

# Choc pétrolier et pause conjoncturelle en France

Direction des Études Économiques

<http://kiosque-eco.credit-agricole.fr>

Juillet 2008

# Sommaire

---

## 1. Environnement international

- 1.1. La crise financière reléguée au second plan ?
- 1.2. Renchérissement des prix des matières premières et choc inflationniste

## 2. États-unis

- 2.1. une récession qui ne dit pas son nom
- 2.2. une politique anti-déflation

## 3. Zone euro

- 3.1. Une croissance déconcertante au 1<sup>er</sup> trimestre
- 3.2. Le ralentissement se précise, dès le T2

## 4. France

- 4.1. Résilience temporaire
- 4.2. Dégradation des perspectives d'activité à court terme
- 4.3. Pause conjoncturelle

## 5. Banques centrales et marchés

- 5.1. Fed: une politique anti-déflation et une rhétorique anti-inflation
- 5.2. BCE: une rhétorique et une politique anti-inflation
- 5.3. Taux et change: Inversion de la courbe des taux et raffermissement du dollar

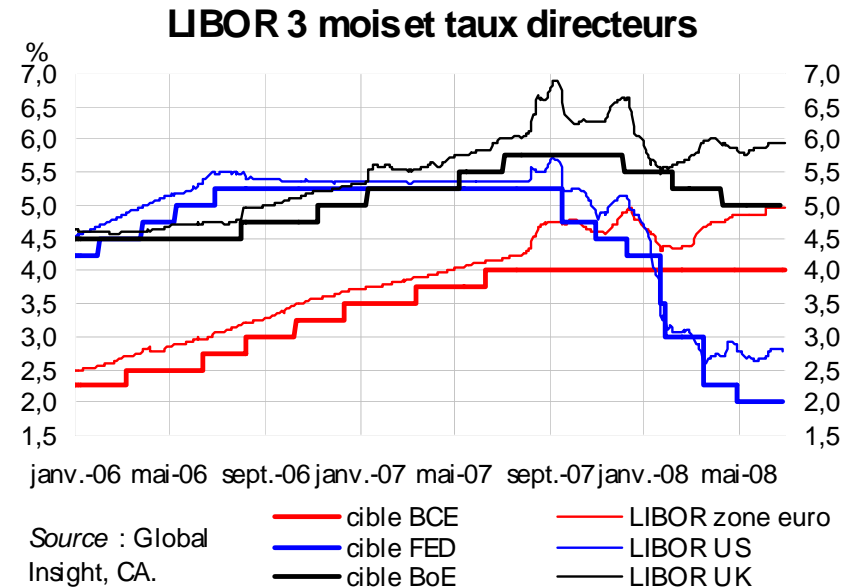
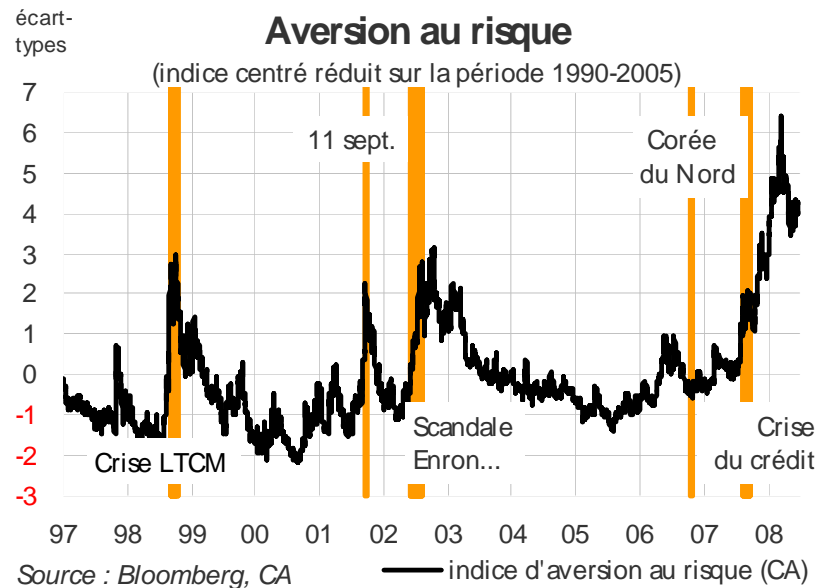
# 1.1. Une crise financière reléguée au second plan ?

La première phase de la crise (le subprime) perd en intensité.

Les banques ont fait un gros travail de révélation des pertes (déjà près de USD 400 mds de dépréciation d'actifs non performants).

Les excès dans la phase de retournement sont en train d'être corrigés : on observe une certaine normalisation des primes de risque, un recul de l'aversion au risque. On peut dater précisément ce point d'inflexion avec le sauvetage in extremis de Bear Stearns à la mi-mars

Mais la situation est loin d'être stabilisée (ni la confiance ni la liquidité ne sont solidement et partout rétablies). L'issue de la crise financière est étroitement liée à l'issue de la crise immobilière aux US



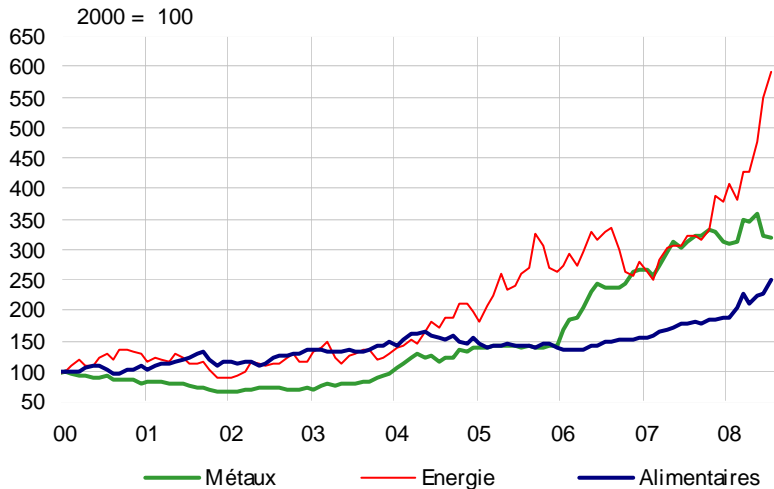
## 1.2. Prix des matières premières et choc inflationniste

La hausse des prix des matières premières s'est accélérée depuis la fin 2007, avec à la clé une déformation des prix relatifs.

Celle du pétrole, en particulier, ne peut être entièrement expliquée par les fondamentaux. La baisse des cours sur laquelle nous tablons toujours pourrait donc être brutale, si le sentiment des investisseurs se retourne.

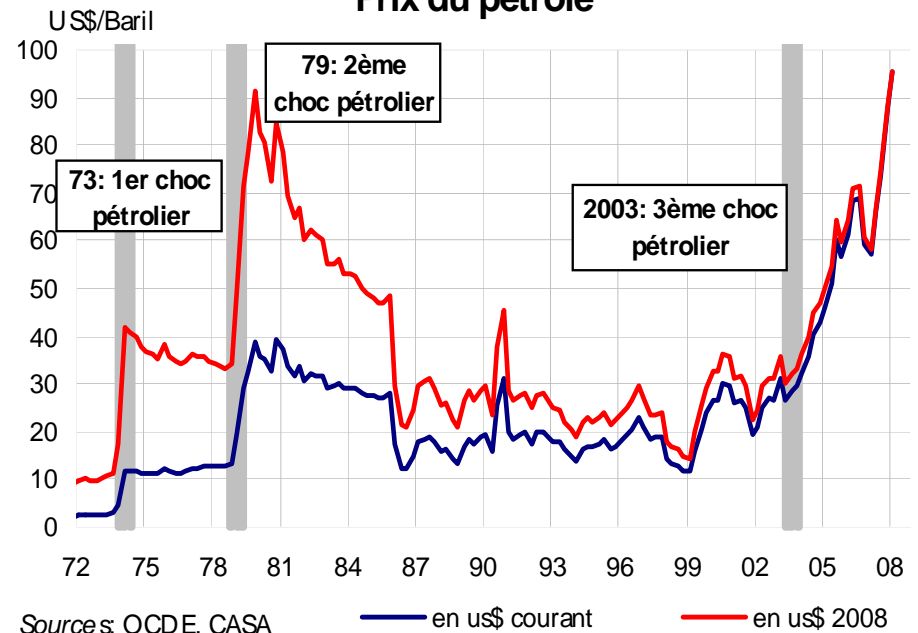
Un cocktail détonnant : collatéral de la croissance mondiale + offre contrainte + prime de risque géopolitique + spéculation.

Prix des matières premières en US\$



Sources: Datastream, CA

Prix du pétrole



Sources: OCDE, CASA

— en us\$ courant

— en us\$ 2008

# 2.1. États-unis : une récession qui ne dit pas son nom

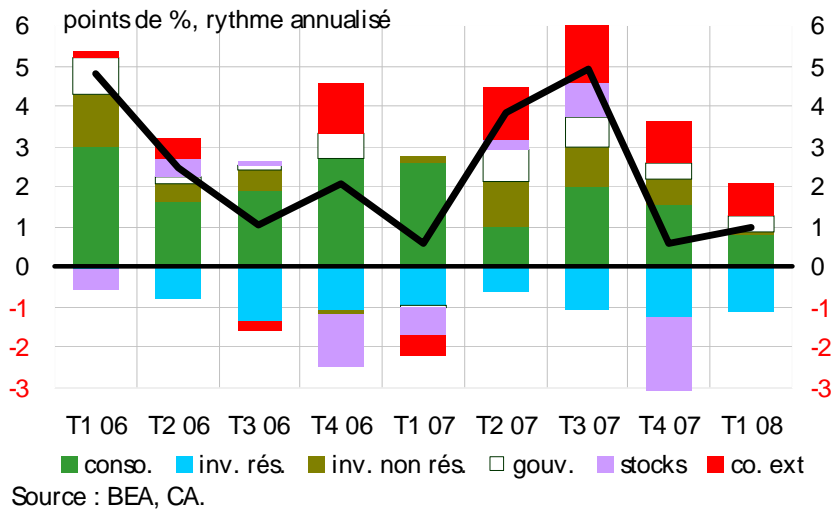
La récession n'est pas avérée...

Croissance au 1er trimestre 2008 : +0,9 % (rythme annualisé) = économie quasiment à l'arrêt, mais croissance positive. Attention cependant aux révisions ultérieures.

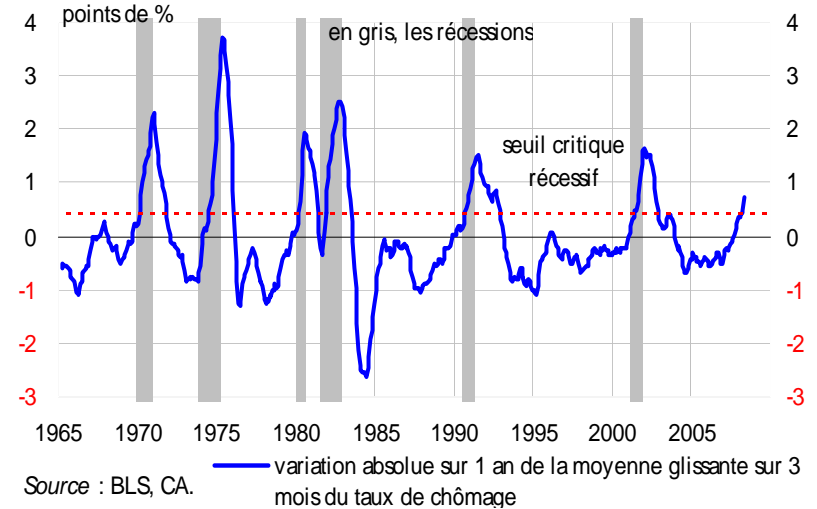
Le seul véritable facteur de soutien à la croissance vient du commerce extérieur.

...mais certains signes ne trompent pas (moral des ménages historiquement bas, récession immobilière, récession dans le secteur automobile, destructions nettes d'emplois et hausse du chômage)

### États-Unis contributions à la croissance



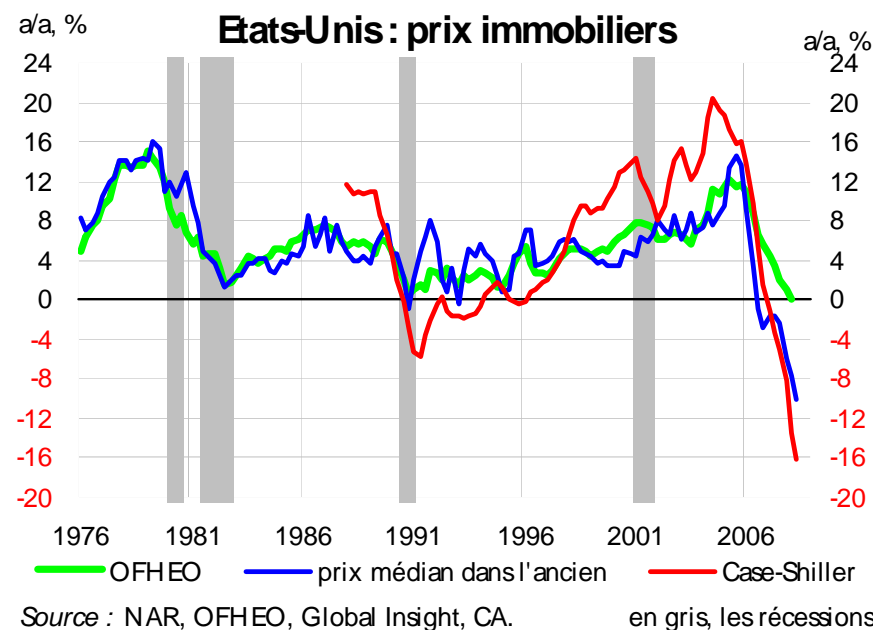
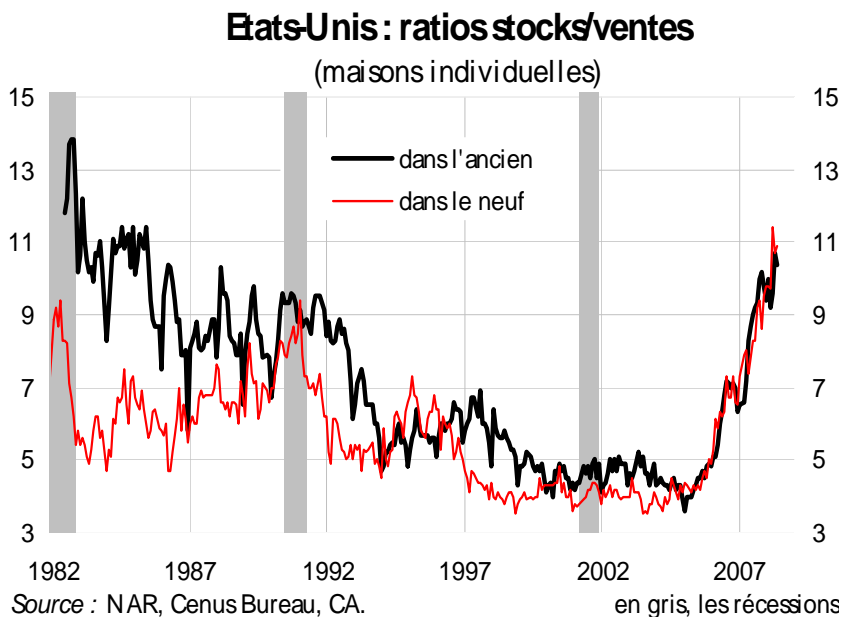
### États-Unis : taux de chômage et récession



## 2.1. États-unis: une récession qui ne dit pas son nom

La récession immobilière n'est pas finie (stabilisation timide des rythmes de baisse côté activité mais baisse accélérée des prix) : déséquilibre Offre/Demande persistant.

Le marché immobilier est pris dans une spirale baissière : baisse des prix, défaillance d'emprunteurs (negative equity), saisies qui viennent gonfler plus encore le stock de logements invendus, maintien à un niveau élevé des ratios stocks/ventes (et des taux de vacances de logements de propriétaires), et donc pressions baissières persistantes sur l'activité et les prix.

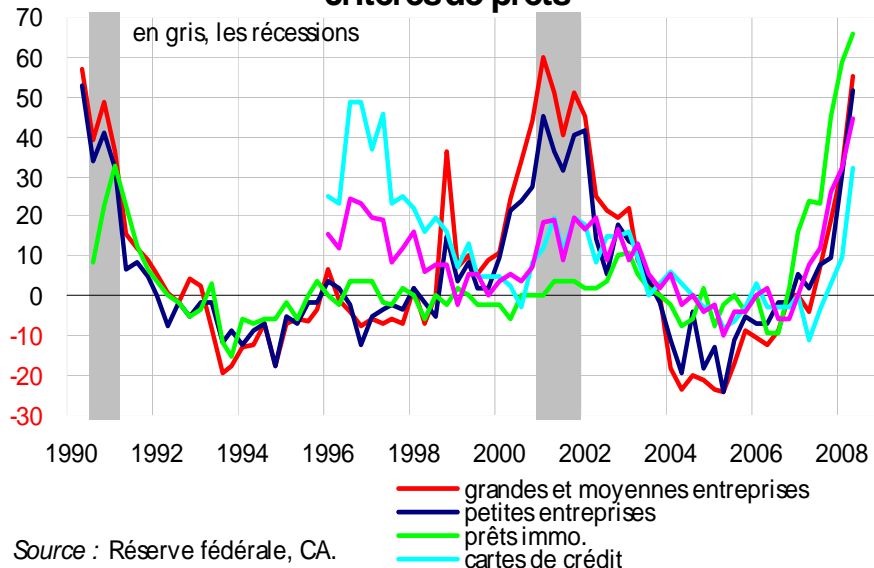


## 2.1. États-unis: une récession qui ne dit pas son nom

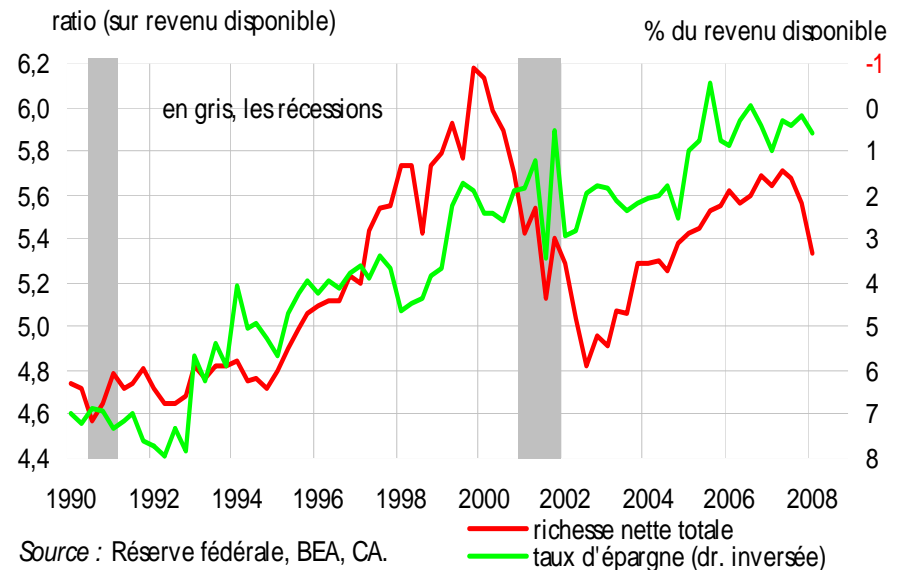
Cette spirale est alimentée par le durcissement de l'accès au crédit, induit des pertes des banques, elles-mêmes conséquences des défauts entraînés par la récession immobilière.

Cette restriction de l'offre de crédit, généralisée mais discriminée (credit squeeze), pèse sur la demande de logements (et sur la demande en général). Elle ne redémarre pas, malgré un redressement mécanique des conditions d'accès à la propriété pour l'Américain moyen.

**États-Unis : % de banques resserrant leurs critères de prêts**



**États-Unis : Illustration de l'effet richesse**



## 2.2. États-unis : une politique anti-déflation

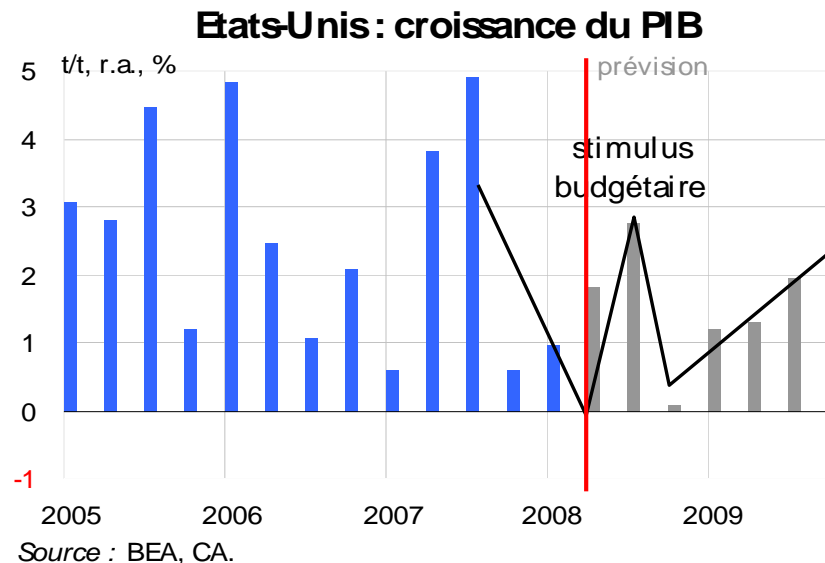
Le big government à la rescousse :

1/ limiter les défauts des ménages américains sur les crédits habitat (les subprime notamment), c'est l'objet du plan Paulson-Bush et fluidifier le marché immobilier (GSE, FHA)

2/ éviter un ralentissement trop brutal de l'activité (relance budgétaire de plus USD 150 mds)

Objectif: Prévenir les enchaînements déflationnistes et amortir la dernière phase de la crise.  
Acheter du temps et purger dans la durée les déséquilibres.

Le prix à payer = une croissance post-bulle qui sera molle.



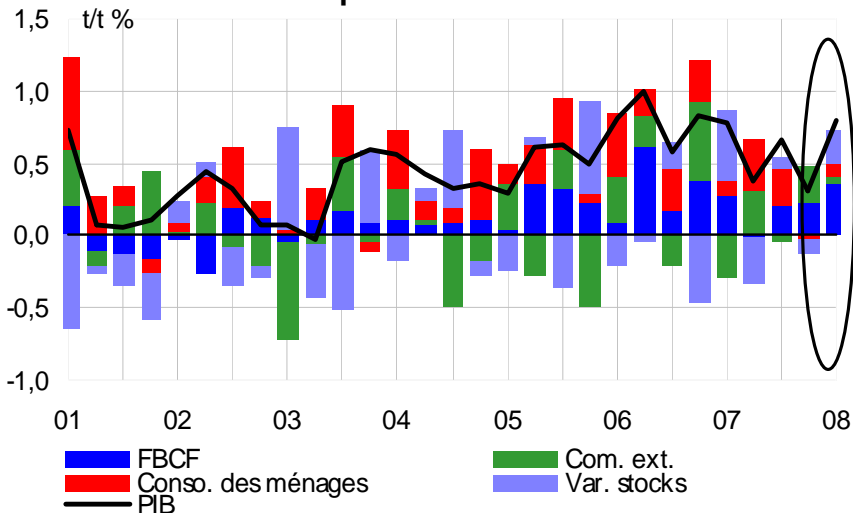
# 3.1. UEM : une croissance déconcertante au 1er trimestre

Accélération de la croissance au T1: +0.8% t/t après +0.3% t/t au T4 2007

L'investissement productif a été le moteur de la croissance (+1,6% t/t). La consommation des ménages s'est redressée, mais timidement (+0.2% t/t). Les exports ont rebondi (+1,9%), mais la contribution du commerce extérieur est faible (forte hausse des importations).

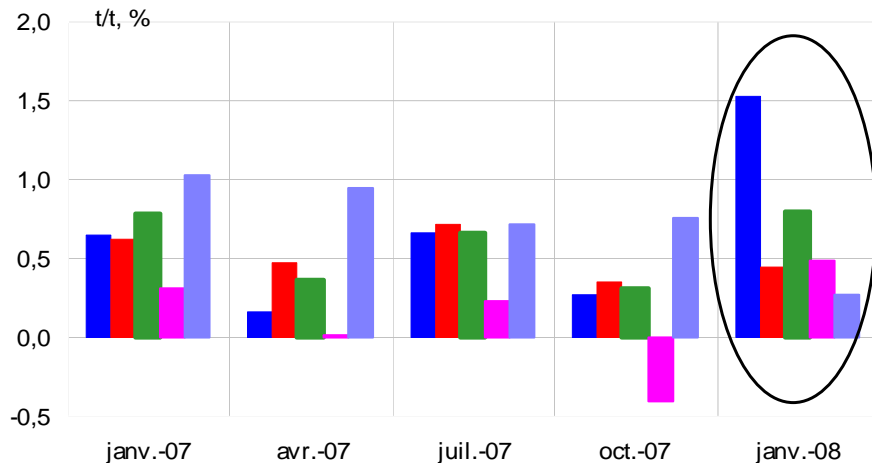
Au plan géographique, l'Allemagne tire toujours le reste de la zone euro (+1,5%)...et les pays du Sud ferment la marche (Italie et Espagne). Ce résultat remonte mécaniquement les prévisions de croissance annuelle 2008 (1,8% contre 1,6% auparavant), il ne change pas la dynamique de croissance attendue.

UEM : Composition de la croissance



Source : Eurostat, CA

UEM: croissance du PIB



Source : Eurostat, CA

## 3.2. UEM : le ralentissement se précise, dès le T2...

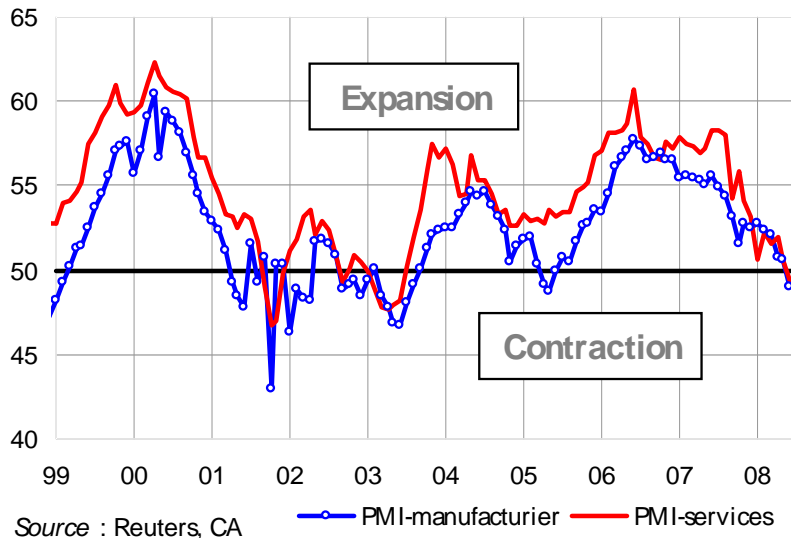
Les enquêtes de confiance suggèrent un ralentissement marqué dès le T2.

Les indices PMI (manufacturiers et services) sont passés en juin sous le seuil des 50 points séparant les phases de contraction et d'expansion de l'activité.

La confiance se détériore dans tous les secteurs et tous les pays.

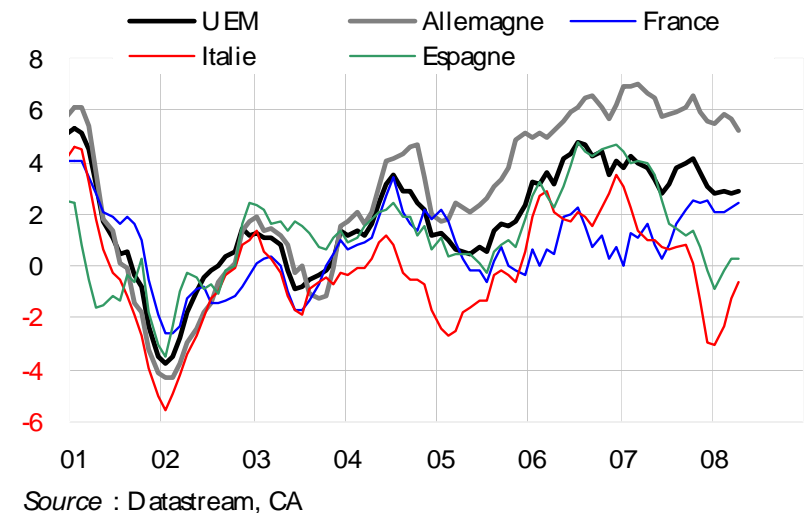
Le recul de la production reste ordonné (il varie entre les pays).

**UEM : climat des affaires**



a/a %  
lissé 3M

**UEM : production industrielle**

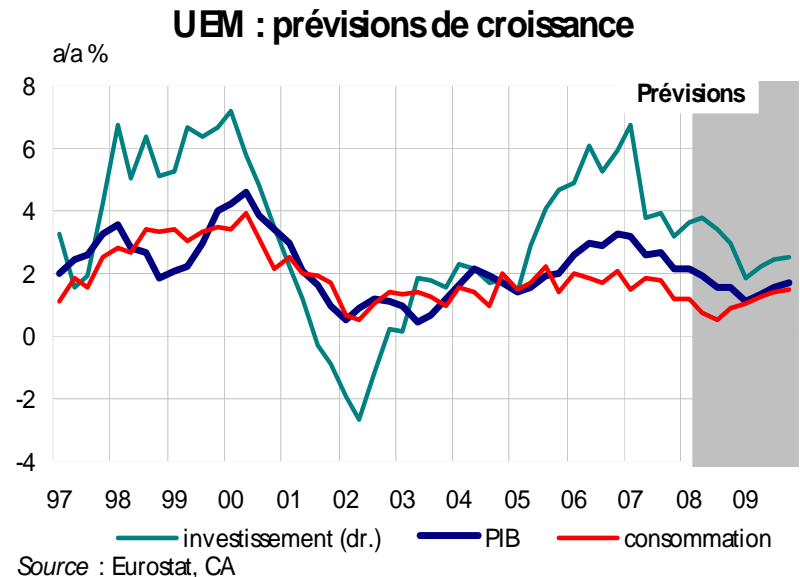
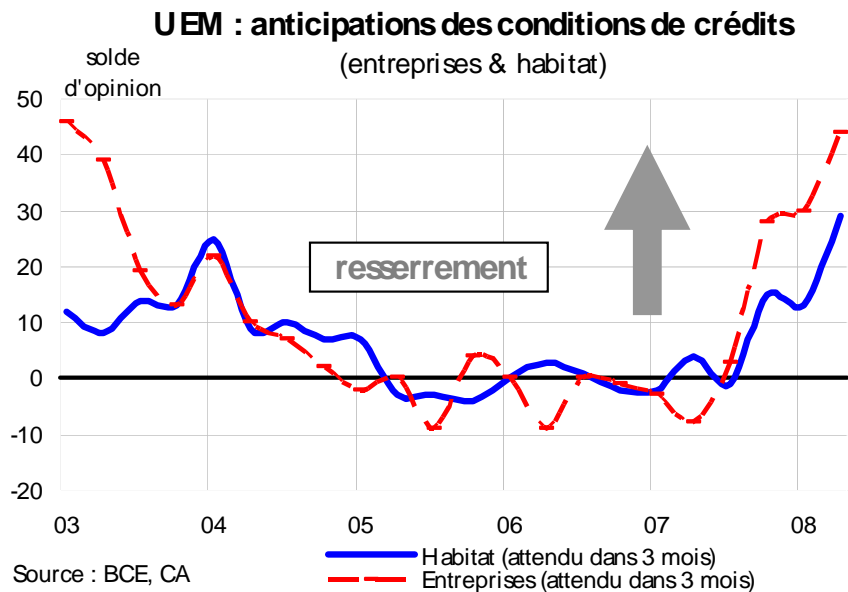


## 3.2. UEM :...jusqu' à la mi 2009

Le resserrement des conditions d'accès au crédit va se poursuivre, les banques devenant plus vigilantes et plus sélectives.

Les marchés immobiliers européens vont continuer à s'ajuster, d'une manière douce dans le cas de la France ou de l'Italie (avec des baisses de prix limitées), et plus prononcée pour les marchés en surchauffe (Espagne et Irlande).

La demande extérieure va ralentir (hausse passées de l'euro, ralentissement mondial)



## 4.1. France: une résilience temporaire

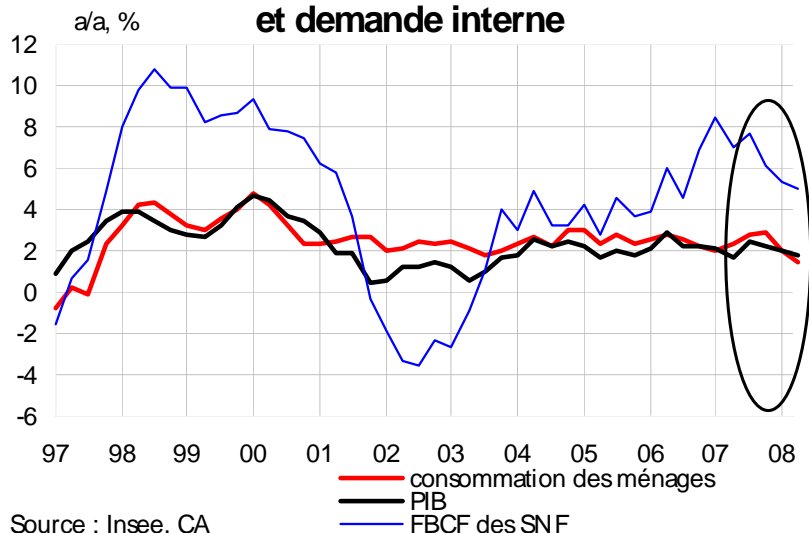
La croissance du PIB pour le T1 2008 est ressortie au dessus des attentes à +0,5 % t/t.

L'investissement des entreprises est resté dynamique (+ 1,3 % t/t) mais la consommation des ménages a stagné. Les exportations ont fortement rebondi (+3,2 % t/t).

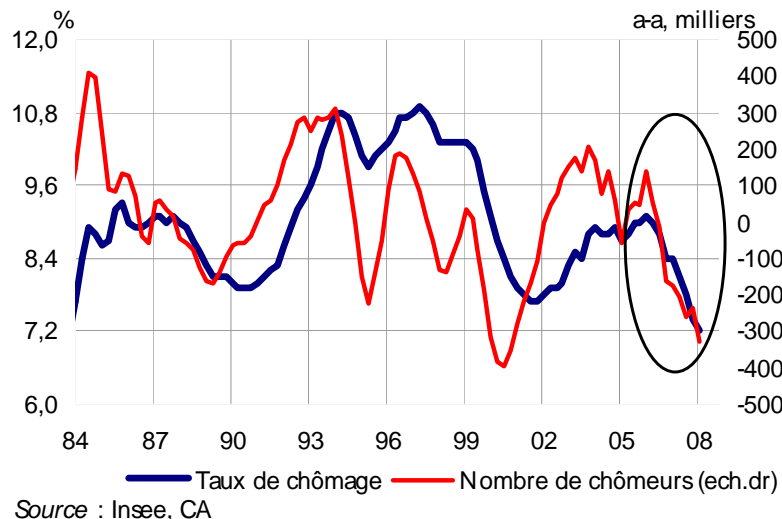
L'amélioration du marché du travail s'est poursuivie.

Les créations d'emploi restent importantes et le chômage est au plus bas depuis 25 ans (7,2% à la fin du T1).

France : croissance du PIB  
et demande interne



France: baisse du chômage



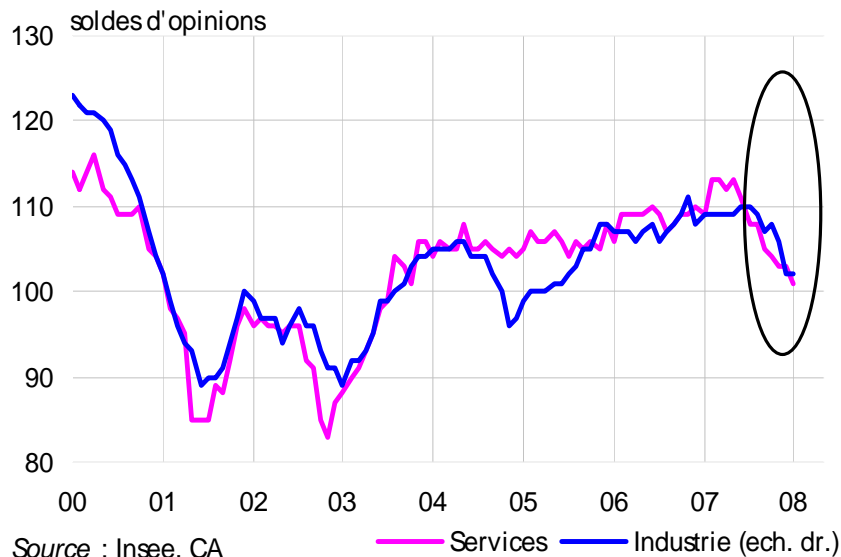
## 4.2. France: dégradation des perspectives d'activité à court terme

A court et moyen terme, les perspectives de croissance de l'économie française sont nettement plus défavorables.

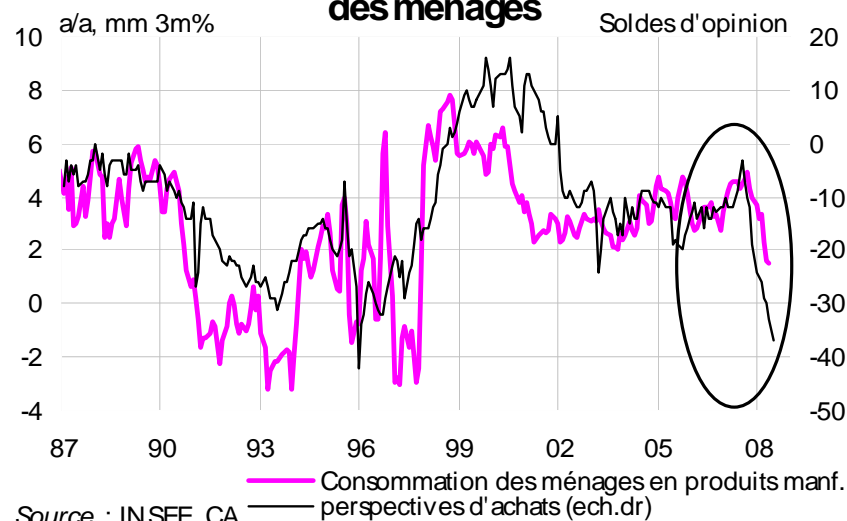
Le retournement des enquêtes de confiance dans tous les secteurs depuis le mois d'avril signale un net fléchissement de l'activité.

La forte baisse du moral des ménages suggère un affaiblissement supplémentaire de la consommation.

France : enquêtes de conjoncture



France : confiance et consommation des ménages



## 4.3. France: pause conjoncturelle

La flambée des cours du baril de pétrole explique la dégradation des perspectives de croissance de l'économie française jusqu'à la fin de l'année 2008.

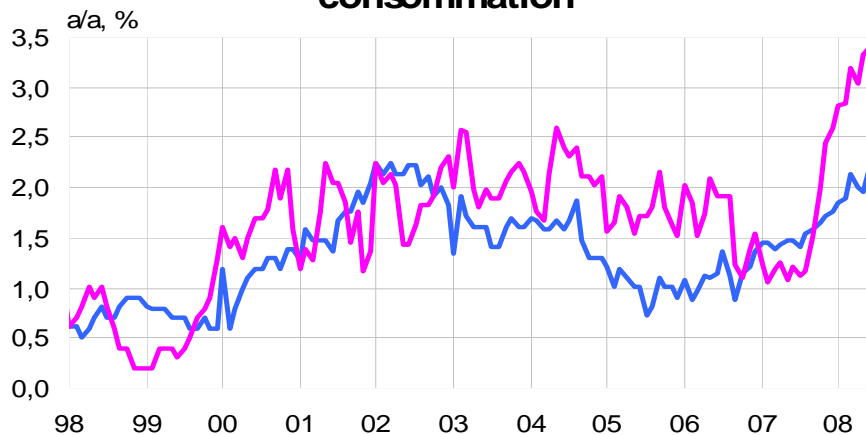
Nous anticipons le maintien d'un taux d'inflation élevé en moyenne en 2008 (3 %).

La flambée des cours des matières premières alimentaires va continuer à se répercuter sur les prix à la consommation.

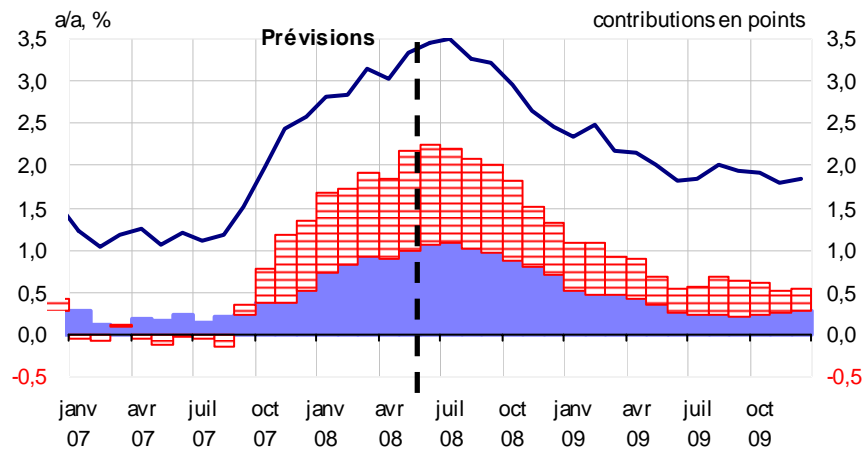
La hausse des cours du pétrole va se diffuser aux autres prix énergétiques (gaz notamment).

Une accalmie est attendue en fin d'année 2008 à la faveur d'effets de base favorables (2,5% en décembre 2008).

France : inflation des prix à la consommation



France: contribution à l'inflation annuelle



## 4.3. France: pause conjoncturelle

Pas de krach immobilier, mais correction significative en cours.

Les prix de l'ancien freinent très nettement (+0,9% sur un an au T1 2008).

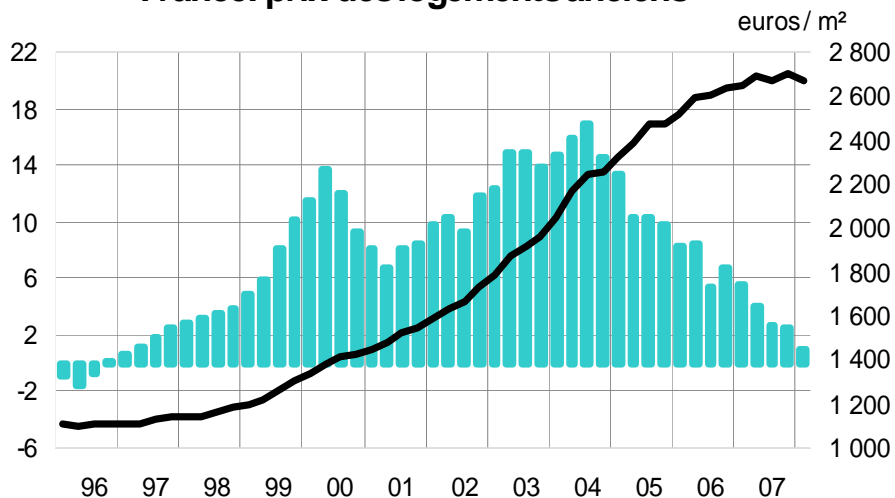
Les ventes dans le neuf se replient fortement (-27,8 % sur un an au T1 2008).

En Île de France elles baissent de 8,8% sur un an (neuf et ancien).

Les fondamentaux du marché restent bons, les risques sont beaucoup moins importants qu'au UK ou en Espagne, mais la correction va se poursuivre.

Les prix baisseraient de 5% par an en 2008-2009.

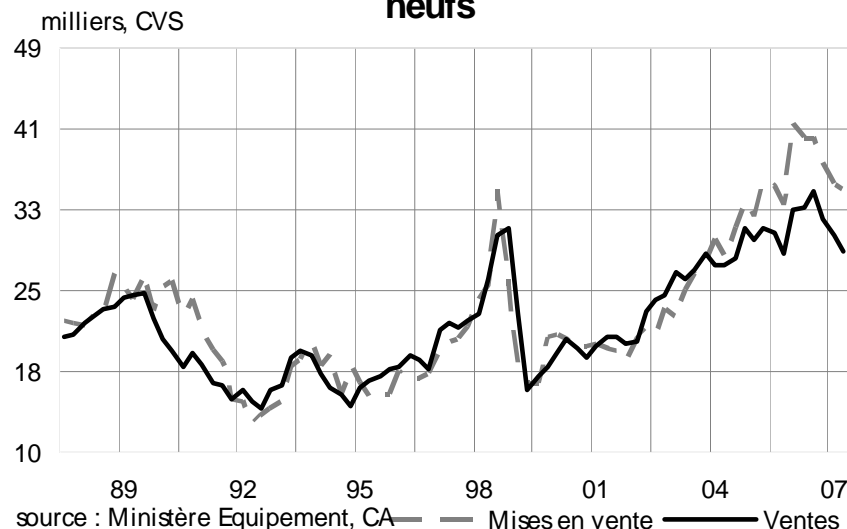
### France: prix des logements anciens



Source : Fnaim, CA

Variation sur un an, % — euros/m<sup>2</sup>

### France: commercialisation de logements neufs



source : Ministère Equipement, CA — Mises en vente — Ventes

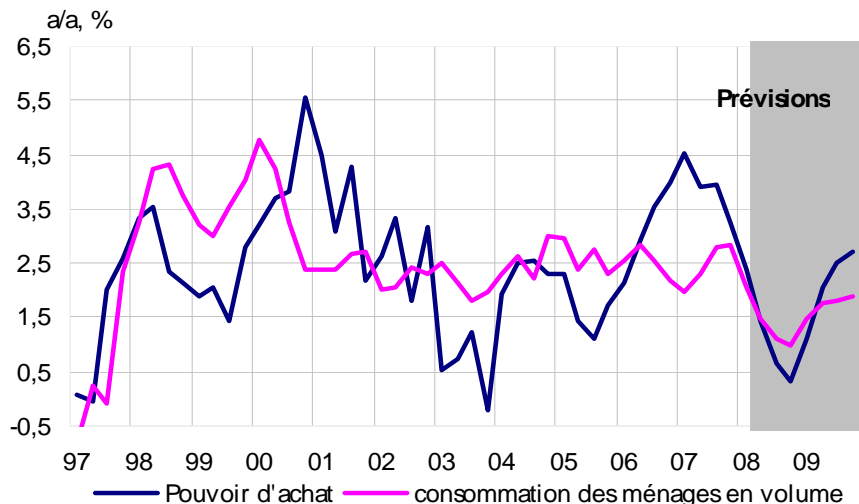
## 4.3. France: pause conjoncturelle

La consommation privée devrait rester faible, essentiellement du fait de l'impact négatif des niveaux élevés de l'inflation (alimentation et énergie en particulier) sur le pouvoir d'achat. 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.

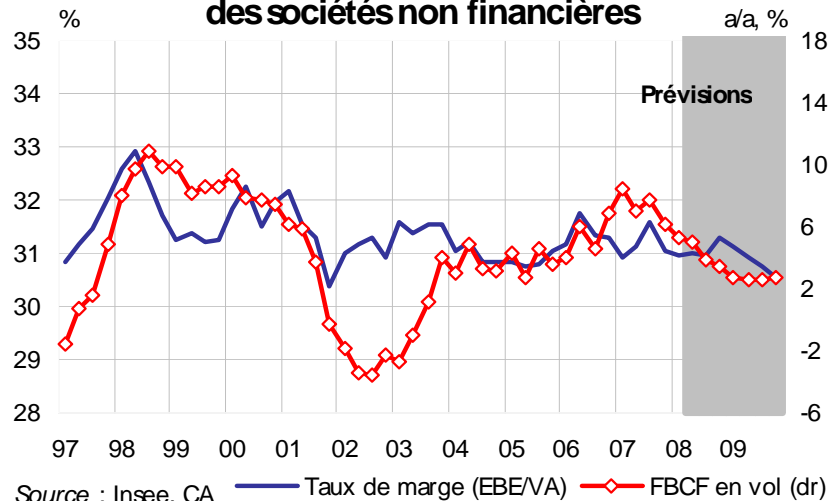
L'investissement devrait marquer le pas. Le renchérissement du coût des consommations intermédiaires va continuer à peser sur les marges des entreprises. Des conditions de financement plutôt restrictives ne vont pas aider.

Nous anticipons une croissance de 1,9 % en 2008 et 1,6% en 2009.

France : revenus et consommation



France : Taux de marge et investissement des sociétés non financières

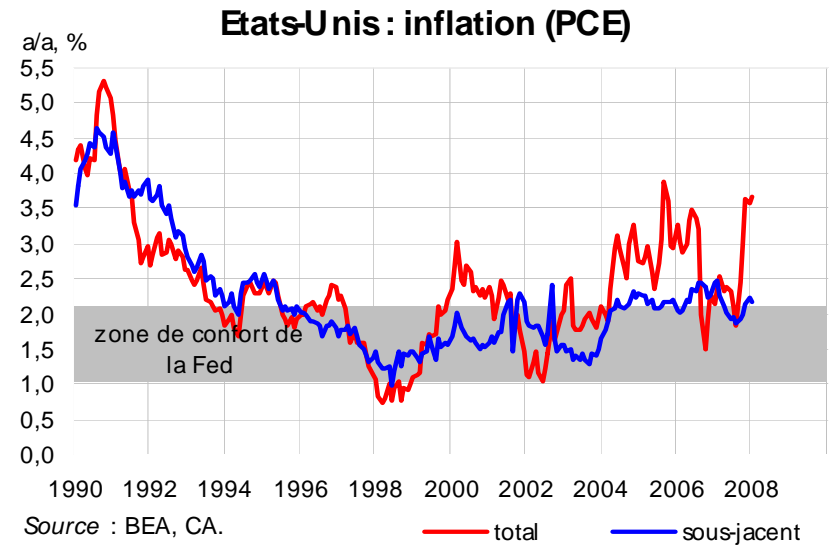
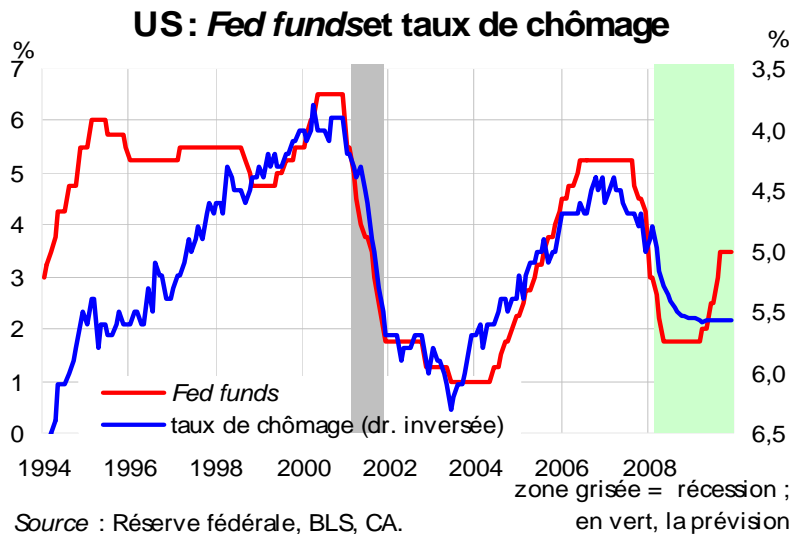


# 5.1. Fed: une politique anti-déflation et une rhétorique anti-inflation

Le risque reste baissier sur la croissance mais l'inflation inquiète. D'où un changement de ton, mais difficile passage à l'acte dans une économie en phase de convalescence.

Usage de la rhétorique pour calmer les anticipations. La Fed attend que les effets désinflationnistes du ralentissement se matérialisent avec un reflux de l'inflation « core » (pour exclure tout risque d'effets de second tour).

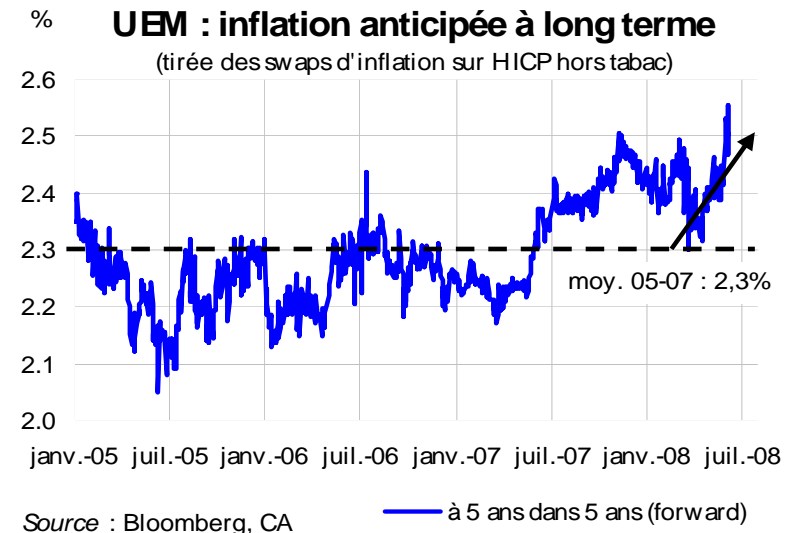
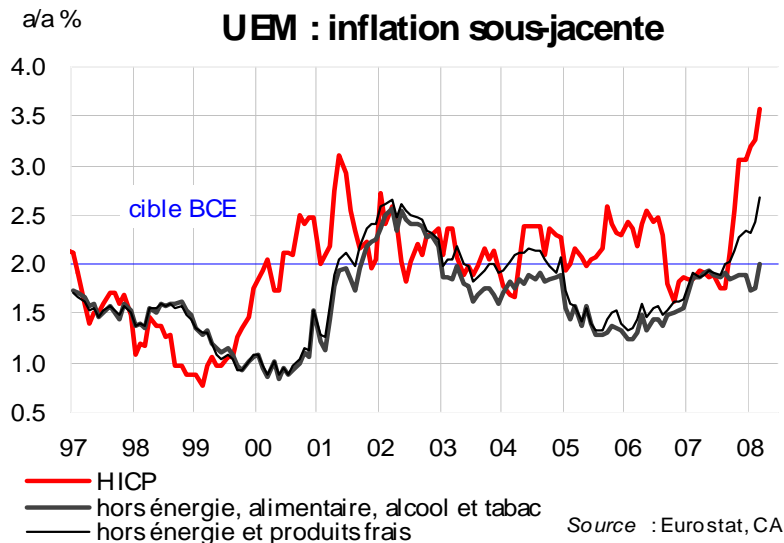
2% apparaît comme le point bas du cycle de relâchement. Normalement, pas de passage à l'acte avant le deuxième semestre 2009.



## 5.2. BCE : une rhétorique et une politique anti-inflation

Net durcissement du discours de la BCE.

Le rebond plus fort que prévu de l'inflation (4% en juin), le dérapage récent des anticipations et le rattrapage des salaires (mécanismes d'indexation dans certains pays) expliquent le durcissement de la position de la BCE.



## 5.2. BCE : une rhétorique et une politique anti-inflation

La BCE a joint la parole aux actes: +25 pdb le 3 Juillet 2008.

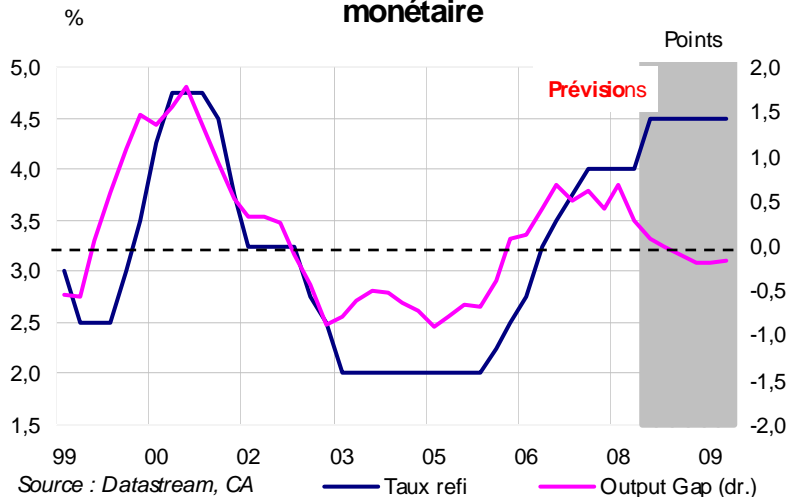
Une autre hausse de 25 pdb avant la fin de l'année nous paraît probable si l'inflation ne reflue pas.  
Nous prévoyons donc deux hausses de taux en 2008 et un statu quo en 2009.

Les risques sont haussiers en 2008, mais baissiers à moyen terme:

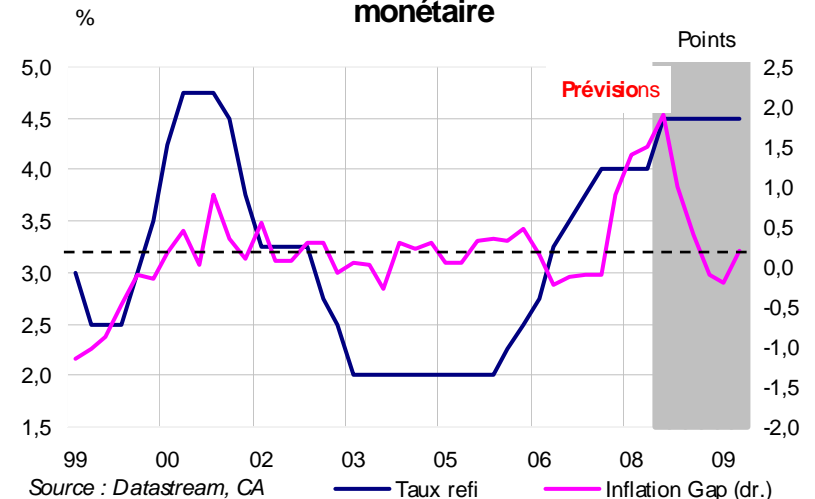
Quand il n'y a pas d'inflation ...c'est la croissance qui compte (cf. graph. gauche).

Quand il y a de l'inflation ...c'est l'inflation qui compte (cf. graph. droite).

Zone euro: Output gap et politique monétaire



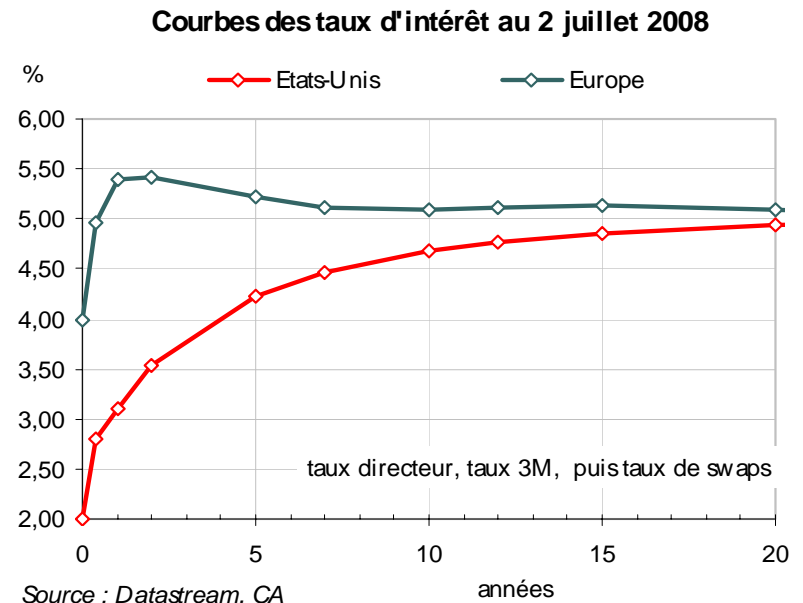
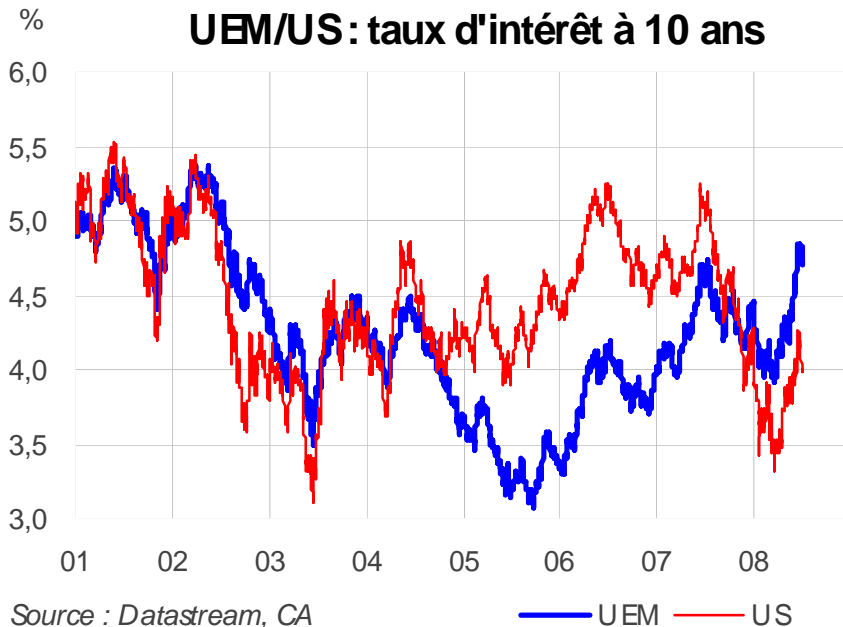
Zone euro: Inflation gap et politique monétaire



## 5.3. Taux: inversion de la courbe des taux en zone euro

Les marchés obligataires ont « pricé » le freinage de la croissance au plus fort de la crise mais n'achètent pas aujourd'hui totalement l'idée du retour de l'inflation. Nos prévisions fin 2008 : taux 10 ans à 4,25% aux US; 4,60% en zone euro.

Les anticipations de hausses de taux, visibles sur la partie courte, limitent la repentification des courbes de taux (USA) ou conduisent à une inversion (Europe). Selon nous, un excès qui va se corriger (USA surtout).

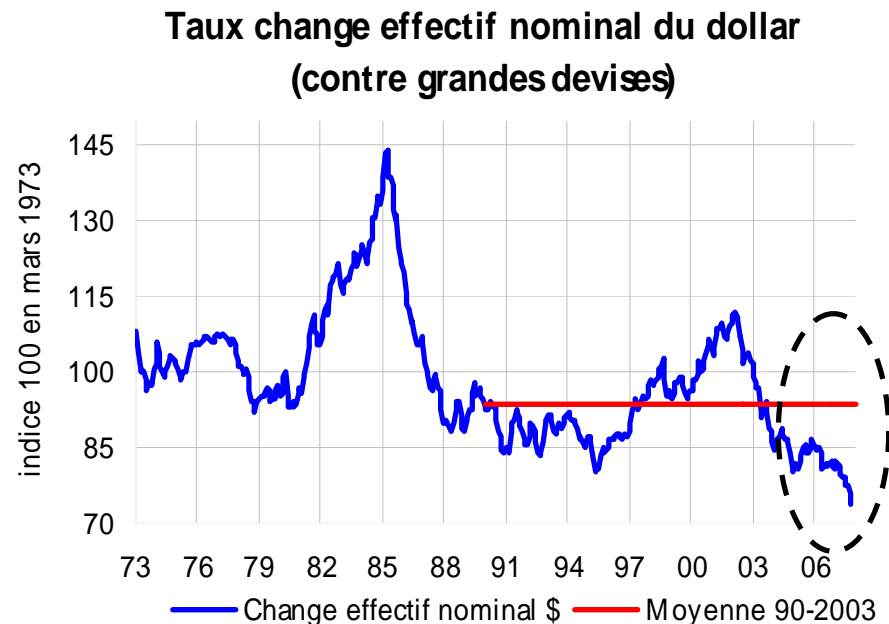


## 5.3. Change: vers un raffermissement du dollar

Vers un raffermissement du dollar : rééquilibrage des croissances relatives et des différentiels de taux anticipés + changement d'attitude des autorités politiques américaines vis-à-vis du dollar faible.

Changement d'attitude de la Fed sur la faiblesse du dollar : coûts en termes d'inflation importée supérieurs aux bénéfices attendus sur le commerce extérieur.

Les actifs dollar sont bon marché et donc attractifs.



Source : Fed, CA

# Scénario macro

	PIB (taux annuel)				Inflation (en moyenne)		
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
<b>Amériques</b>	2,6	2,0	1,9		3,1	4,1	3,2
<b>États-Unis</b>	2,2	1,7	1,4		2,9	4,0	2,7
<b>Europe</b>	3,3	2,6	2,4		3,2	3,9	2,6
<b>UEM</b>	2,6	1,8	1,4		2,1	3,4	2,1
<b>Allemagne</b>	2,6	2,2	1,4		2,3	2,9	1,7
<b>Espagne</b>	3,8	1,7	1,6		2,8	4,4	3,0
<b>France</b>	2,1	1,9	1,6		1,5	3,0	2,0
<b>Italie</b>	1,5	0,7	1,0		2,0	3,6	2,5
<b>Royaume-Uni</b>	3,0	1,8	2,0		2,3	3,3	2,2
<b>Asie-Pacifique</b>	7,7	6,9	6,7		4,1	3,7	3,2
<b>Japon</b>	2,1	1,5	1,6		0,0	1,4	1,3
<b>Chine</b>	11,4	10,0	9,5		6,5	4,0	3,0
<b>Inde</b>	8,7	8,0	8,5		3,8	5,0	5,0
<b>Afrique et Moyen-Orient</b>	6,0	6,4	6,1		7,7	6,8	6,0
<b>Total</b>	4,9	4,2	4,0		3,7	4,0	3,1

\* calcul sur PIB PPA (source: FMI)

# Scénario financier

Taux d'intérêt		2008					2009				
		T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
<b>États-Unis</b>											
	Taux objectif des Fed Funds	2,25	2,00	2,00	2,00	2,06	2,00	2,50	3,50	3,50	2,88
	Eurodollar 3 mois	2,82	2,81	2,60	2,50	2,68	2,60	2,90	3,75	3,75	3,25
	Taux 10 ans	3,46	4,14	4,25	4,25	4,03	4,40	4,50	4,60	4,70	4,55
<b>UEM</b>											
	Taux de refinancement	4,00	4,00	4,50	4,50	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
	Euribor 3 mois	4,73	4,96	5,00	4,85	4,88	4,80	4,80	4,80	4,80	4,80
	Taux 10 ans OAT	4,05	4,74	4,50	4,60	4,47	4,60	4,70	4,70	4,75	4,69
<b>Royaume-Uni</b>											
	Taux de base	5,25	5,00	5,00	5,00	5,06	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
	Libor 3 mois	6,01	5,93	5,80	5,60	5,83	5,40	5,30	5,30	5,30	5,33
	Taux 10 ans	4,39	5,21	5,20	5,20	5,00	5,10	5,00	5,00	4,90	5,00
<b>Japon</b>											
	Taux directeur	0,50	0,50	0,50	0,75	0,56	0,75	1,00	1,00	1,00	0,94
	Taux interbancaire 3 mois	0,84	0,84	0,88	1,05	0,90	1,10	1,25	1,25	1,25	1,21
	Taux 10 ans	1,28	1,70	1,75	1,80	1,63	1,85	1,90	2,00	2,00	1,94
Taux de change		T1	T2	T3	T4	moy.	T1	T2	T3	T4	moy.
1 euro =	... \$	1,58	1,56	1,52	1,45	1,53	1,43	1,41	1,40	1,38	1,41
	... ¥	158	168	164	160	163	160	158	161	163	160
	... £	0,80	0,79	0,81	0,79	0,80	0,78	0,77	0,77	0,77	0,77
	... CHF	1,58	1,62	1,60	1,60	1,60	1,59	1,58	1,58	1,58	1,58
1 \$ =	... ¥	99,9	107,8	108,0	110,0	106,4	112,0	112,0	115,0	118,0	114,3
	... RMB	7,01	6,87	6,80	6,70	6,85	6,60	6,50	6,40	6,30	6,45
1 £ =	... \$	1,99	1,97	1,89	1,83	1,92	1,83	1,83	1,83	1,80	1,82

Note : Tous les chiffres sont des niveaux de fin de période.