

endurance(s)

Lettre d'information de



Coe-Rexecode

www.coe-rexecode.fr

Perspectives 2009 : une croissance durablement ralentie

Les derniers chiffres disponibles confirment la poursuite du ralentissement de l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, la croissance a finalement été honorable au deuxième trimestre (+3,3 % en rythme annualisé), grâce aux allègements fiscaux intervenus pour les ménages au printemps dernier et au dynamisme des exportations. Cependant, la seconde partie de l'année 2008 ne serait guère brillante, l'indicateur Coe-Rexecode d'entrée et de sortie de récession suggérant même que l'économie américaine est entrée en récession cet été. L'Europe n'est pas épargnée par le ralentissement économique, le PIB de la zone euro s'étant même contracté au deuxième trimestre. Les enquêtes de conjoncture suggèrent qu'au-delà des aléas, la croissance reste très légèrement positive. La principale question porte sur les développements à venir dans les pays émergents. Ces derniers ont, pour le moment, plutôt bien résisté au ralentissement des économies développées. Mais le tassement des prix des matières premières, les effets retardés du durcissement de leur politique monétaire dans plusieurs pays et une réduction des débouchés à l'exportation risquent de se traduire aussi par une modération de la croissance des économies émergentes.



**Plus d'un an
après son déclenchement,
la crise financière persiste »**

Des freins persistants

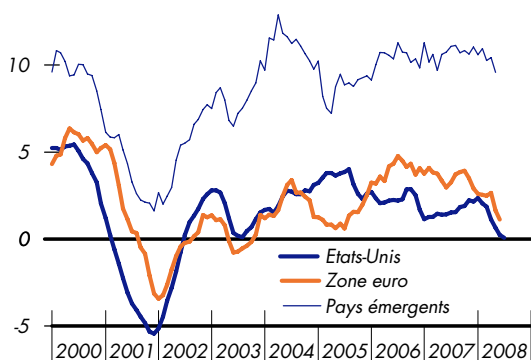
Plus d'un an après son déclenchement, la crise financière est entrée dans une phase aigüe mi-septembre. Les autorités américaines, en optant pour la création d'une structure de défaillance, cherchent à ramener la confiance sur les marchés financiers. Il faut néanmoins s'attendre à un durcissement des conditions de crédit. La restauration d'une situation assainie des comptes des établissements financiers risque d'ailleurs de prendre du temps. Si, outre-Atlantique, l'immobilier résidentiel semble donner des signes de stabilisation après être tombé à des niveaux historiquement très bas, en termes de mises en chantier et de prix des logements, un net rebond paraît difficilement envisageable à court terme compte tenu des obstacles que vont rencontrer les ménages pour s'endetter. Seules bonnes nouvelles, la détente des prix du pétrole va redonner du pouvoir d'achat aux consommateurs, tandis que l'affaiblissement de l'euro devrait se traduire, avec un certain délai, par une atténuation des pertes de parts de marché de la zone.

Alain Henriot

Tél. 01 53 89 20 80 - ahenriot@coe-rexecode.fr

Production industrielle

15 *Glissement annuel en % (moyenne mobile sur 3 mois)*



Source : Teleco, calculs Coe-Rexecode

Bloc-notes

**Colloque à la CCIP,
sur le thème « Grenelle
de l'environnement :
enjeux et impacts
économiques »,
le 30 septembre 2008
à 17 heures,
avec la collaboration
de Coe-Rexecode.**

110 500
logements
invendus
en juin 2008

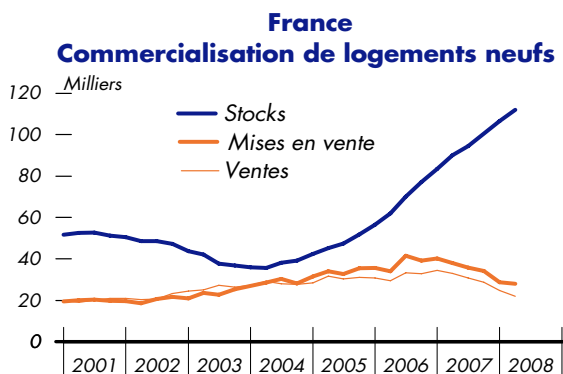
Le taux de refus
des prêts
immobiliers
a été multiplié
par trois
en un an et demi

+ 4,2 % :
hausse des prix
des logements anciens,
France entière,
sur un an, au premier
trimestre 2008

Immobilier résidentiel : pas de crash... mais un atterrissage forcé

Enclenché depuis plusieurs trimestres, le freinage du marché immobilier résidentiel français s'est confirmé au cours de l'été. Bien qu'assez sévère, cette contraction ne s'apparente toutefois pas à l'éclatement de la bulle immobilière des années 1990. Elle n'aura sans doute pas non plus l'ampleur constatée au Royaume-Uni, aux Etats-Unis ou en Espagne, des marchés aux fondamentaux structurels beaucoup moins solides.

Les signaux de correction à la baisse du marché résidentiel français ont continué de s'accumuler au cours des derniers mois. Sur le trimestre de mai à juillet, les mises en chantier s'inscrivaient en repli de 12 % sur un an et les dépôts de permis reculaient de 20 %. Au deuxième trimestre 2008, les ventes de logements neufs se sont contractées de près de 34 % par rapport à il y a un an, période durant laquelle le niveau des ventes était, il est vrai, très élevé. De fait, les stocks ont continué de s'étoffer pour atteindre un point haut à la fin du premier semestre 2008.



Toutefois, parmi les stocks d'invendus, seulement 3,4 % sont des logements achevés, le solde étant constitué de produits en cours de construction (45,2 %) et surtout de logements encore sur plan (51,4 %). Néanmoins, les délais de commercialisation continuent de s'allonger. En un an, ils ont quasiment doublé, passant de 8,5 mois à 15 mois dans le logement individuel, un délai encore inférieur au pic enregistré au début des années 1990 (20 mois). S'agissant des prix, l'atterrissage est également confirmé par l'indice des Notaires du mois de mai qui signale, pour la première fois depuis 1999, une hausse inférieure à 5 % en glissement annuel en ce qui concerne les logements anciens en Ile-de-France. En revanche, à Paris, la hausse des prix des appartements demeure élevée. Elle atteignait 9,4 % en mai sur un an, soit le même rythme qu'il y a un an.

“ **Le niveau actuel du taux d'investissement en logement des ménages ne caractérise aucun excès »**

L'accumulation des signaux négatifs, dans un contexte international secoué par des crises immobilières, contribue à aviver, à tort, les craintes d'un effondrement du marché résidentiel en France. Le niveau actuel du taux d'investissement en logement des ménages ne traduit aucun excès et se situait, au deuxième trimestre 2008, à 4,4 % (contre 4,3 % en moyenne entre 1978 et 2007). En outre, la proportion de ménages propriétaires reste inférieure en France à la moyenne de l'OCDE et les pénuries de logements demeurent très importantes compte tenu des évolutions démographiques et des déficits de construction accumulés par le passé. La correction baissière des prix, qui devrait encore se poursuivre, ne répond ni à un dégonflement de bulle immobilière, ni à des surcapacités qu'il faut éponger, et encore moins à un défaut de solvabilité des ménages. A la différence des Etats-Unis, de l'Espagne ou du Royaume-Uni, l'endettement est majoritairement contracté à taux fixe (donc peu exposé, à court terme, au relèvement des taux d'intérêt) et reste octroyé sur des critères assez stricts (pas de marché *supprime*).

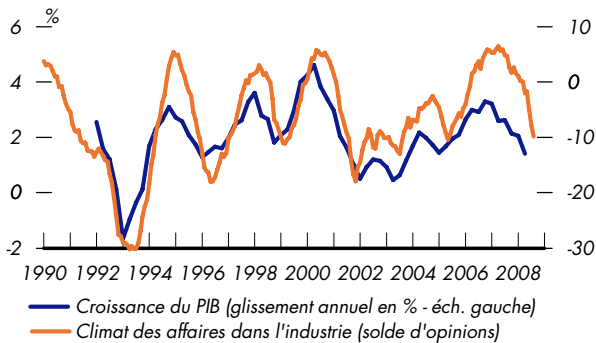
Un environnement conjoncturel et financier qui contribue à accélérer l'ajustement en cours

Mais le contexte conjoncturel et financier porte les ménages à la prudence, voire l'attentisme. Le rebond de l'inflation pèse sur le pouvoir d'achat tandis que la hausse des taux de crédit immobilier (+140 points de base entre 2006 et juin 2008) et le renforcement de la sélectivité des banques limitent leur capacité d'endettement. En juillet, le taux de refus des dossiers de prêts immobiliers atteignait environ 10 % contre 3 % début 2007. En dépit d'un besoin en logements toujours prégnant, le report des projets d'achat des ménages est aussi amplifié par l'attente d'une baisse des prix.

Zone euro : panne de croissance

Après une hausse de 0,7 % au premier trimestre 2008, le PIB s'est contracté de 0,2 % au deuxième trimestre. Pour partie, ce mauvais résultat est à mettre à l'actif de corrections d'aléas. Toutefois, la dégradation des enquêtes de conjoncture suggère que l'activité a fortement ralenti au cours des derniers mois.

Zone euro Croissance et climat des affaires dans l'industrie



Sources : Eurostat et Commission européenne

Le climat des affaires s'est dégradé aussi bien l'industrie que dans les services et la construction. Cependant, le niveau des enquêtes reste encore un peu supérieur à ce qui avait été observé lors du précédent creux cyclique, et assez sensiblement au-dessus du niveau atteint en 1990 lors de la précédente récession. L'indicateur de croissance sous-jacente de Coe-Rexecode s'établissait en août à 0,7 %, en nette décélération par rapport à fin 2007 (2 %).

Peu de réaction du côté des politiques économiques

Dans un contexte marqué par un choc inflationniste lié aux prix de l'énergie et des produits alimentaires, un retournement du marché immobilier, une appréciation de l'euro et une crise financière qui n'épargne pas les établissements bancaires de la zone euro, cette évolution n'est pas étonnante. Si elle se confirme, la détente des prix du pétrole depuis le mois de juillet et de certains cours de matières premières alimentaires et industrielles, ainsi que la dépréciation de l'euro contre le dollar, vont progressivement constituer des éléments de soutien à l'activité. Mais cela devrait être insuffisant pour éviter la poursuite d'une croissance très ralentie. La persistance de la crise financière risque de se traduire par un durcissement prolongé des conditions de crédit, ce qui pourrait retarder un redémarrage de la construction résidentielle et accroître les difficultés de financement des entreprises. Par ailleurs, du côté de la politique économique, la BCE devrait attendre que les perspectives de modération de l'inflation se confirment vraiment avant d'agir. La politique monétaire ne devrait donc pas contribuer à soutenir l'activité dans les mois qui viennent.

Alain Henriot

Tél. 01 53 89 20 80 - ahenriot@coe-rexecode.fr

Prix du pétrole : un reflux à 100 dollars !

Après un point haut début juillet à plus de 145 dollars, les cours du baril de pétrole ont brutalement reflué, d'environ 30 % en à peine deux mois pour le Brent de mer du Nord. Les raisons de la baisse sont certes multiples, mais c'est avant tout la rapidité et l'ampleur du retournement qui étonnent.

Proche de 100 dollars le baril début septembre (+31% sur un an), malgré une forte baisse, le prix du pétrole correspond à peine au niveau de mars dernier. Si plusieurs facteurs d'offre et de demande permettent *a posteriori* de rendre compte de la correction à la baisse des cours, en revanche expliquer la rapidité du retournement paraît aussi délicat que d'éclairer les raisons de l'impressionnante hausse du premier semestre.

Cours du pétrole brut en dollar (Brent)



Source : Teleco

Certes la production a atteint un plus haut au niveau mondial en juillet, mais qui correspond à une hausse de 0,7 % relativement à la production de janvier dernier. Par ailleurs, si la croissance économique mondiale rend nécessaire une consommation de pétrole toujours plus importante, une moindre progression de la demande mondiale était déjà observable dès le début 2008, en particulier dans les pays de l'OCDE, phénomène amplifié peu à peu avec la hausse des cours. Avec un moral des entreprises et des ménages américains en berne, les Etats-Unis à eux seuls consommaient en juillet dernier près de 600 000 b/j (barils par jour) de moins qu'en juillet 2007. La demande mondiale pour 2008 devrait ainsi s'accroître de seulement 0,8 % (690 000 b/j) suivant la nouvelle révision de l'Agence Internationale de l'Énergie.

Reste alors l'interprétation faite par les marchés des fondamentaux pétroliers. De ce point de vue, l'accumulation de nouveaux indicateurs économiques négatifs semble avoir joué un rôle majeur impliquant un retournement des anticipations de marché et, finalement, orientant les prix du pétrole à la baisse.

Olivier Reymondon

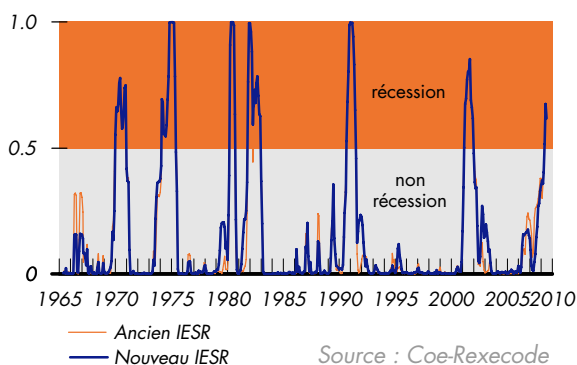
Tel. 01 53 89 20 81 - oreymondon@coe-rexecode.fr

Indicateurs cycliques

Les Etats-Unis en récession d'après l'indicateur IESR

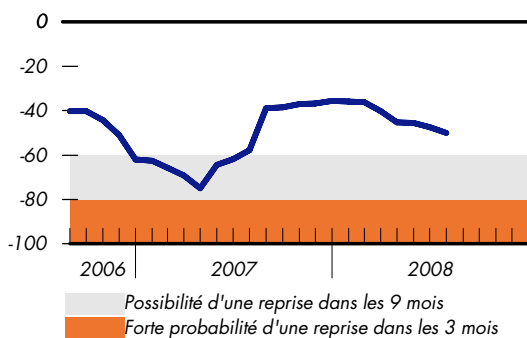
En juillet 2008, l'indicateur mensuel d'entrée et sortie de récession IESR s'établit à 0,62 après avoir atteint 0,52 en mai puis 0,68 en juin. Se trouvant depuis trois mois au-dessus du seuil de 0,50, le modèle probabiliste signalerait donc un changement de régime, autrement dit une entrée en récession. Notons que le signal était en moyenne retardé de 2 mois sur les six dernières récessions (depuis 1965) mais avait coïncidé avec la dernière entrée en récession en mars 2001. L'indicateur a été récemment modifié, remplaçant la série des offres d'emploi dans les journaux, qui n'est plus publiée depuis juin, par la série de la consommation des ménages en volume. Le graphique suivant, comparant l'ancien et le nouvel indice depuis 1965, montre clairement que cette modification n'a pas entamé la performance de l'indicateur.

Etats-Unis
Indicateur d'entrée et sortie de récession (IESR)



L'indicateur avancé de retournement conjoncturel n'anticipe encore aucune sortie du ralentissement économique actuel même s'il se rapproche un peu du premier seuil de -60 qui, une fois franchi, donnerait une possibilité de reprise dans les neuf mois (c'est-à-dire un retour de la croissance au-dessus de la croissance tendancielle).

Etats-Unis
Indicateur avancé de retournement conjoncturel
Recherche du prochain creux cyclique



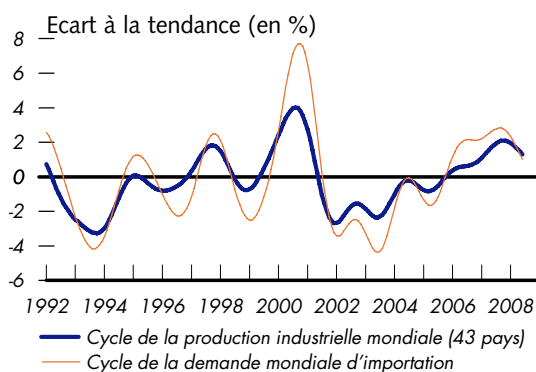
Jacques Anas
01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr

Indicateur du mois

Retournement cyclique du commerce mondial

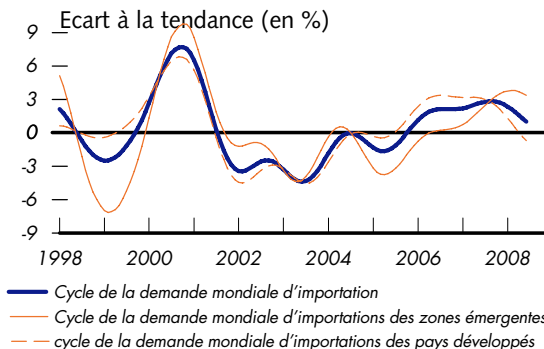
Coe-Rexecode calcule et diffuse chaque mois un indicateur retraçant l'évolution de la demande mondiale d'importations en volume. Son cycle est parfaitement corrélé au cycle de la production industrielle mondiale (calculé sur 46 pays). L'écart moyen de la production industrielle par rapport à sa tendance atteint 1,7% depuis 1992 alors qu'il s'élève à 2,7% pour le commerce international, plus volatil par nature. Les points de retournement cycliques coïncident à 1 mois près. Le dernier retournement baissier commun aux deux cycles peut être daté à octobre 2007, date qui pourrait être retenue comme le début du ralentissement économique mondial actuel.

Cycles comparés de la production industrielle mondiale et du commerce international



Sur le passé, les retournements cycliques dans les pays développés et dans les zones émergentes coïncident, même si les amplitudes cycliques peuvent différer. Le scénario actuel est différent. Le retournement cyclique à la baisse s'est effectué en deux temps dans les pays développés, d'abord en juillet 2006 sous l'impulsion du ralentissement américain, puis à partir de septembre 2007 dans l'ensemble des pays développés en raison principalement de la transmission à l'Europe. Le retournement cyclique des pays émergents vient seulement d'apparaître en mars 2008 sans que l'on sache encore quelle en sera son intensité. En tout cas, la thèse du décalage est en voie de se substituer à celle du découplage.

Cycles de la demande mondiale d'importations des pays développés et des pays émergents



Jacques Anas
01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr