

## LES PARADOXES D'UNE ÉCONOMIE GLOBALISÉE

⌘ Qui aurait pensé, fin 2007, que l'on puisse avoir une quasi-récession aux États-Unis, un ralentissement très brutal de l'activité en Europe et au Japon et, dans le même temps, une montée des risques inflationnistes telle que les marchés anticipent un durcissement des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique ?

⌘ Cette situation a priori paradoxale trouve naturellement sa source dans la montée imprévue des prix des produits alimentaires puis dans celle du prix du pétrole, proprement vertigineuse en l'absence de chocs d'offre significatifs. Néanmoins, il convient sans doute d'aller plus loin dans l'analyse.

⌘ En fait, malgré la crise immobilière qui, après les États-Unis, gagne plusieurs pays européens, et la crise financière, l'économie mondiale, toujours tirée par les pays émergents, butte désormais sur la rareté d'un facteur de production : les produits de base (pétrole, acier, produits alimentaires...). Elle est, de ce fait, condamnée à ralentir davantage à court terme. Soit cette inflexion, inéluctable, se fera par l'inflation, soit par le durcissement des politiques monétaires ; en outre, avec la globalisation, la voie choisie par les uns influera sur les autres.

⌘ Ainsi, plus les pays émergents resserreront leurs politiques monétaires et laisseront leurs devises s'apprécier, moins les produits pétroliers y seront subventionnés, et moins les pressions inflationnistes seront prégnantes dans le monde. Toutefois, force est de reconnaître que, à cet égard, les mesures prises sont encore d'ampleur limitée.

⌘ Aussi les prochains mois seront-ils ceux de tous les dangers. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans l'UEM, la position des banquiers centraux est la plus inconfortable qu'il soit. La croissance fléchit nettement et l'inflation hors produits alimentaires et énergie demeure maîtrisée. Mais si, comme on peut le craindre, les prix des produits de base ne fléchissent pas à brève échéance et si leur hausse récente se diffuse en aval du processus de production, la probabilité de voir les anticipations inflationnistes, déjà en hausse, s'ancre durablement à un niveau élevé sera forte. Avec, dans ce cas, une montée des taux longs, pénalisante pour l'activité, et un coût important en termes de croissance pour revenir ensuite aux taux d'inflation cible.

⌘ Conclusion pour les banques centrales des pays développés : tenter d'infléchir les politiques monétaires et de change des pays émergents et, dans l'immédiat, conduire une politique monétaire préventive centrée sur la stabilisation des anticipations, sans en faire trop, tout en étant crédible... Toute la question est de savoir si, au-delà du discours mettant le risque inflationniste en exergue, les banques centrales se doivent de passer à l'acte, de relever à brève échéance leurs taux directeurs afin d'affirmer leur détermination.

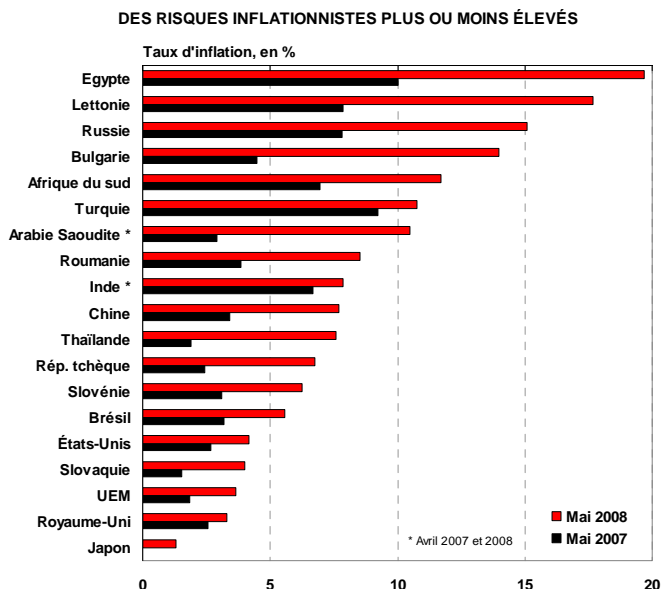
⌘ Dans notre scénario central qui intègre un léger tassement du prix du pétrole à partir des niveaux record de cet été, tel n'est pas le cas. Les taux directeurs des principaux pays seraient stabilisés, à court terme, à respectivement 2 %, 0,75 %, 5 % et 4,25 % aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans l'UEM. Cependant, les risques inflationnistes apparaissent plus ou moins marqués selon les pays. Les risques de voir se matérialiser des « effets de second tour » sont sans doute limités aux États-Unis et au Royaume-Uni, économies affectées de crises immobilières majeures et aux marchés du travail flexibles. Dans l'UEM, la dégradation de la conjoncture est plus récente et devrait être, globalement, moins marquée. De plus, le marché du travail y est moins flexible. Aussi n'est-il pas exclu que la BCE resserre davantage sa politique, après son geste du 3 juillet.

⌘ Ceci étant, plus le prix du pétrole et les taux d'intérêt seront élevés, et plus le ralentissement de l'économie mondiale sera marqué. La demande de produits de base réagissant à cet effet revenu et, peu à peu, aux signaux des prix, les tensions inflationnistes devraient, dans un second temps, s'atténuer fortement. Dans ces conditions, des anticipations de baisse des taux directeurs sont susceptibles de réapparaître en 2009. Dans un cas extrême, le risque de déflation pourrait, en fin de période, tenir le devant de la scène, une spirale récessive s'alimentant via les interactions entre économie réelle et sphère financière.

### Une accélération généralisée des prix, mais des risques inflationnistes plus ou moins marqués, à ce stade ...

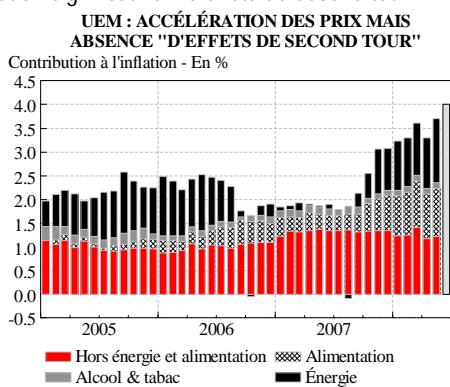
Dans tous les pays, la hausse des prix à la consommation est actuellement nettement plus forte qu'il y a un an. Dans de nombreux pays émergents, le taux d'inflation a passé la barre des 10 %. À l'origine de cette accélération des prix se trouve, naturellement, au premier chef, les prix des produits alimentaires et de l'énergie. Le facteur « produits alimentaires » est extrêmement important dans les pays émergents étant donné leur poids prépondérant dans les dépenses des ménages et, donc, dans l'indice des prix. Ainsi, en Égypte, leur pondération avoisine 55 % ; elle approche 30 % dans les pays émergents d'Asie alors qu'elle est légèrement inférieure à 15 % aux États-Unis où, en revanche, le poids du poste « énergie » est relativement important (près de 10 %).

Deux questions se posent aujourd'hui aux banques centrales. La première tient à la nature de l'accélération des prix observée actuellement : reflète-t-elle uniquement l'impact du choc « prix

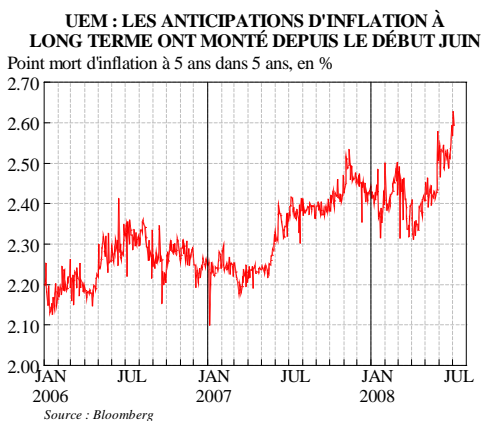


des produits de base » ? Ce dernier se traduira-t-il par une simple « marche d'escalier » dans les indices de prix ou par une montée durable des taux d'inflation *via* le jeu d'une spirale prix-salaires ?

Pour l'heure, seuls certains pays émergents connaissent véritablement des pressions inflationnistes internes (pays du Golfe, Russie, Ukraine, quelques pays d'Europe de l'Est tels les pays baltes...), par suite de politiques monétaires et/ou de change trop expansionnistes. À l'inverse, dans de nombreux pays émergents (Chine, Brésil, Pologne, République tchèque ...) et dans la quasi-totalité des pays développés, l'inflation hors alimentation et énergie reste maîtrisée (hausse des prix de 2,3 % sur un an en mai aux États-Unis et 1,7 % dans l'UEM) : il n'y a là, actuellement, pas de manifestation significative « d'effets de second tour ».



On observe néanmoins quelques signes préoccupants, dans l'UEM en particulier où le marché du travail demeure moins flexible qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, le salaire horaire y a augmenté de 3,7 % sur un an au 1<sup>er</sup> trimestre, contre 2,4 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2007. Cette accélération est notamment imputable à l'Allemagne, à partir d'un taux de croissance des salaires très bas, et à l'Espagne. Par ailleurs, depuis la fin mai, les anticipations d'inflation à long terme telles qu'elles peuvent être appréciées *via* les points morts d'inflation ont significativement monté.



En définitive, le risque d'effets de second tour et de perte de crédibilité des banques centrales ne peut être négligé. À cet égard, beaucoup dépend toutefois des évolutions du prix du pétrole alors que celles du prix des produits alimentaires devraient se stabiliser, hors aléa climatique défavorable.

### **Un prix du pétrole durablement très élevé, mais le point haut devrait être atteint cet été**

À très court terme, l'évolution du prix du pétrole constitue sans conteste le facteur majeur d'incertitude affectant les perspectives économiques mondiales.

Notre scénario central est fondé sur des hypothèses de prix du brut revues sensiblement à la hausse. Différents éléments

concordants jouent<sup>1</sup>. D'une part, des flux financiers viennent tirer à la hausse les cours à terme aux échéances longues : les investisseurs anticipent en effet la prévalence de fortes tensions entre l'offre de pétrole qui, à un horizon plus ou moins éloigné, est appelée à plafonner, et la demande qui, tirée à la hausse par la consommation des pays émergents, progresse tendanciellement de 1,5 % l'an. Sans compter les risques géopolitiques.

D'autre part, le marché physique est actuellement tendu, comme en atteste le niveau bas des stocks aux États-Unis, même si ces tensions ne justifient sans doute pas, à elles-seules, l'explosion des cours de ces derniers mois. Par ailleurs, en 2009, l'augmentation de l'offre ne devrait pas dépasser celle de la demande.

#### ÉQUILIBRE DU MARCHÉ PÉTROLIER

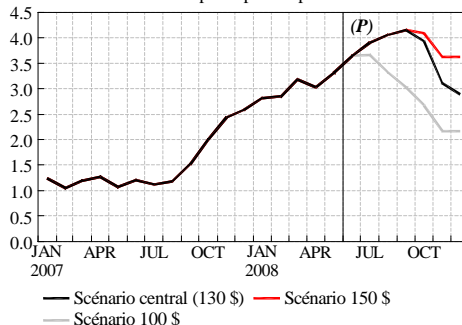
	2007	2008	2009
<b>DEMANDE (Mb/j)</b>			
OCDE	49,1	48,6	48,2
NON-OCDE	36,9	38,2	39,5
MONDE	86,0	86,8	87,7
<b>OFFRE (Mb/j)</b>			
NON-OPEP	49,6	49,6	50,2
OPEP – GNL	4,6	5,1	5,5
OPEP – BRUT	31,1	32,1	32,1
MONDE	85,5	86,9	87,7
<b>VARIATION DE STOCKS (Mb/j)</b>			
PRIX DU BARIL DE BRENT (\$)	72,61	123,50	128,25

Source : SG Commodities Research

Force toutefois est de reconnaître que les hypothèses retenues sont inévitablement affectées d'une marge d'incertitude importante, même s'il paraît, aujourd'hui, difficile d'envisager une correction brutale des cours à la baisse avant plusieurs mois. Or, ces hypothèses jouent un rôle majeur dans les projections à court terme de prix à la consommation et, donc, de pouvoir d'achat et de consommation, mais aussi d'orientation de politique monétaire. À titre indicatif, le graphique ci-dessous illustre les évolutions probables du taux d'inflation en France suivant trois hypothèses de prix du baril de Brent fin 2008. Dans le scénario central (prix du baril à 130 dollars au 4<sup>e</sup> trimestre 2008), l'inflation reviendrait de 4,2 % en septembre à moins de 3 % en décembre, la désinflation se poursuivant en 2009. En revanche, dans un scénario de risque (cours de 150 dollars le baril au 4<sup>e</sup> trimestre, voire au-delà), le taux d'inflation dépasserait encore 3,5 % en fin d'année, avec un impact possible sur les revalorisations salariales pour 2009.

#### FRANCE : LE TAUX D'INFLATION CONDITIONNÉ PAR L'ÉVOLUTION DU PRIX DU PÉTROLE

En % - Scénarios différenciés par le prix du pétrole fin 2008



### **Aux États-Unis, la fin d'année promet d'être très difficile**

Le diagnostic concernant les États-Unis n'a pas fondamentalement changé. Trois éléments méritent cependant attention :

<sup>1</sup> Cf. pour une analyse détaillée des prévisions 2008-2009 de prix des matières premières, du pétrole en particulier : *Commodities Review – Speculation under the microscope*, SG Commodities Research - Juin 2008

- La hausse plus forte qu'escompté du prix des produits pétroliers (prix record du gallon d'essence fin juin, à 4,095 dollars) érode le pouvoir d'achat des ménages, déjà pénalisé par la baisse de l'emploi (-438 000 au 1<sup>er</sup> semestre), et tire à la baisse les indices de confiance, revenus à leur niveau de la récession du début des années 1990 ;

- La crise financière perdure. Les marchés se sont à nouveau dégradés en juin, après la forte amélioration observée dans le sillage de la reprise de Bear Stearns par JP Morgan Chase, avec le concours déterminant de la Réserve fédérale. Le resserrement des conditions de crédit est, sans guère de doute, amené à s'amplifier au cours des prochains mois, ce qui pèsera, notamment, sur les ménages (cartes de crédit, autres crédits à la consommation, en particulier) ;

- Les chèques du Trésor (1 800 dollars pour un couple avec deux enfants), dont bénéficient la plupart des Américains dans le cadre du plan de soutien budgétaire, leur parviennent plus tôt qu'escompté de telle sorte que leur effet temporaire de stimulation de la consommation a commencé à se faire sentir dès mai<sup>2</sup>.

Les 106,7 Mds de dollars qui seront distribués en très peu de temps par le Trésor vont clairement dynamiser la consommation cet été. Toutefois, aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres, durant la "driving season", les dépenses en essence des Américains devraient augmenter d'un tiers par rapport à l'été 2007, soit un surcroît de dépenses supérieur à 70 Mds de dollars. En outre, dans le contexte financier actuel, les ménages pourraient être contraints de donner la priorité à la consolidation de leur endettement plutôt qu'à la consommation.

Quoi qu'il en soit, la fin d'année promet d'être particulièrement difficile dès lors que, dans le scénario retenu, le prix du pétrole restera très élevé, que l'emploi continuera de se contracter et que l'accès au crédit sera sélectif. D'où une baisse attendue de la consommation en volume au tournant des années 2008 et 2009 (hors adoption d'un nouveau plan de soutien budgétaire). Aussi avons-nous revu la croissance 2008 légèrement à la hausse, à 1,5 %, et la croissance 2009 à la baisse, à 0,8 %.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale devrait maintenir le taux objectif des fonds fédéraux à 2 % puis, sous réserve qu'une reprise progressive s'amorce effectivement dès le 2<sup>nd</sup> semestre 2009, entamer alors un cycle de resserrement monétaire.

### L'UEM entre choc pétrolier, montée de l'euro et crises immobilières

Pour l'UEM, c'est un peu, actuellement, « le pire des mondes » :

- Le choc pétrolier représente en 2008 un prélèvement majeur, incontournable, sur le revenu des agents résidents (1,2 point de PIB pour la France). En l'absence (Espagne exceptée) de soutien budgétaire, celui-ci sera inévitablement supporté en totalité par les ménages et les entreprises ;

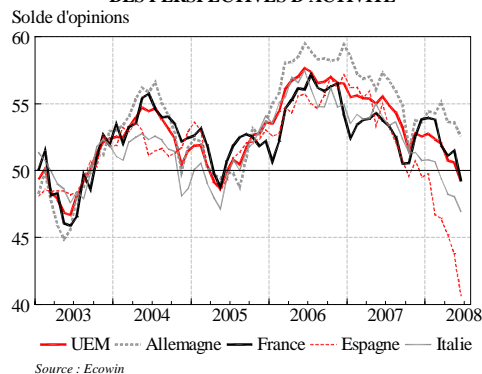
- La désynchronisation des politiques monétaires s'est traduite par une forte montée de l'euro, vis-à-vis notamment du dollar et de la livre, dont l'impact sur les exportations en volume se fait dorénavant pleinement sentir ;

- Après l'Irlande, la crise immobilière a gagné l'Espagne où elle prend une ampleur à l'image des excès passés en termes de constructions neuves. En France, le tassement du marché s'est clairement amorcé même si l'ampleur de la correction attendue

reste incertaine ; à partir du 2<sup>nd</sup> semestre 2008, l'investissement-logement commencera à fléchir. La montée des taux d'intérêt à court et à long terme, à la suite de la crise de liquidité affectant le marché interbancaire et de la montée des anticipations inflationnistes, conjuguée au resserrement des conditions de crédit ne peut qu'accélérer la correction des marchés immobiliers résidentiels.

Après un « bon » 1<sup>er</sup> trimestre (0,8 % par rapport au 4<sup>e</sup> trimestre), artificiellement tiré à la hausse par une performance exceptionnelle de l'Allemagne, le tassement de la croissance sera très net au 2<sup>e</sup> trimestre (0,1-0,2 %). Les dernières enquêtes de conjoncture se dégradent fortement ; ainsi les PMI manufacturier et services sont passés sous la barre des 50.

UEM : UNE DÉGRADATION BRUTALE  
DES PERSPECTIVES D'ACTIVITÉ



Les écarts entre les situations des différents pays de la zone continuent de se creuser : alors que l'Espagne (et l'Irlande) vont friser la récession aux 2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> trimestres, le ralentissement de la croissance reste, à ce stade, modéré en Allemagne grâce aux exportations et l'investissement productif (hors contrecoup des facteurs climatiques exceptionnels ayant porté la croissance à 1,5 % au 1<sup>er</sup> trimestre).

Sans nulle surprise, le Conseil des Gouverneurs a porté le taux minimum de refinancement de 4 % à 4,25 % lors de sa réunion du 3 juillet 2008. J.C. Trichet ayant, dans sa conférence de presse, mis en avant le fait que, en l'état, la politique monétaire de la BCE permettait d'atteindre son objectif de moyen terme d'inflation, les marchés ont revu à la baisse leurs anticipations de hausses supplémentaires des taux directeurs européens.

La BCE va toutefois se trouver confrontée, au cours des prochains mois, à un arbitrage de plus en plus délicat entre inflation et croissance à court terme :

- D'une part, le taux d'inflation de la zone euro, déjà à 4 % en juin, devrait encore augmenter d'ici septembre sur la base du scénario retenu de prix des produits pétroliers : la barre des 4,5 % pourrait être ponctuellement frôlée. D'où, pour éviter la matérialisation d'effets de second tour, la nécessité pour les ménages d'accepter les pertes de pouvoir d'achat associées à cette bouffée d'inflation, sans chercher, d'une façon illusoire, à les reporter sur les entreprises *via* des augmentations salariales ;

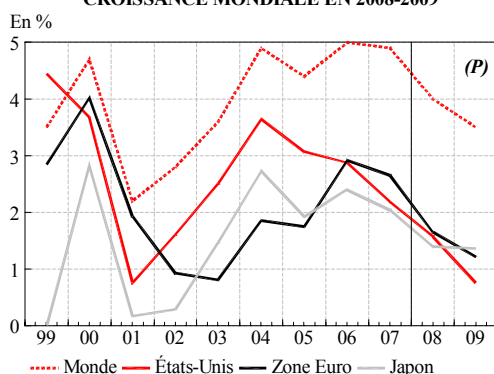
- D'autre part, la dégradation de la conjoncture va prendre une tournure préoccupante, dans certains pays en particulier, mais même l'Allemagne ne sera pas épargnée. D'où une dégradation du marché du travail et une baisse du taux d'utilisation des capacités de productions susceptibles de freiner les hausses de salaires et de peser sur les marges.

En définitive, hors baisse marquée et inattendue du prix du pétrole, la BCE devrait soit maintenir son taux *refi* à 4,25 % (notre scénario central), soit le relever à nouveau. En revanche, hors accélération significative des salaires, une détente de la politique monétaire pourrait être envisagée en 2009. **Hervé MONET – 01 42 14 88 16**

<sup>2</sup> Le Trésor a versé aux ménages 1,9 Mds de dollars en avril et 48,1 en mai. Leur revenu disponible a progressé de 5,3 % en termes réels en mai et la consommation en volume de 0,4 %, le taux d'épargne passant de 0,4 % en avril à 5 % en mai. Fin juin, l'essentiel des versements aura été effectué ; aussi, en juillet et août, le revenu des ménages corrigera-t-il à la baisse.

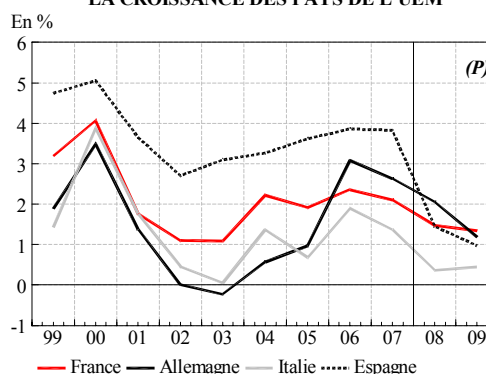
## TASSEMENT SENSIBLE DE LA CROISSANCE MONDIALE EN 2008-2009 ET PIC D'INFLATION EN 2008

**RALENTISSEMENT MARQUÉ DE LA CROISSANCE MONDIALE EN 2008-2009**



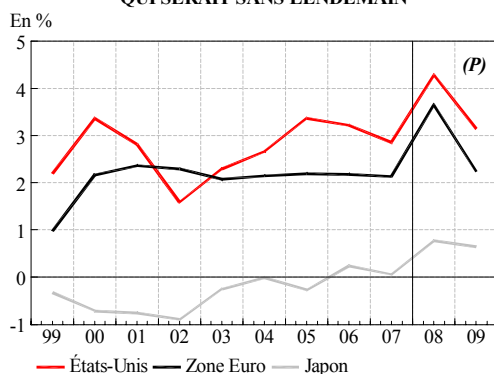
Sources : Datastream, prévisions SG

**CONVERGENCE VERS LE BAS DE LA CROISSANCE DES PAYS DE L'UEM**



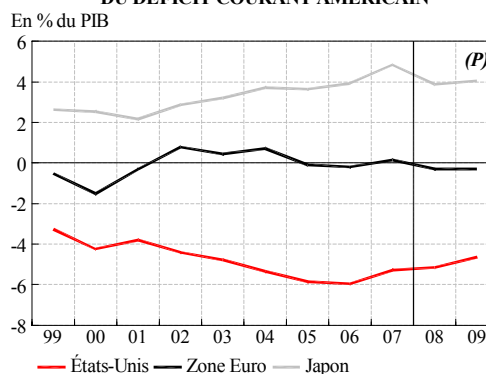
Sources : Datastream, prévisions SG

**UN PIC D'INFLATION EN 2008 QUI SERAIT SANS LENDEMAIN**



Sources : Datastream, prévisions SG

**UNE RÉDUCTION LIMITÉE DU DÉFICIT COURANT AMÉRICAIN**



Sources : Datastream, OCDE, Prévisions SG

### RALENTISSEMENT MARQUÉ DU COMMERCE MONDIAL EN 2008 (+6,8%) ET 2009 (+5,7%)

Structure géographique des exportations de marchandises en 2007 (%)

	États-Unis	Japon	Zone euro		Allemagne	France	Italie	Espagne	Roy-Uni
			hors intra	y.c. intra					
<b>Pays industrialisés</b>	<b>51,0</b>	<b>38,6</b>	<b>47,7</b>	<b>73,7</b>	<b>69,2</b>	<b>73,5</b>	<b>67,0</b>	<b>76,0</b>	<b>76,7</b>
États-Unis	-	20,4	13,1	6,6	7,6	6,3	6,8	4,4	14,5
Japon	5,4	-	2,3	1,2	1,4	1,5	1,2	0,8	1,8
Zone euro	15,6	10,9	-	49,7	42,5	50,4	43,8	57,6	50,5
Allemagne	4,3	3,2	-	11,7	-	15,2	12,9	11,1	11,3
France	2,4	1,2	-	9,3	9,7	-	11,5	19,4	8,1
Italie	1,2	0,9	-	5,9	6,8	9,1	-	8,8	4,0
Espagne	0,9	0,8	-	5,4	5,0	9,5	7,4	-	4,4
Royaume-Uni	4,3	2,3	15,4	7,7	7,3	8,3	5,8	7,8	-
<b>Pays émergents</b>	<b>49,0</b>	<b>61,4</b>	<b>52,3</b>	<b>26,3</b>	<b>30,8</b>	<b>26,5</b>	<b>33,0</b>	<b>24,0</b>	<b>23,3</b>
Europe de l'Est	2,3	3,3	24,9	12,6	17,0	8,2	14,9	8,4	6,3
Afrique	1,5	1,4	5,0	2,5	1,5	5,2	3,0	4,3	2,6
Amérique Latine	20,9	4,6	4,4	2,2	2,2	2,4	3,3	5,3	1,8
Proche et Moyen Orient	4,5	3,9	6,0	3,0	2,7	3,5	5,7	2,7	4,3
Chine + Hong-Kong	7,4	20,8	5,1	2,6	3,6	2,9	2,7	1,5	3,0
Autres Asie	12,3	27,5	6,9	3,5	3,9	4,4	3,4	1,9	5,4
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Importations (% en volume)

	2006	2007	2008	2009
<b>Pays industrialisés</b>	<b>6,0</b>	<b>6,6</b>	<b>4,1</b>	<b>2,8</b>
États-Unis	5,9	5,9	1,9	0,6
Japon	5,8	4,2	1,8	2,3
Zone euro	5,8	7,7	5,3	3,6
Allemagne	11,5	5,0	5,3	2,4
France	6,5	5,9	3,4	2,7
Italie	6,1	4,0	-0,5	2,1
Espagne	8,3	6,6	2,6	1,3
Royaume-Uni	6,9**	3,2**	1,4**	2,7**
<b>Pays émergents</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>10,9</b>	<b>9,7</b>
Europe de l'Est	14,9	16,6	13,7	11,8
Afrique	11,8	9,1	9,8	9,9
Amérique Latine	14,1	13,7	11,1	8,4
Proche et Moyen Orient	11,2	14,8	13,8	11,7
Chine + Hong-Kong	13,8	13,9	12,8	11,5
Autres Asie	10,8	7,0	6,5	6,5
<b>TOTAL</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>

Demande mondiale adressée en biens et services \* (%)

	2006	2007	2008	2009
États-Unis	9,4	9,9	10,0	8,7
Zone euro	8,7	8,9	9,8	7,6
Allemagne	7,3	7,3	7,9	5,8
Japon	6,2	6,3	6,5	4,6

Exportations de biens et services (volume - évolution en %)

	2006	2007	2008	2009
États-Unis	8,4	9,7	-	8,1
Zone euro	8,1	8,6	-	6,0
Allemagne	6,9	6,9	-	4,0
Japon	4,7	6,4	-	2,6

Soldes courants (en % du PIB)

	2006	2007	2008	2009
États-Unis	-6,0	3,9	-	-0,2
Zone euro	-5,3	4,8	-	0,2
Allemagne	-5,2	3,9	-	-0,3
Japon	-4,6	4,0	-	-0,3

\* La demande adressée aux pays industrialisés est calculée, pour chacun d'entre eux, en pondérant par la structure géographique de leurs exportations (partie principale du tableau) les rythmes de croissance des importations des différentes zones mondiales (partie de droite).

\*\* Hors impact de la fraude carousel à la TVA

	2006	2007	2008	2009	Poids dans le PIB mondial, 2007 (%)		PIB en mds \$ en 2007 (Taux de change courant)
					Parités de pouvoir d'achat *	Taux de change courant	
<b>PIB en volume (taux de croissance en %)</b>							
<b>Pays Industrialisés</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>51,9</b>	<b>70,6</b>	<b>37 177</b>
États-Unis	2,9	2,2	1,6	0,7	21,3	24,1	13 841
Japon	2,4	2,1	1,4	1,4	6,6	8,8	4 378
Zone euro	2,9	2,6	1,6	1,2	15,8	19,5	12 125
Allemagne	3,1	2,6	2,1	1,2	4,3	5,5	3 319
France	2,4	2,1	1,5	1,3	3,2	4,1	2 590
Italie	1,9	1,4	0,4	0,5	2,7	3,4	2 099
Espagne	3,9	3,8	1,4	1,0	2,1	2,3	1 437
Royaume-Uni	2,9	3,1	1,4	0,7	3,3	4,4	2 771
<b>Pays Émergents</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>48,1</b>	<b>29,4</b>	<b>17 060</b>
Europe de l'Est	7,1	6,7	5,7	4,9	8,3	5,0	3 590
Afrique	5,6	5,8	5,9	5,4	2,9	1,6	1 015
Amérique Latine	5,5	5,4	4,2	3,6	8,5	5,3	3 490
Proche et Moyen-Orient	6,3	5,6	6,5	6,2	4,1	2,4	1 505
Chine + Hong-Kong	11,3	11,5	9,3	8,7	11,6	5,7	3 448
Autres Asie	6,7	6,8	5,8	5,3	12,7	6,4	4 012
<b>Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>100</b>		
<b>Monde - Pondération taux de change courants</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>		<b>100</b>	<b>54 236</b>
<b>Indice des prix à la consommation (taux de croissance en %)</b>							
États-Unis	3,2	2,9	4,3	3,1			
Japon (IPC national)	0,2	0,1	0,8	0,6			
Japon (IPC hors produits frais)	0,1	0,0	0,6	0,5			
Zone euro	2,2	2,1	3,7	2,2			
Allemagne (IPCH)	1,6	2,4	3,3	2,2			
France (IPC)	1,7	1,5	3,4	2,1			
Italie (IPCH)	2,2	2,0	3,7	2,5			
Espagne (IPCH)	3,6	2,8	4,6	2,9			
Royaume-Uni (IPC, harmonisé)	2,3	2,3	3,5	2,3			
<b>Soldes courants (en % du PIB)</b>							
États-Unis	-6,0	-5,3	-5,2	-4,6			
Japon	3,9	4,8	3,9	4,0			
Zone euro	-0,2	0,2	-0,3	-0,3			
Allemagne	6,6	8,1	6,7	6,5			
France	-0,7	-1,2	-1,6	-1,7			
Italie	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4			
Espagne	-8,9	-10,1	-10,9	-10,0			
Royaume-Uni	-3,9	-4,3	-3,8	-3,8			
<b>Soldes des administrations publiques (en % du PIB)</b>							
États-Unis	-2,6	-3,0	-5,5	-5,2			
Japon **	-3,5	-3,0	-2,8	-2,7			
Zone euro	-1,3	-0,6	-1,1	-1,2			
Allemagne	-1,6	0,0	-0,5	-0,6			
France	-2,4	-2,7	-2,8	-2,9			
Italie	-3,4	-1,9	-2,5	-2,3			
Espagne	1,8	2,2	0,8	-0,1			
Royaume-Uni ***	-2,3	-2,5	-3,3	-3,1			

\* Les Parités de Pouvoir d'Achat sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays.

Le poids du PIB des différents pays dans le PIB mondial, exprimé en PPA, est basé sur les dernières estimations de la Banque Mondiale. Le poids des pays émergents, des ensembles "Chine+Hong-Kong" et "Autres Asie" en particulier, a été revu à la baisse tandis que le poids des pays industrialisés, des États-Unis et de la Zone Euro notamment, a été revu à la hausse. Ces modifications dans la pondération des différents pays ont entraîné une révision à la baisse substantielle du taux de croissance de l'économie mondiale au cours des dernières années.

\*\* Hors mesures exceptionnelles.

\*\*\* Année fiscale, a/a+1. Le déficit pour l'année fiscale 2007/08 s'établit à -2,5 % du PIB.

## TAUX D'INTÉRÊT

	2007	03/07/2008	sept 2008	déc 2008	juin 2009	déc 2009	2008	2009
<b>ÉTATS - UNIS</b>								
Taux objectif des Fed funds	5,05	2,00	2,00	2,00	2,00	2,75	2,30	2,20
EuroUSD 3 mois	5,26	2,80	2,70	2,50	2,15	2,90	2,85	2,40
Emprunts d'État à 10 ans	4,63	3,97	4,10	4,00	4,20	4,50	3,90	4,20
<b>JAPON</b>								
Taux d'intervention	0,47	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,50	0,65
Taux interbancaire 3 mois	0,73	0,86	0,80	0,80	0,95	0,95	0,85	0,90
Emprunts d'État à 10 ans	1,67	1,66	1,75	1,75	1,85	1,90	1,60	1,85
<b>ROYAUME - UNI</b>								
Bank rate	5,51	5,00	5,00	4,75	4,25	4,25	5,05	4,35
EuroGBP 3 mois	5,96	5,88	5,60	5,30	4,35	4,35	5,70	4,55
Emprunts d'État à 10 ans	5,00	5,04	5,20	5,00	4,60	4,70	4,90	4,70
<b>UEM</b>								
Taux de refinancement	3,84	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,10	4,25
Euribor 3 mois	4,25	4,93	4,90	4,80	4,50	4,40	4,75	4,50
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	4,23	4,57	4,50	4,40	4,20	4,30	4,30	4,25
France	4,29	4,76	4,60	4,50	4,30	4,40	4,40	4,35
Italie	4,46	5,04	4,85	4,75	4,55	4,65	4,70	4,60
Espagne	4,30	4,85	4,65	4,55	4,35	4,45	4,50	4,40

## COURS DE CHANGE

	2007	03/07/2008	sept 2008	déc 2008	juin 2009	déc 2009	2008	2009
EUR / USD	1,37	1,59	1,58	1,53	1,45	1,40	1,55	1,45
EUR / GBP	0,68	0,80	0,80	0,77	0,75	0,75	0,78	0,75
EUR / JPY	161	169	166	161	152	154	163	154
GBP / USD	2,00	1,98	1,98	1,99	1,93	1,87	1,98	1,93
USD / JPY	118	107	105	105	105	110	105	106

---

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale 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'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

© [2008] Société Générale, Tous droits réservés.

