes à l'exportation. Or, le contexte politique se dégrade. Alors que Cristina Fernández de Kirchner avait été facilement élue présidente en octobre 2007, le conflit persistant avec les agriculteurs (précisément sur le niveau des taxes à l'exportation) et la poussée d'inflation ont fait retomber sa popularité très au-dessous du point le plus bas du mandat de son prédécesseur et mari : **la mise en œuvre d'une politique économique moins expansionniste n'en est que plus improbable, bien que de plus en plus urgente.** ■



Fort ralentissement de la croissance en 2008

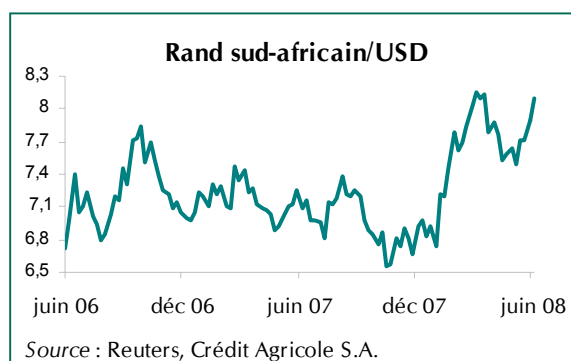
Certes, l'Afrique du Sud bénéficie du cours élevé des matières premières. Mais la poussée inflationniste va entraîner une baisse de la croissance. Par ailleurs, le rand subit les effets négatifs de la crise financière.

Après avoir plutôt bien résisté à la crise financière en 2007, la croissance pourrait bien en 2008 subir les conséquences négatives de la faiblesse de l'économie mondiale et du durcissement de la politique monétaire. **On s'attend à une croissance voisine de 3,8 % en 2008.** En effet, l'inflation est devenue, depuis 2007, un problème majeur conduisant la Banque centrale à monter ses taux d'intérêt. Ainsi, la demande des ménages, principal moteur de l'activité jusqu'alors, reflue depuis le second trimestre 2007. Les ventes au détail ont fortement baissé (-24 % a/a pour les ventes de voitures en mai, par exemple).

La crise énergétique, résultant d'une insuffisance de capacités, continue par ailleurs de freiner l'activité (les mines sont victimes de temps à autre de coupures d'électricité). **Mais le point le plus délicat est actuellement la poussée de l'inflation**, qui a atteint 10,4 % a/a en mai dernier, soit bien au-delà de la fourchette de hausse définie par la Banque centrale (3 à 6 %). D'ailleurs, celle-ci a déjà été dépassée quinze fois depuis janvier 2007, ce

qui a entraîné un durcissement de la politique monétaire et des hausses de taux d'intérêt. La Banque centrale a, ainsi, augmenté ses taux pour la dixième fois consécutive depuis deux ans pour les porter à 12%. Ces hausses de taux entraînent une baisse de la confiance de ménages et une moindre consommation privée.

Enfin, autre sujet de préoccupation : **la faiblesse du rand**, qui, de volatile, est devenu baissier. ■



Une bonne surprise au premier semestre 2008

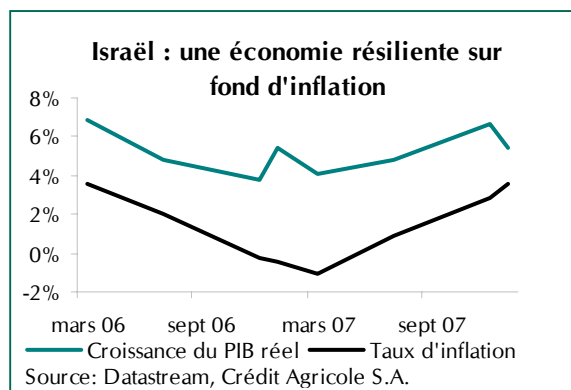
L'économie israélienne est résolument tournée vers l'extérieur. Alors que l'économie de son premier partenaire commercial, les États-Unis, ralentit, on pourrait s'attendre à une décélération prononcée de la croissance en Israël. Pourtant, aujourd'hui, il n'en est toujours rien.

La Banque centrale israélienne (BoI) attendait les premiers signes d'un ralentissement économique pour le premier trimestre 2008. Mais ils ne sont pas venus et elle commence à douter qu'ils viendront au deuxième trimestre, voire au troisième. **Force est de constater que la croissance a enregistré un flatteur 5,4 % au premier trimestre 2008.** La consommation et l'investissement intérieurs en sont les principaux moteurs. Ils enregistrent respectivement 14 et 10 % de croissance en mai, en rythme annuel. La production industrielle (+6 % a/a) et les exportations (+12 % a/a) accélèrent aussi.

Par ailleurs, l'inflation, principalement portée par la hausse du prix des biens alimentaires et du pétrole, reste en hausse à 5,4 % en mai a/a. Depuis le début de l'année, alors que l'inflation dépassait déjà le taux cible compris entre 1 et 3 %, l'attente d'un ralentissement économique faisait que le taux directeur de la BoI était orienté à la baisse : le ralentissement mondial se chargerait de réduire l'inflation en cours d'année et la force du Shekel (+25 % a/a face

au dollar) devait protéger le pays contre la hausse des prix mondiaux. La croissance et le rebond de l'inflation contredisent ce scénario, et la BoI a décidé de relever son taux directeur de 25 pb en juin.

On prévoit désormais une croissance supérieure à 4 % en 2008, et si le moral des entreprises et des ménages n'avaient pas commencé à fléchir récemment, on penserait presque à un découplage. ■



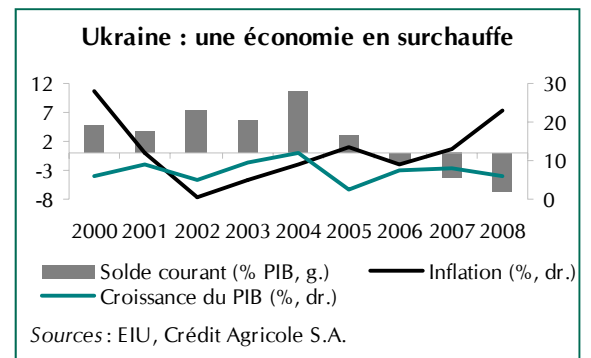
Une économie en surchauffe

Dans un contexte international moins favorable, l'économie ukrainienne marque le pas. Mais sa croissance reste vive. Trop vive ? La surchauffe est manifeste et un ajustement sera nécessaire. Plus il tardera à venir, plus il risquera d'être brutal.

La croissance s'est élevée à 6,4 % (a/a) au cours des cinq premiers mois de l'année, portée par la consommation et l'investissement domestiques. Ce dynamisme a un revers, cependant. **L'inflation s'est accélérée à 30,3 % (a/a) en avril.** Les prix du pétrole et des produits alimentaires ne sont pas les seuls responsables. L'encours de crédits aux entreprises et aux ménages continue de progresser très rapidement, au rythme annuel de 64,4 % en mars pour le premier, de 96,8 % pour le second. Des effets de second tour sont à anticiper, en outre. Le salaire nominal moyen a augmenté de 40 % (a/a) au premier trimestre. Par ailleurs, le déficit de la balance courante s'est creusé à 3,6 Mds USD au cours des trois premiers mois de l'année, soit 8,5 % du PIB en donnée annualisée.

La Banque centrale a relevé son taux directeur à deux reprises depuis janvier (400 pdb au total). Elle a, en outre, laissé la hryvnia s'apprécier afin de contenir l'inflation importée. Mais il est à craindre que ces mesures ne suffisent pas, surtout en l'absence de coordination avec la politique budgétaire. Les dépenses du gouvernement ont augmenté de

50,1 % (a/a) au cours des quatre premiers mois de l'année. Et le contexte politique ne se prête guère à un resserrement, pas plus qu'il ne se prête aux réformes. La coalition gouvernementale non seulement est paralysée par les vives tensions entre le Président et le Premier ministre, mais son avenir est également compromis par la défection de deux de ses députés début juin. Elle a de fait perdu la majorité au parlement. En d'autres termes, l'économie ukrainienne est en surchauffe et risque de plus en plus un atterrissage forcé. ■



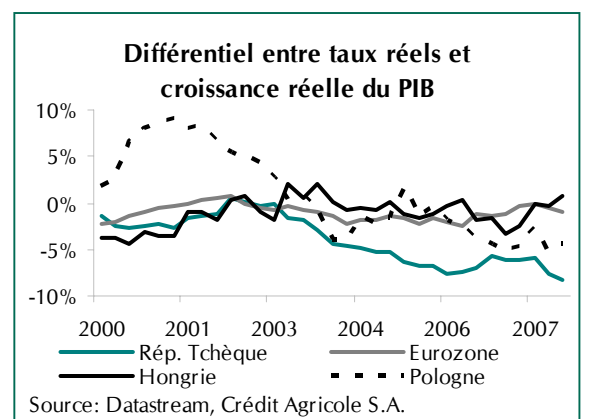
Les monnaies réagissent peu face au « non » irlandais

Les économies d'Europe centrale semblent plutôt bien mener leur barque dans les eaux agitées des marchés financiers actuels, comme le montre la bonne tenue de leurs monnaies. Une performance remarquable et saluée par les investisseurs internationaux.

Après les échecs successifs des référendums français et néerlandais sur le traité constitutionnel en mai 2005, certains économistes réputés prédisaient que les monnaies des nouveaux États membres subiraient de fortes dépréciations. Nous avons exprimé notre désaccord vis-à-vis de cette position (cf. *Eclairages*, juin 2005), et, cette fois-ci, si personne n'a joué les Cassandre à propos du « non » irlandais, le zloty polonais, la couronne tchèque et le forint hongrois ont de nouveau ignoré l'événement. La couronne slovaque, de son côté, était déjà protégée de facto par son prochain passage à l'euro.

La résilience des monnaies d'Europe centrale reflète surtout la poursuite de l'intégration économique de ces pays, entamée avant l'adhésion à l'UE en mai 2004. La meilleure stabilité macroéconomique, des politiques, et enfin une avancée continue sur le chemin de la zone euro, comme l'a illustré le succès de la stratégie de la Slovaquie, jouent également. Il est par ailleurs intéressant de noter que la couronne tchèque s'est appréciée mal-

gré des taux d'intérêt réels constamment négatifs. En effet, ces trois pays d'Europe centrale ont des approches divergentes concernant le degré de rigueur de leur politique monétaire, défini par le différentiel entre leurs taux d'intérêt à court terme, ajustés pour l'inflation, et leurs taux de croissance du PIB réels. ■



Prévisions taux d'intérêt

Au 30 juin 2008

	30-juin	sept-08	déc-08	mars-09	juin-09	sept-09	déc-09
Etats-Unis							
Fed funds	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	3,50	3,50
3 mois	2,78	2,50	2,50	2,60	2,70	3,75	3,75
Taux 10 ans	3,99	4,25	4,25	4,40	4,50	4,60	4,70
Japon							
Call	0,57	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00
3 mois	0,93	0,88	1,05	1,10	1,25	1,25	1,25
Taux 10 ans	1,60	1,75	1,80	1,85	1,90	2,00	2,00
Eurozone							
Repo	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
3 mois	4,95	5,00	4,85	4,80	4,80	4,80	4,80
Taux 10 ans	4,64	4,50	4,60	4,60	4,70	4,70	4,75
Royaume-Uni							
Taux de base	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
3 mois	5,95	5,80	5,60	5,40	5,30	5,30	5,30
Taux 10 ans	5,15	5,20	5,20	5,10	5,00	5,00	4,90
Suède							
Repo	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
3 mois	4,99	4,60	4,50	4,20	4,15	4,15	4,15
Taux 10 ans	4,54	4,30	4,30	4,50	4,50	4,50	4,60
Norvège							
Deposit	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
3 mois	6,43	6,25	6,20	6,10	6,00	6,00	6,00
Taux 10 ans	5,10	4,80	4,80	5,00	5,00	5,00	5,00
Suisse							
3 mois	2,79	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Taux 10 ans	3,31	3,25	3,25	3,40	3,40	3,40	3,40
Canada							
Overnight Target	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	3,75
3 mois	3,35	3,20	3,10	3,10	3,15	3,70	3,95
Taux 10 ans	3,71	3,80	3,80	3,85	3,90	4,00	4,10
Australie							
Cash Target	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	7,00	6,50
3 mois	7,83	7,80	7,50	7,50	7,50	7,25	6,75
Taux 10 ans	6,45	6,50	6,40	6,30	6,20	6,10	6,00
Nouvelle-Zélande							
Official Cash Rate	8,25	8,25	8,00	7,50	7,25	7,25	7,25
3 mois	8,92	8,50	8,20	7,80	7,50	7,50	7,50
Taux 10 ans	6,34	6,25	6,20	6,10	6,10	6,10	6,10

Sources: Bloomberg, Calyon

Prévisions taux de change

Au 30 juin 2008

Taux de change USD		30-juin	sept-08	déc-08	mars-09	juin-09	sept-09	déc-09
Pays industrialisés								
Euro	EUR/USD	1.58	1.52	1.45	1.43	1.41	1.40	1.38
Japon	USD/JPY	106	108	110	112	112	115	118
Royaume-Uni	GBP/USD	2.00	1.89	1.84	1.83	1.83	1.83	1.80
Suisse	USD/CHF	1.02	1.05	1.10	1.11	1.12	1.13	1.15
Canada	USD/CAD	1.01	1.04	1.07	1.10	1.12	1.14	1.15
Australie	AUD/USD	0.96	0.92	0.92	0.88	0.86	0.86	0.86
Nouvelle-Zélande	NZD/USD	0.76	0.72	0.70	0.68	0.66	0.68	0.68
Asie								
Chine	USD/CNY	6.85	6.80	6.70	6.60	6.50	6.40	6.30
Hong Kong	USD/HKD	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80	7.80
Inde	USD/INR	43.04	44.00	41.00	40.00	39.00	38.00	37.00
Indonésie	USD/IDR	9228	9300	9100	8800	8500	8500	8500
Malaisie	USD/MYR	3.27	3.20	3.08	3.05	3.00	2.98	2.95
Philippines	USD/PHP	45.0	45.0	44.0	41.0	40.0	39.0	39.0
Singapour	USD/SGD	1.36	1.38	1.37	1.35	1.32	1.31	1.30
Corée du Sud	USD/KRW	1046	1040	990	970	950	930	910
Taiwan	USD/TWD	30.4	30.0	29.0	28.8	28.5	28.3	28.0
Thaïlande	USD/THB	33.5	33.5	32.0	31.0	30.6	30.5	30.3
Vietnam	USD/VND	16842	17500	18000	17900	17700	17500	17500
Amérique latine								
Argentine	USD/ARS	3.02	3.10	3.20	3.24	3.26	3.28	3.28
Brésil	USD/BRL	1.59	1.60	1.65	1.68	1.70	1.70	1.70
Mexique	USD/MXN	10.29	10.40	10.75	10.95	11.10	11.15	11.20
Afrique & Moyen-Orient								
Afrique du Sud	USD/ZAR	7.84	8.10	8.20	8.50	8.40	8.00	8.00
Europe - émergents								
Pologne	USD/PLN	2.13	2.22	2.34	2.34	2.38	2.36	2.39
Russie	USD/RUB	23.43	23.60	24.00	24.10	24.20	24.30	24.40
Turquie	USD/TRY	1.23	1.30	1.30	1.32	1.34	1.35	1.35
Euro Cross rates			sept-08	déc-08	mars-09	juin-09	sept-09	déc-09
Pays industrialisés								
Japon	EUR/JPY	167	164	160	160	158	161	163
Royaume-Uni	EUR/GBP	0.791	0.805	0.790	0.780	0.770	0.765	0.765
Suisse	EUR/CHF	1.61	1.60	1.60	1.59	1.58	1.58	1.58
Suède	EUR/SEK	9.47	9.15	9.10	9.05	9.00	8.95	8.90
Norvège	EUR/NOK	8.02	7.80	7.75	7.70	7.65	7.60	7.55
Europe centrale								
République tchèque	EUR/CZK	23.87	24.50	24.25	24.00	23.75	23.50	23.50
Hongrie	EUR/HUF	236	242	255	255	255	260	260
Pologne	EUR/PLN	3.35	3.38	3.40	3.35	3.35	3.30	3.30
Slovaquie	EUR/SKK	30.22	30.13	30.13	30.13	30.13	30.13	30.13
Roumanie	EUR/RON	3.64	3.75	4.00	3.90	3.90	3.90	3.85

Sources: Bloomberg, Calyon

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (en % du PIB)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Etats-Unis	2,2	1,9	1,4	2,9	4,3	2,9	-5,3	-4,6	-4,2
Japon	2,1	1,5	1,6	0,0	1,4	1,3	4,8	4,2	4,5
Eurozone	2,6	1,8	1,4	2,1	3,4	2,1	0,1	-0,1	-0,1
Allemagne	2,6	2,2	1,4	2,3	2,9	1,7	7,6	7,5	6,0
France	2,1	1,9	1,6	1,5	3,0	2,0	-1,2	-1,9	-2,0
Italie	1,5	0,7	1,0	2,0	3,6	2,5	-1,7	-1,8	-1,9
Espagne	3,8	1,7	1,6	2,8	4,4	3,0	-10,1	-9,7	-9,1
Pays-Bas	3,5	2,5	1,7	1,6	2,2	1,8	6,6	7,2	8,2
Belgique	2,7	1,8	1,6	1,8	4,6	2,0	2,0	1,6	1,5
Royaume-Uni	3,1	1,8	2,0	2,3	3,2	2,2	-2,9	-3,1	-2,7
Norvège	6,0	3,0	2,5	1,4	2,3	2,0	17,0	16,0	15,0
Suède	2,6	2,5	2,0	1,2	2,4	2,0	6,5	7,0	7,0
Suisse	3,1	2,2	1,9	0,7	2,0	1,3	13,0	12,5	12,5
Canada	2,7	1,2	1,8	2,1	2,3	2,2	0,9	1,4	1,1
Australie	4,3	2,9	2,7	2,3	3,8	2,8	-6,2	-5,5	-5,2
Nouvelle-Zélande	3,1	1,8	2,0	2,4	3,0	2,5	-8,0	-7,5	-7,6
Asie	9,4	8,1	8,0	5,3	6,5	3,8	6,7	5,3	4,0
Chine	11,9	10,0	9,5	6,5	5,5	3,0	11,6	10,0	8,0
Hong Kong	6,3	5,0	5,5	3,8	4,5	5,0	11,3	8,5	6,5
Inde	8,7	7,5	8,5	3,8	7,0	5,0	-1,1	-1,5	-2,0
Indonésie	6,3	5,8	6,5	6,6	13,5	6,0	2,7	1,5	1,0
Corée	4,9	4,5	4,0	3,6	4,0	3,0	0,6	-0,5	-1,0
Malaisie	6,3	5,2	6,0	2,4	5,0	3,0	16,4	8,0	6,0
Philippines	7,2	4,7	5,0	3,9	8,5	4,0	5,0	3,5	3,0
Singapour	7,7	5,5	6,5	4,4	5,0	3,0	24,3	24,0	22,0
Taiwan	5,7	5,5	5,0	3,3	3,5	3,0	7,6	5,5	4,0
Thaïlande	4,8	4,0	5,5	3,2	7,5	3,5	6,1	3,8	3,0
Vietnam	8,5	6,0	6,0	12,6	22,0	9,0	-6,0	-9,0	-5,0
Amérique latine	4,8	3,9	4,2	4,9	6,0	5,0	0,4	-0,2	-0,4
Argentine	8,5	6,5	6,0	8,5	10,5	10,5	3,0	2,0	2,0
Brésil	4,7	4,0	4,3	4,5	5,5	4,3	0,3	-0,5	-1,0
Mexique	3,0	2,4	3,2	3,8	4,5	3,3	-0,7	-0,8	-0,6
Europe - émergents	6,6	5,6	5,3	8,9	10,0	6,3	0,3	-1,0	-1,6
République tchèque	6,6	4,5	4,0	6,0	4,6	4,0	-3,4	-3,5	-4,5
Hongrie	1,3	1,5	3,0	7,0	4,5	3,5	-5,6	-4,5	-5,0
Pologne	6,5	5,5	5,0	4,0	3,8	3,0	-3,7	-4,9	-5,0
Russie	8,1	6,4	5,8	11,9	14,0	8,2	5,9	3,5	2,5
Slovaquie	8,8	7,0	6,0	2,5	3,7	4,3	-5,3	-4,5	-5,0
Turquie	4,1	5,2	5,5	8,4	10,5	6,5	-5,8	-6,0	-5,8
Afrique & Moyen-Orient	5,6	6,1	6,1	8,9	9,6	7,8	10,3	12,6	9,4
Algérie	4,6	5,3	6,0	3,5	5,0	4,1	22,9	26,0	23,6
Égypte	7,1	6,9	6,8	11,0	11,0	11,0	2,1	1,1	0,4
Koweït	4,5	5,1	4,8	5,5	9,5	7,0	41,0	46,0	35,0
Liban	3,6	2,0	2,8	7,0	6,0	4,0	-22,2	-31,6	-34,0
Maroc	2,0	5,3	5,5	2,0	3,2	3,0	-0,5	-1,5	-0,1
Qatar	12,5	14,8	11,1	13,7	14,5	12,5	32,0	35,0	27,0
Arabie saoudite	3,5	6,0	5,6	6,5	10,0	9,5	20,4	30,8	23,0
Afrique du Sud	5,2	3,8	4,0	8,6	10,0	6,0	-7,7	-7,5	-7,0
Emirats arabes unis	7,4	8,0	8,0	14,0	12,0	10,0	23,0	25,0	19,0
Tunisie	6,3	5,2	5,6	3,1	4,2	2,9	-2,6	-2,4	-1,9
Total	4,8	4,0	3,8	3,8	5,0	3,3	1,4	1,1	0,7
Pays industrialisés	2,5	1,8	1,5	2,1	3,4	2,3	-1,5	-1,3	-1,1
Pays émergents	8,0	6,9	6,9	6,1	7,2	4,7	5,4	4,4	3,2

Notes:

(1) Royaume-Uni : HICP ; Inde : prix de gros ; Chine, index prix de détail ; Brésil : IPCA, Afrique du Sud : CPI-X

(2) Inde : fin de l'année fiscale en mars.

Métaux		1T08	2T08p	3T08p	4T08p	2007	2008p	2009p
Aluminium	\$/t	2742	2920	3000	3000	2639	2916	2900
	c/lb	124	132	136	136	120	132	132
Cuivre	\$/t	7795	8370	7800	7200	7126	7791	6500
	c/lb	354	380	354	327	323	353	295
Plomb	\$/t	2898	2330	2100	2000	2593	2332	1650
	c/lb	131	106	95	91	118	106	75
Nickel	\$/t	28948	26000	23000	25000	37216	25737	24000
	c/lb	1313	1179	1043	1134	1688	1167	1089
Zinc	\$/t	2429	2120	1900	1800	3240	2062	1700
	c/lb	110	96	86	82	147	94	77

Pétrole		1T08	2T08	3T08p	4T08p	2007	2008p	2009p
NYMEX WTI	\$/BBL	98	124	130	115	72	117	90

Directeur de la publication : Jean-Paul BETBEZE — Rédaction en chef : Jean-Paul BETBEZE et Isabelle JOB — ISSN 1960-257X
Réalisation & Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty — Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr
Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques — 75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 143 23 58 60

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité de Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'information soient réputées fiables. Crédit Agricole S.A. ne saurait donc engager leur responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

www.credit-agricole.com - Rubrique Etudes Economiques