



# Fiches Thématiques

*International*

# Conjoncture internationale

Dans le sillage de l'économie américaine et sous l'effet des resserrements monétaires survenus un peu partout dans le monde depuis plus d'un an, l'activité mondiale ralentirait graduellement début 2007. Le mouvement serait toutefois contenu, notamment parce que la croissance n'enregistrerait pas d'à-coup marqué aux États-Unis : un lent processus de normalisation de la situation sur le marché immobilier s'enclencherait et, surtout, la consommation resterait relativement résistante.

L'effritement de l'activité outre-Atlantique se ressentirait sur l'évolution du commerce mondial, qui déclinerait progressivement. Les pays d'Asie émergente continueraient de freiner leurs investissements, sachant que la Chine, sous l'effet d'une politique volontariste visant à freiner l'économie, verrait son activité industrielle ralentir.

Dans ce contexte un peu moins porteur, la demande s'infléchirait sur les marchés des matières premières, ce qui permettrait notamment aux cours pétroliers de se stabiliser aux alentours de 60 dollars le baril. Il en résulterait une poursuite du reflux de l'inflation dans la plupart des zones, qui favoriserait ainsi, toutes choses égales par ailleurs, la progression des dépenses des ménages. Néanmoins, en zone euro, le début de l'année 2007 sera marqué par le relèvement du taux de TVA en Allemagne : son effet se fera sentir, mécaniquement, sur les prix à la consommation, mais surtout sur les dépenses des ménages et, plus généralement, sur la dynamique intra-zone.

1



**L'effritement des perspectives d'activité, conjugué à l'effet des resserrements monétaires passés, suggère une poursuite de la modération de la croissance dans les pays industrialisés à l'horizon de la mi-2007**

Alors qu'il s'inscrivait sur une tendance baissière depuis le printemps dernier, l'indice PMI global dans le secteur des services est à nouveau orienté à la hausse cet automne. Mais parallèlement, les pers-

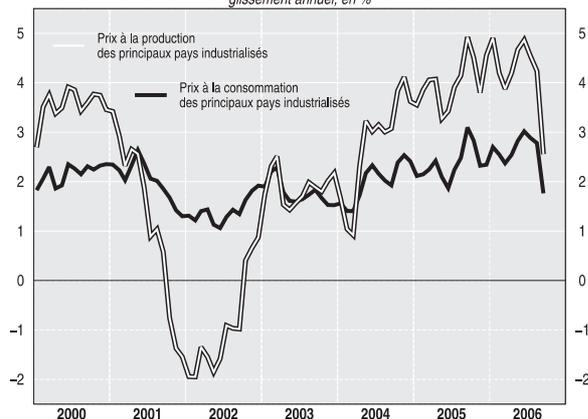
**TABLEAU 1 : ENSEMBLE DES PAYS INDUSTRIALISÉS : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS**

	Variations trimestrielles									Variations annuelles		
	2005		2006				2007			2005	2006	2007 acquis
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.				
PIB	0,8	0,5	1,1	0,7	0,5	0,5	0,4	0,5	2,5	3,0	1,6	
Consommation privée	0,8	0,3	0,8	0,5	0,4	0,7	0,3	0,5	2,5	2,4	1,5	
Consommation publique	0,7	0,0	0,9	0,2	0,6	0,2	0,4	0,4	1,3	1,9	1,2	
Investissement	1,5	0,5	1,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,6	4,9	4,1	1,4	
Exportations	1,8	2,1	3,7	1,5	0,9	1,6	1,5	1,5	6,1	9,0	4,7	
Importations	1,9	2,0	2,9	0,9	0,7	1,4	1,2	1,4	6,0	7,2	3,9	
<i>Contributions à la croissance</i>												
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,3	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	2,7	2,7	1,5	
Stocks	-0,1	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	
Extérieur	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	

Prévision  
Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

## ÉVOLUTION DES PRIX DANS LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

glissement annuel, en %



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs Insee

pectives globales d'activité dans l'industrie manufacturière se replient continuellement depuis cet été : cette détérioration des enquêtes suggère que la production industrielle mondiale pourrait ralentir dans les trimestres à venir, pour s'afficher en deçà de 6 % l'an (cf. graphique 1).

Dans ce contexte moins favorable, la croissance dans les principaux pays industrialisés poursuivrait son ralentissement, pour s'établir à 2 % l'an mi-2007 après avoir frôlé 3 % en 2006 (cf. tableau 1). Le mouvement serait commun à toutes les zones, quoique peu marqué au Royaume-Uni. Or parallèlement, si dans la plupart des pays d'Asie la dynamique resterait globalement allante, l'activité industrielle pourrait cependant progressivement s'essouffler en Chine, comme c'est déjà le cas ces derniers mois. Le PIB mondial ralentirait donc également.

Avec l'essoufflement de l'économie américaine, le commerce mondial fléchirait graduellement. Vu de la France, s'ajoute le ralentissement pour une part temporaire prévu pour l'Allemagne : la demande mondiale adressée à notre économie serait donc en décélération (cf. fiche « Échanges extérieurs »). Elle reviendrait à la fin de la période de prévision sur des rythmes de croissance légèrement en deçà de la moyenne de longue période.

Cet environnement moins porteur est à relier en partie aux resserrements monétaires passés. Suite aux relèvements de taux directeurs pratiqués par les banques centrales des pays industrialisés, les taux d'intérêt à court terme se sont en effet redressés tout au long de l'année. La pause opérée par la Réserve fédérale américaine en août dernier a toutefois tempéré ce mouvement sur la période récente. Parallèlement, les anticipations de croissance étant moins favorables et celles d'inflation plutôt rassurantes, notamment outre-Atlantique, les taux d'intérêt à long terme ont eu tendance à baisser depuis la fin de l'été. Les conditions de financement continuent toutefois globalement de se durcir dans l'ensemble des zones, à l'exception des États-Unis.

Les marchés anticipent que la Banque Centrale européenne procédera à de nouvelles hausses de taux directeurs d'ici le milieu de l'année prochaine (cf. fiche « Financement de l'économie »). La Banque d'Angleterre pourrait également poursuivre son cycle de relèvement, notamment si les prix de l'immobilier continuaient à se montrer dynamiques. Au Japon, il est possible que la faiblesse de l'indice des prix à la consommation, le ralentissement des crédits et le repli récent de la consommation conduisent la banque centrale à être prudente dans les mois à venir. Aux États-Unis, l'assombrissement des perspectives d'activité et le repli récent de l'inflation pourraient conduire la Réserve fédérale à baisser ses taux directeurs d'ici le printemps 2007. Enfin, dans plupart des pays d'Asie émergente, le relâchement des tensions inflationnistes a conduit les autorités monétaires à interrompre les relèvements de taux directeurs dès cet automne.

Alors que les anticipations de croissance se sont un peu détériorées, les cours boursiers sont restés encore globalement bien orientés. Parallèlement, en termes effectifs réels, l'euro et le dollar sont demeurés relativement stables. De son côté, la livre sterling s'est appréciée, tandis qu'à l'inverse, le yen a continué de se déprécier, quoiqu'à un rythme moins soutenu que l'année passée. L'hypothèse conventionnelle de stabilité des changes retenue dans cette note est de 1,30 pour le taux de change euro/dollar.

### La stabilisation des cours des matières premières permettrait un reflux de l'inflation d'ici le printemps prochain

Les prix des matières premières industrielles non énergétiques plafonnent depuis le printemps dernier. Le cours du baril de Brent a quant à lui connu un net mouvement de repli à partir du mois de septembre, pour s'afficher début décembre légèrement au-delà de 60 dollars. En dépit de l'arrivée de l'hiver, il devrait revenir aux alentours de 60 dollars en raison du ralentissement probable de la demande mondiale, conséquence directe de la modération de l'activité dans la plupart des pays (cf. fiche « Pétrole et matières premières »).

Dans ce contexte moins tendu, les prix à la production et à la consommation ont continué de refluer, à la faveur d'effets de base favorables sur les composantes énergétiques (cf. graphique 2). Tout en s'atténuant, ce phénomène commun à l'ensemble des zones perdurerait à l'horizon de la mi-2007. L'évolution de l'inflation sous-jacente serait en revanche plus différenciée suivant les pays. Ainsi, elle cesserait d'augmenter aux États-Unis avec l'arrêt du rattrapage des loyers fictifs et elle resterait basse au Japon. En zone euro, son profil serait essentiellement lié à l'effet de la hausse de la TVA allemande au premier trimestre de 2007 (cf. fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »). En Asie émergente enfin, l'augmentation des prix consécutive à l'envolée passée du prix du pétrole est en voie

**TABLEAU 2 : PIB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS**

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2005		2006				2007		2005	2006	2007 acquis
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
<b>Ensemble</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>
États-Unis	1,0	0,4	1,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	3,2	3,3	1,6
Japon	0,5	1,0	0,8	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	2,7	2,8	1,5
Royaume-Uni	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	1,9	2,6	2,0
Zone euro, dont :	0,6	0,4	0,8	1,0	0,5	0,7	0,2	0,4	1,4	2,7	1,5
Allemagne	0,5	0,3	0,8	1,1	0,6	0,7	0,0	0,4	1,1	2,7	1,4
Italie	0,3	0,0	0,8	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	1,8	0,9

■ Prévision  
Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

d'atténuation, d'autant qu'aucun effet de second tour n'apparaît manifeste.

### Vers un ralentissement modéré, mais généralisé, de l'activité à l'horizon de la mi-2007

Après avoir convergé au troisième trimestre de 2006, les rythmes d'activité dans les principales zones industrialisées ralentiraient de concert (cf. *tableau 2*). Le resserrement des écarts de croissance s'opérerait via la demande des ménages, sachant que l'investissement non résidentiel (ou en construction) jouerait un rôle relativement important.

Plus précisément, c'est aux États-Unis que la modération de la croissance serait la plus importante, car liée à la détérioration de la situation du marché immobilier (cf. *fiche « Principaux pays partenaires de la zone euro »*). Pour autant, la consommation des ménages y resterait relativement résistante, car toujours portée par des revenus salariaux confortables. Après un début d'année 2006 particulièrement dynamique, le Japon connaîtrait également un ralentissement relativement marqué. Outre la décélération du commerce mondial, l'économie nipponne subirait aussi un ajustement de l'investissement des entreprises que le fléchissement du crédit ces derniers mois laisse anticiper un peu durable. En zone euro, la dynamique des fondamentaux - emploi et salaires réels notamment - serait bien orientée quoiqu'encore timide (cf. *fiche « Conjoncture dans la zone euro »*). Mais c'est la remontée de la TVA outre-Rhin qui dicterait le profil assez chahuté de l'activité, avec un rebond fin 2006 lié aux achats anticipés des ménages allemands, suivi d'une correction mécanique à la baisse en début d'année prochaine. Finalement, au sein des pays industrialisés, l'économie britannique se montrerait la plus résistante, puisqu'elle ne serait encore que très marginalement affectée par les récents ressernements monétaires.

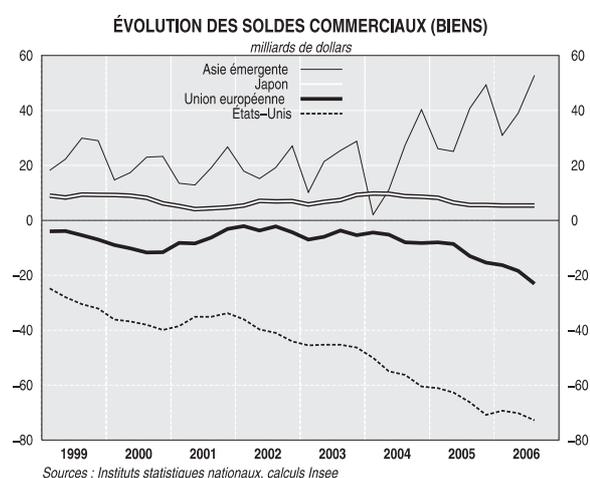
Parallèlement, l'économie chinoise donnerait quelques signes de ralentissement. Le glissement annuel de la production industrielle s'est déjà établi à moins de 15 % au mois de septembre alors qu'il s'élevait en

moyenne à plus de +16 % au troisième trimestre de 2006. Dans le même temps, l'investissement en capital fixe des entreprises chinoises s'est progressivement infléchi. Ce ralentissement laisse à penser que les mesures prises par le gouvernement chinois pour freiner l'activité économique, et notamment l'investissement des entreprises, commenceraient à porter leurs fruits. En outre, les échanges extérieurs chinois seraient pénalisés à l'avenir par le tassement de l'activité aux États-Unis.

Dans le reste de la zone Asie, après avoir légèrement ralenti au printemps, le glissement annuel du PIB se stabiliserait autour de +5,0 % au troisième trimestre de 2006. L'activité industrielle y resterait encore soutenue à l'horizon de la fin de l'année, comme le suggère la progression des indicateurs conjoncturels avancés en Corée et à Taiwan ces derniers mois. Elle serait toutefois affectée début 2007 par le ralentissement conjugué des économies chinoise et américaine.

Le fléchissement de l'activité aux États-Unis n'étant que graduel, les déséquilibres mondiaux resteraient patents à l'horizon de la mi-2007. L'Asie émergente pourrait toutefois dégager des surplus commerciaux un peu moins spectaculaires que dans le passé récent (cf. *graphique 3*).

3



**Le principal aléa à la baisse entourant ce scénario réside dans un ralentissement plus abrupt de l'économie américaine et d'un effet de contagion au reste du monde plus marqué.**

L'évolution du cours du baril de pétrole demeure comme à l'accoutumée incertaine. La nouvelle baisse de la production de l'Opep qui pourrait intervenir d'ici la fin 2006, conjuguée à l'arrivée de l'hiver, pourrait faire repartir les prix à la hausse. Inversement, le fléchissement de la croissance mondiale serait de nature à favoriser une détente des cours en deçà des 60 dollars envisagés.

Mais c'est surtout le ralentissement des États-Unis et son impact sur les autres zones qui constitue le principal aléa entourant ce scénario de prévision.

Les ménages américains pourraient réagir davantage que prévu à la détérioration du marché immobilier, en ajustant leur taux d'épargne à la hausse. En outre, les effets de contagion aux pays exportant massivement outre-Atlantique, et notamment l'Asie, pourraient s'avérer plus rapides et plus amples qu'anticipé. À l'inverse, le repli des prix du pétrole et la baisse des taux d'intérêt à long terme qu'il a favorisée pourraient exercer un effet stabilisant plus fort que prévu et permettre un redécollage de la croissance mondiale dès le printemps prochain.

Enfin, la poursuite du mouvement de dépréciation du dollar enregistré à la fin novembre-début décembre constitue un aléa important de la prévision : neutre en lui-même sur la croissance mondiale, il favoriserait la croissance américaine et entraverait le mouvement de rééquilibrage de la croissance au profit du reste du monde, et notamment de l'Europe. ■

# Principaux pays partenaires de la zone euro

Par rapport à l'hiver 2005-2006, les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni verraient leur activité ralentir à l'horizon de la mi-2007. Outre-Atlantique, l'origine de ce mouvement, déjà entamé, est à rechercher dans la brusque dégradation de la situation sur le marché immobilier. Le tassement de la croissance attendu outre-Manche est de son côté à relier aux premiers effets des resserrements monétaires opérés par la Banque d'Angleterre depuis le mois d'août dernier. Quant à la modération du rythme d'activité nipponne, elle tiendrait surtout à un retour de l'investissement des entreprises sur des évolutions plus en ligne avec la croissance des débouchés.

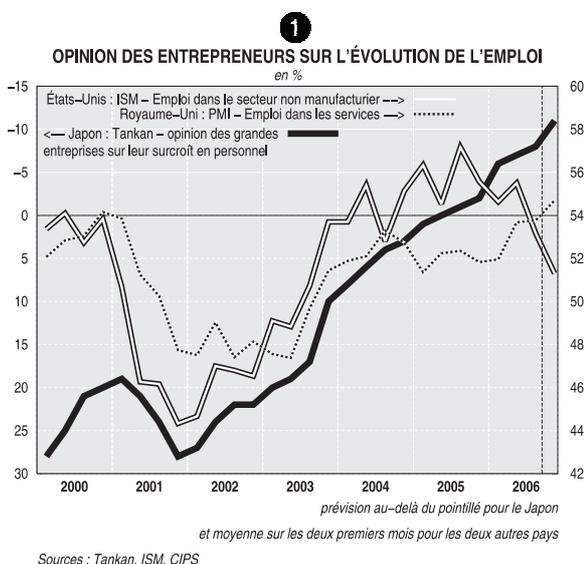
Pénalisés par un environnement international moins porteur qu'en début d'année, les trois pays verraient leurs échanges extérieurs faiblir dans les trimestres à venir. L'infléchissement de leurs rythmes d'activité serait toutefois amorti par la résistance de la consommation des ménages, cette dernière bénéficiant de la dynamique assez favorable des marchés du travail.

Dans ce contexte, les acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre de 2007 s'afficheraient à +1,6 % aux États-Unis (après +3,3 % en moyenne annuelle sur 2006), +2,0 % au Royaume-Uni (contre +2,6 % de croissance l'an passé) et +1,5 % au Japon (après +2,8 % en 2006).

Ces projections sont comme à l'accoutumée entourées d'aléas, le principal ayant sans doute trait à l'économie américaine. Il n'est en effet pas exclu que le scénario de sortie de crise envisagé sur le marché immobilier, bien que fondé sur les indicateurs récents, s'avère a posteriori trop optimiste. Un tel phénomène serait d'autant plus dommageable qu'il pourrait pénaliser la progression de la consommation des ménages. Inversement, le ralentissement attendu de l'investissement des entreprises pourrait s'avérer moins prononcé qu'anticipé, notamment si les perspectives de débouchés extérieurs étaient meilleures que prévu.

## Des conditions sur le marché du travail encore relativement favorables permettraient à la consommation des ménages de résister aux États-Unis et au Royaume-Uni, voire de rebondir au Japon

Le léger tassement de la croissance prévu fin 2006 outre-Manche et outre-Atlantique devrait peser sur les embauches début 2007, alors que l'emploi devrait redémarrer au Japon. Aux États-Unis, le rythme des créations d'emploi s'est à nouveau essoufflé au mois d'octobre (+92 000, contre +150 000 en moyenne mensuelle sur les trois premiers trimestres de 2006), en raison essentiellement de destructions de postes dans l'industrie. Le ralentissement de la production manufacturière ces derniers mois et le coup d'arrêt porté au secteur de la construction auraient donc commencé à peser sur les embauches. Parallèlement, l'opinion des entrepreneurs sur l'emploi dans le secteur non manufacturier s'est sensiblement dégradée ces derniers mois (cf. graphique 1). Dans ce contexte, l'emploi ne progresserait que de façon modérée à l'horizon du printemps prochain. Au Royaume-Uni, l'emploi perdrait également de la vitesse au premier semestre de 2007, reflétant la décélération de l'activité à partir de la mi-2006. En revanche, une augmentation progressive du nombre d'embauches est attendue en début d'année prochaine au Japon. En effet, le ratio des offres sur les demandes d'emploi a continué de progresser au troisième trimestre, pour s'établir à 1,08, après 1,06 le trimestre précédent. En outre, les résul-



**TABLEAU 1 : ÉTATS-UNIS, ROYAUME-UNI ET JAPON : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME**

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2005		2006				2007		2005	2006	2007 acquis
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
<b>ÉTATS-UNIS (37,2%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>
Consommation	1,0	0,2	1,2	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	3,5	3,1	2,0
Investissement privé <sup>(2)</sup>	1,5	0,7	2,0	-0,4	-0,2	-1,0	-0,4	0,2	7,5	3,3	-1,1
<i>Investissement privé hors logement</i>	1,4	1,3	3,3	1,1	2,4	1,5	1,5	1,5	6,8	7,9	5,4
<i>Investissement logement</i>	1,7	-0,2	-0,1	-2,9	-4,8	-5,0	-3,5	-2,0	8,6	-4,1	-11,5
Dépenses gouvernementales <sup>(3)</sup>	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,5	0,2	0,6	0,6	0,9	2,0	1,6
Exportations	0,8	2,3	3,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,8	8,6	5,1
Importations	0,6	3,1	2,2	0,4	1,3	0,8	1,3	1,3	6,1	6,2	3,6
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,1	0,2	1,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	3,8	3,1	1,5
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0
<b>ROYAUME-UNI (5,6%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>
Consommation	0,4	0,7	0,3	0,9	0,4	0,5	0,6	0,5	1,4	2,1	1,8
Investissement total	2,5	0,8	2,0	0,6	2,3	1,4	1,3	0,9	2,7	5,7	4,4
<i>Investissement des entreprises</i>	1,0	0,1	2,0	1,6	3,1	1,5	1,5	1,2	3,2	6,0	5,4
<i>Investissement des ménages <sup>(4)</sup></i>	3,0	-0,2	-4,0	5,1	1,5	1,0	0,5	0,5	-1,6	3,7	3,7
<i>Investissement public <sup>(4)</sup></i>	10,6	4,5	0,3	-4,2	1,0	2,0	3,0	1,0	-2,6	3,4	4,7
Consommation publique <sup>(5)</sup>	0,6	0,4	0,5	0,7	0,9	0,5	0,5	0,5	2,8	2,5	1,9
Exportations	1,7	3,3	8,5	4,5	-10,9	0,0	1,0	1,0	7,1	10,8	-3,0
Importations	3,4	2,4	8,9	3,4	-9,2	0,0	1,0	1,0	6,5	10,7	-2,3
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks <sup>(4)</sup></i>	0,8	0,6	0,6	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	1,9	2,8	2,3
<i>Variations de stocks</i>	0,4	-0,2	0,4	-0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	0,2	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
<b>JAPON (14,8%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>
Consommation	0,9	0,7	-0,1	0,5	-0,7	0,2	0,5	0,5	2,2	1,2	0,7
Investissement total	1,2	-0,4	2,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	3,3	4,1	2,4
<i>Investissement privé</i>	1,2	0,4	3,2	2,4	2,4	0,7	0,8	0,8	6,0	7,9	3,7
<i>Investissement privé hors logement</i>	1,1	0,2	3,7	3,5	2,9	1,0	1,0	1,0	7,6	9,6	4,9
<i>Investissement logement</i>	1,5	1,6	1,2	-2,5	0,1	0,0	0,5	0,5	-0,7	0,9	0,3
<i>Investissement public</i>	1,5	-3,6	-0,8	-6,5	-6,7	0,0	0,0	0,0	-5,8	-10,3	-5,2
Consommation publique	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,7	0,6	0,3
Exportations	2,9	3,7	2,5	0,9	2,7	2,0	1,8	1,8	6,9	10,5	6,4
Importations	3,9	-0,8	2,4	1,4	-0,1	2,0	1,4	1,4	6,3	5,7	4,3
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,3	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,5	0,5	2,3	1,7	1,1
<i>Variations de stocks</i>	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	0,6	0,0	-0,1	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,8	0,4

Prévission

(1) Part du pays dans le PIB de l'OCDE (en parité de pouvoir d'achat 1995, volume 2003).

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissement publics.

(4) Postes non renseignés dans le compte provisoire.

(5) Inclut la consommation des institutions à but non lucratif.

sources : BEA, ONS, Economic and Social Research Institute, Insee.

tats de l'enquête Tankan pour le troisième trimestre, de même que les prévisions pour les trois mois suivants, attestent d'un accroissement du nombre d'entreprises se déclarant en situation de sous-effectif.

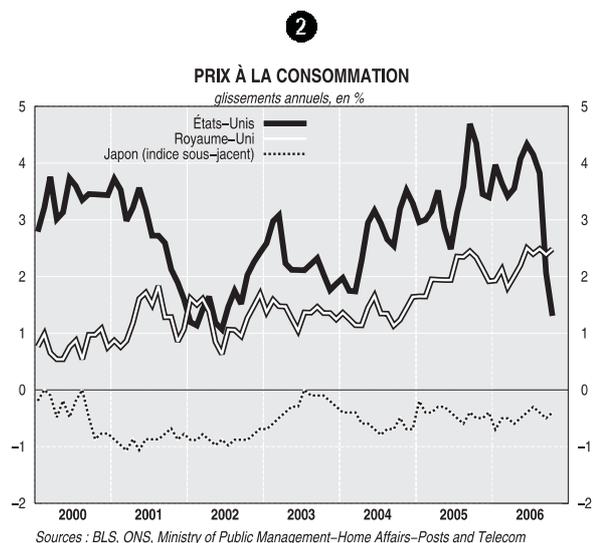
Dans les trois pays, l'évolution des salaires nominaux serait encore relativement favorable. Actuellement aux États-Unis, le glissement annuel du salaire horaire fluctue aux alentours de 4 %, malgré le ralentissement des gains de productivité. Avec des anticipations d'inflation qui semblent bien ancrées, cette tendance se poursuivrait au cours des prochains trimestres. De ce fait, le salaire par tête pro-

gresserait régulièrement, d'autant qu'il bénéficierait du maintien d'un taux de chômage à un niveau bas, proche de celui enregistré au mois d'octobre (4,6 %). Au Royaume-Uni, les salaires évolueraient de manière plus mesurée, en raison d'une part, d'une remontée continue du taux de chômage (+5,6 % sur la période juillet-septembre) qui freinerait les revendications salariales, et d'autre part, d'une décélération des prix à partir de 2007. En outre, la vague d'immigration en provenance des pays nouvellement entrés dans l'Union européenne jouerait un effet modérateur. Enfin au Japon, après le fléchissement observé au troisième trimestre de

2006, une hausse temporaire des salaires est attendue pour la fin d'année, en raison des distributions de bonus en décembre.

Le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait aussi en fin d'année 2006 de la baisse des prix du pétrole, notamment aux États-Unis et au Japon : un net repli de l'inflation s'est d'ores et déjà opéré outre-Atlantique au mois d'octobre (cf. graphique 2). Au Royaume-Uni, le repli des prix énergétiques serait toutefois en partie compensé par la hausse de l'inflation sous-jacente, liée en particulier à l'augmentation des frais d'inscription universitaire et à des hausses des prix de l'électricité et du gaz. Début 2007, en l'absence de forte variation des prix du pétrole, l'inflation devrait croître à un rythme encore légèrement supérieur à +0,6 % par trimestre aux États-Unis et +0,3 % au Royaume-Uni, autorisant des gains de pouvoir d'achat de l'ordre de +0,6 % par trimestre dans les deux pays. Le glissement annuel des prix à la consommation serait proche de zéro au Japon, la sortie de déflation de l'économie nipponne se révélant plus lente qu'espéré : les gains de pouvoir d'achat des ménages resteraient donc faiblement positifs.

Au total, les dépenses des ménages seraient relativement dynamiques dans les trois pays sur la période de prévision. Au Japon, elles profiteraient à la fois d'une amélioration des conditions sur le marché de l'emploi et d'une hausse temporaire des salaires : les banques japonaises anticipent d'ailleurs un léger rebond de la demande de crédits émanant des ménages dès la fin de l'année. Aux États-Unis, la consommation ne ralentirait que modérément, bénéficiant d'un



marché du travail encore relativement porteur et d'un reflux de l'inflation. L'impact de la baisse attendue des prix de l'immobilier à cet horizon serait par ailleurs compensé par les effets passés de la hausse des marchés financiers. Enfin au Royaume-Uni, la demande des ménages fléchirait quelque peu, pénalisée par la remontée des taux directeurs (de 25 points de base respectivement en août et novembre derniers) qui contribuerait à alourdir leur charge d'intérêts ; néanmoins, elle resterait soutenue par la poursuite de la progression des effets de richesse immobilière.

**TABLEAU 2 : ÉTATS-UNIS, ROYAUME-UNI ET JAPON : COMPTES DES MÉNAGES**

(en %)

	Moyennes annuelles			
	2004	2005	2006	2007 <sup>(1)</sup>
<b>États-Unis</b>				
Emploi salarié non agricole	1,1	1,5	1,4	0,7
Salaire moyen par tête	4,3	3,5	5,0	2,9
Revenu disponible brut nominal	6,4	4,1	5,5	4,1
Déflateur de la consommation privée	2,6	2,9	2,9	1,8
Taux d'épargne en niveau	2,0	-0,4	-1,0	-0,7
<b>Royaume-Uni</b>				
Emploi salarié	1,0	0,9	0,8	0,6
Salaire moyen par tête	3,3	3,8	3,6	3,0
Revenu disponible brut nominal	3,4	4,8	4,1	3,0
Déflateur de la consommation privée	1,5	2,4	2,2	1,6
Taux d'épargne	3,7	4,9	5,7	5,5
<b>Japon</b>				
Emploi total	0,2	0,4	0,3	0,3
Salaire moyen par tête	-1,5	0,8	1,5	1,5
Revenu disponible brut nominal	0,4	0,5	0,9	0,8
Déflateur de la consommation privée	-0,7	-1,0	-0,4	0,2
Taux d'épargne (net)	3,1	2,4	2,6	2,6

■ Prévision

(1) Acquis au deuxième trimestre

sources : BEA, BLS, Central Statistical Office, Department of Employment, ONS, Economic and Social Research Institute, Ministry of Public Management, Ministry of Labour, Insee.

## Alors qu'il continuerait de se redresser au Japon, l'investissement des ménages pâtirait de la remontée des taux directeurs au Royaume-Uni et il ne connaîtrait qu'un lent processus d'ajustement aux États-Unis

Après une remontée inattendue en septembre dernier, les mises en chantier ont à nouveau chuté en octobre aux États-Unis. Surtout, le niveau des stocks de logements reste préoccupant et suggère que le processus d'ajustement sur le marché immobilier sera relativement long. Le recul de l'investissement résidentiel ne devrait donc s'atténuer que très progressivement dans les prochains mois. Une poursuite du mouvement de baisse sur les rythmes actuels est certes possible, dans la mesure où le repli des prix qui commence à être enregistré dans certaines régions peut susciter des comportements attentistes. Mais l'arrêt de la dégradation de l'indicateur de confiance sur le marché immobilier, l'évolution un peu plus favorable des ventes de logements anciens et la stabilisation récente des demandes de prêts hypothécaires sous l'effet des baisses de taux à long terme peuvent laisser espérer une normalisation progressive de la situation.

De son côté, après s'être repris en 2006 en raison de l'embellie du marché immobilier, l'investissement des ménages britanniques se tempérerait début 2007, en lien notamment avec le resserrement monétaire. Quant à l'investissement résidentiel nippon, il continuerait de bénéficier de la hausse des prix du logement qui s'est amorcée au premier trimestre de 2006.

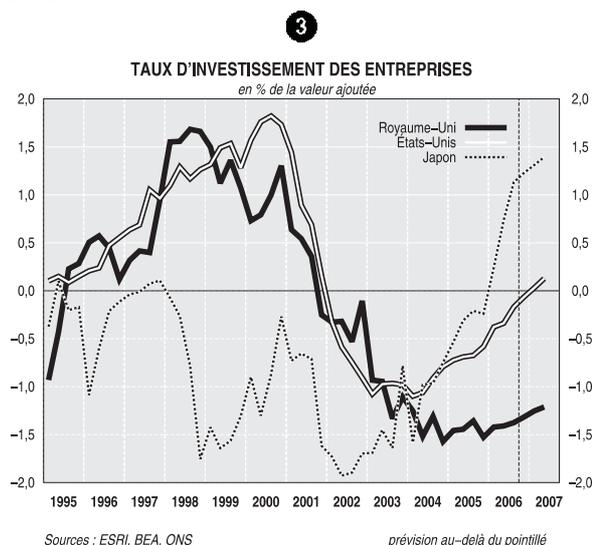
## La modération de l'activité dans les trois pays ainsi que le ralentissement du commerce mondial amèneraient les entrepreneurs américains, britanniques et japonais à tempérer leurs investissements

Aux États-Unis, l'affaiblissement de la demande extérieure et l'infléchissement de la consommation des ménages pèseraient graduellement sur les décisions d'investissement des entreprises : la détérioration de l'indice ISM dans le secteur manufacturier depuis le mois d'août laisse bien augurer un comportement prudent de la part des entrepreneurs. La baisse du taux d'utilisation des capacités de production intervenue au même moment ne plaide pas non plus pour un maintien des dépenses sur un rythme aussi soutenu qu'en tout début d'année. Il en est également de même pour les commandes en biens d'équipement, qui se sont repliées depuis la fin du troisième trimestre. En outre, les banques interrogées trimestriellement par la Réserve fédérale américaine ont récemment indiqué qu'elles durcissaient les conditions de financement auprès des moyennes et grandes entreprises. Au Royaume-Uni, la confiance des industriels pâtirait progressivement du fléchissement des carnets de commandes à

l'exportation, d'autant que la livre sterling ne cesse de s'apprécier depuis mai. Ainsi, l'affaiblissement des perspectives de débouchés à l'étranger, conjugué aux effets de la remontée des taux directeurs, conduirait à un ralentissement très graduel de l'investissement des entreprises britanniques à l'horizon de la mi-2007.

Après trois trimestres consécutifs de fortes hausses, l'investissement non résidentiel japonais ralentirait dès la fin de l'année pour se stabiliser sur des rythmes de croissance de l'ordre de +4,0 % en termes annualisés. Le fléchissement attendu de l'activité économique chez les principaux partenaires économiques du pays, notamment, inciterait les entrepreneurs nippons à modérer leurs investissements. Les commandes de machines hors navires sont ainsi en très net repli au troisième trimestre de 2006. De plus, les résultats de l'enquête Tankan du mois de septembre attestent d'une dégradation des perspectives de profits ainsi que de l'intention des entrepreneurs japonais de freiner leurs investissements productifs dans les prochains trimestres. Cependant, le taux d'utilisation élevé des capacités, combiné au rebond des mises en chantier non résidentielles enregistré au troisième trimestre de 2006, viendraient modérer le ralentissement de l'investissement des entreprises japonaises à l'horizon du printemps prochain. De même, au Royaume-Uni, la poursuite de la montée des tensions sur l'appareil productif ne conduit pas à inscrire un ralentissement très marqué de l'investissement.

Les dépenses d'investissement des entreprises se modéreraient donc au tournant de l'hiver dans les trois pays, tout en permettant néanmoins une augmentation du taux d'investissement (*cf. graphique 3*).



### Note de lecture :

Le taux d'investissement rapporte l'investissement des entreprises au PIB en valeur. De façon à faciliter la lecture, l'écart du taux d'investissement à sa moyenne sur la période 1991-2005 (à savoir, 15,1 % pour le Japon, 10,8 % pour les États-Unis et 10,9 % pour le Royaume-Uni) est présenté ici. Par exemple au premier trimestre 2000, le taux d'investissement se montait 11,6 %, ce qui est représenté sur le graphique par un écart de +0,7 % par rapport à la moyenne de longue période.

### **Pénalisée par un environnement international moins porteur qu'en début d'année, la dynamique des échanges extérieurs des trois pays faiblirait dans les trimestres à venir**

La croissance des exportations demeurerait modérée aux États-Unis et au Royaume-Uni au cours des prochains trimestres. Elle serait en effet affectée par l'effritement attendu de la demande en provenance des principaux pays partenaires commerciaux des deux pays et resterait, de ce fait, inférieure aux rythmes de croissance observés au premier semestre de 2006. En référence à cette période, les importations s'infléchiraient début 2007, en raison essentiellement du ralentissement de l'activité prévu outre-Manche et outre-Atlantique. Dans ce contexte, la contribution des échanges extérieurs à la croissance redeviendrait progressivement nulle aux États-Unis et au Royaume-Uni. Quant aux exportations japonaises, elles continueraient de bénéficier du dynamisme de l'activité industrielle du reste de l'Asie et d'un taux de change favorable. Ainsi, même s'il pâtirait du ralentissement attendu des économies américaine et chinoise, le commerce extérieur nippon apporterait toujours un soutien positif à la croissance dans les trimestres à venir.

### **Alors qu'aux États-Unis le principal aléa concerne l'évolution du marché immobilier, au Japon et au Royaume-Uni, les incertitudes ont surtout trait à l'orientation des politiques monétaires**

Aux États-Unis, si certains indicateurs suggèrent un début d'amélioration de la situation sur le marché immobilier, il n'est pas exclu que le scénario de

sortie de crise envisagé ici soit un peu trop optimiste. Si tel était le cas, cela pourrait également compromettre la dynamique de consommation des ménages : une remontée plus brutale qu'anticipé du taux d'épargne pourrait alors se produire. Inversement, le ralentissement attendu de l'investissement des entreprises pourrait s'avérer moins prononcé qu'anticipé, notamment si les perspectives de débouchés extérieurs étaient meilleures que prévu.

Au Japon et au Royaume-Uni, les aléas susceptibles d'affecter la dynamique de l'activité ont trait essentiellement à l'évolution de la politique monétaire. Ainsi, une remontée trop précipitée des taux directeurs au Japon serait de nature à hypothéquer le rebond de la demande intérieure et, partant, à retarder une franche sortie de la situation de déflation. Au Royaume-Uni, le délai d'ajustement entre la remontée des taux directeurs et ses effets modérateurs sur la hausse des prix de l'immobilier est très incertain. S'il est long, il est probable que la Banque d'Angleterre, même si elle ne cible pas explicitement les prix de l'immobilier, sera conduite à poursuivre sa politique de resserrement monétaire, ce qui pourrait freiner davantage que prévu l'activité. À l'inverse, si ce délai se révèle très court et que l'inflation montre par ailleurs de nets signes d'apaisement en début d'année prochaine, une baisse des taux n'est pas à exclure à l'horizon du printemps, dans le but de soutenir la croissance. ■

# Conjoncture dans la zone euro

La croissance du PIB de la zone euro au troisième trimestre de 2006 a été de +0,5 % ; parmi les 4 grands pays de la zone, la France et l'Italie ont enregistré des performances en deçà de la moyenne, l'Espagne et dans une moindre mesure l'Allemagne au-delà.

Après la franche reprise du premier semestre, le troisième trimestre a renoué avec un rythme d'activité plus moyen ; la demande intérieure hors stocks se maintient, alors que les échanges extérieurs ont légèrement pesé sur la croissance de la zone. Un rebond est attendu au quatrième trimestre, mais essentiellement en raison de facteurs exceptionnels en France et en Allemagne. L'année 2006 s'achèverait ainsi sur une croissance en moyenne annuelle du PIB de +2,7 %, la plus forte depuis 2000.

L'activité ralentirait au début de l'année 2007. Dans un environnement international en décélération, l'économie de la zone euro serait de plus affectée par l'effet négatif sur la demande allemande de la hausse de la TVA programmée pour le premier janvier.

## L'activité de la zone euro se redresserait temporairement en 2006

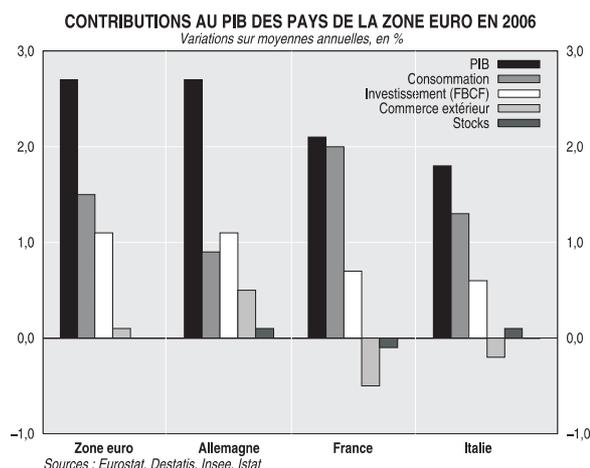
Le redressement de l'activité dans la zone euro amorcé fin 2005 s'est confirmé, et la croissance devrait atteindre +2,7 % en 2006 après +1,4 % l'année précédente. Tous les pays de la zone contribueraient à cette accélération, notamment l'Allemagne et l'Italie. La contribution de l'investissement serait homogène au sein des grands pays de la zone, mais les échanges extérieurs et la consommation auraient en revanche affecté diversement leur croissance (cf. graphique 1). Celle-ci aurait été tirée par la consommation en France et en Italie, alors qu'elle serait plus équilibrée en Allemagne grâce aux performances à l'exportation.

La croissance de la zone euro semble cependant avoir atteint un pic au cours du premier semestre 2006. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie ont cessé de progresser depuis le mois de juin, après un an de hausse (cf. graphique 2), et la production industrielle n'a crû que de 0,9 % au troisième trimestre après 1,2 % en moyenne sur les deux premiers trimestres de 2006. L'Allemagne confirme la bonne santé de son industrie, se démarquant de l'ensemble de la zone euro avec une croissance de la

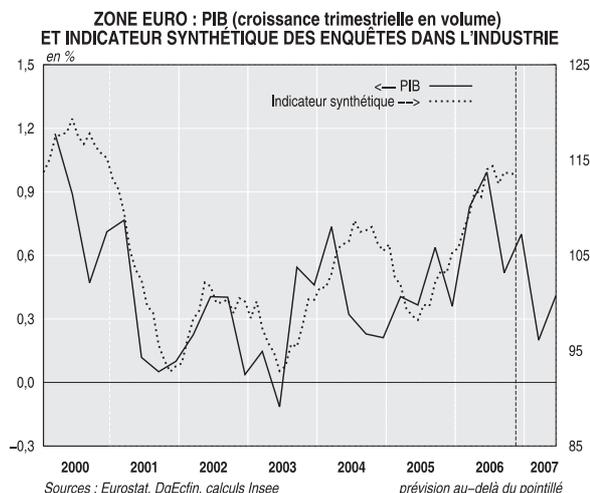
production de +1,9 % sur ce trimestre. La zone euro renoue ainsi avec un rythme de croissance modéré de +0,5 %, après un premier semestre exceptionnel.

La croissance des prochains trimestres serait perturbée par la hausse de TVA en Allemagne au premier janvier 2007. Un rebond est ainsi attendu au quatrième trimestre de 2006, en raison notamment des anticipations d'achats des ménages allemands. La croissance ralentirait ensuite dans tous les pays de la zone début 2007 (cf. graphique 3), sous l'effet d'un contexte international moins favorable et du choc attendu sur la demande intérieure allemande en début d'année.

1



2



**PIB DE LA ZONE EURO ET DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO**

(en %)

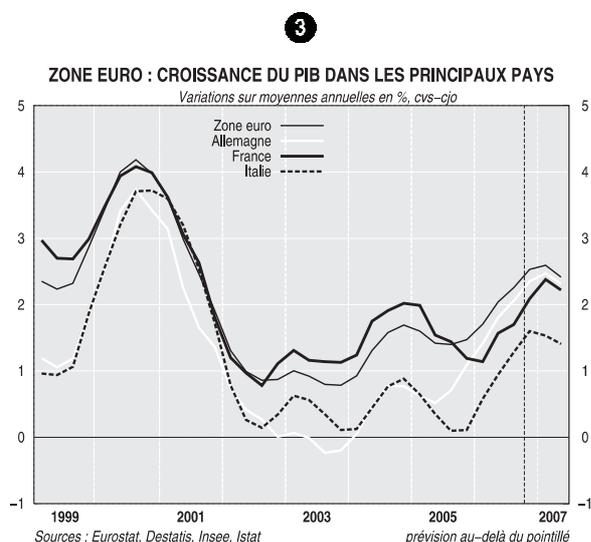
	Évolutions trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2005				2006				2007		2004	2005	2006	2007 acquis
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.				
<b>ALLEMAGNE (29,4 %)<sup>(1)</sup></b>														
<b>PIB</b>	0,6	0,3	0,5	0,3	0,8	1,1	0,6	0,7	0,0	0,4	0,8	1,1	2,7	1,4
Consommation des ménages	-0,4	0,0	0,6	-0,8	1,0	-0,2	0,7	1,0	-1,1	0,2	-0,3	0,3	1,2	0,1
FBCF totale	-0,2	-0,1	2,2	1,1	0,0	4,4	0,8	2,1	1,3	1,3	-1,4	1,0	6,3	5,4
Consommation publique	0,8	1,2	-0,1	-0,6	1,6	-1,0	0,9	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,6	1,1	0,2
Exportations	1,4	1,9	4,1	1,2	4,9	0,8	4,2	2,2	2,0	2,0	8,8	7,1	12,0	7,6
Importations	-1,1	3,6	3,5	1,7	4,6	0,8	3,6	3,0	1,3	1,9	6,2	6,7	12,2	7,1
<b>Contributions :</b>														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,1	0,2	0,7	-0,4	0,9	0,5	0,7	1,0	-0,4	0,3	-0,7	0,5	2,0	1,0
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,5	-0,6	0,7	-0,5	0,6	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,9	-0,5	0,4	-0,1	0,4	0,0	0,4	-0,2	0,4	0,1	1,2	0,5	0,5	0,5
<b>ITALIE (17,9 %)<sup>(1)</sup></b>														
<b>PIB</b>	-0,4	0,6	0,4	0,0	0,8	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,9	0,1	1,8	0,9
Consommation des ménages	-0,8	0,7	0,5	-0,1	1,0	0,3	0,6	0,3	0,2	0,2	0,5	0,1	2,0	1,0
FBCF totale	-1,7	2,1	1,4	-1,6	2,3	1,1	-1,3	1,0	0,5	0,5	1,9	-0,4	2,7	1,2
Consommation publique	0,8	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,6	1,2	0,3	0,2
Exportations	-1,7	2,4	-0,2	1,5	2,5	1,0	-1,7	1,0	0,8	0,6	2,5	0,7	4,3	1,4
Importations	-2,0	2,4	-0,1	1,0	1,9	0,2	2,1	1,2	0,9	0,7	1,9	1,8	4,9	3,5
<b>Contributions :</b>														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,6	0,9	0,6	-0,4	1,1	0,4	0,0	0,4	0,2	0,2	0,8	0,2	1,8	0,9
<i>Variations de stocks</i>	0,2	-0,3	-0,2	0,3	-0,5	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,6
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,6
<b>ZONE EURO (27, 8%)<sup>(2)</sup></b>														
<b>PIB</b>	0,4	0,4	0,6	0,4	0,8	1,0	0,5	0,7	0,2	0,4	1,7	1,4	2,7	1,5
Consommation des ménages	0,0	0,4	0,7	0,1	0,7	0,3	0,6	0,7	-0,2	0,4	1,3	1,4	1,9	1,0
FBCF totale	0,3	1,0	1,4	0,6	1,0	2,3	0,8	1,6	0,9	0,9	1,8	2,7	5,0	3,8
Consommation publique	0,1	0,5	0,6	0,4	0,9	0,1	0,8	0,3	0,1	0,1	1,1	1,3	2,1	0,8
Exportations	-0,4	1,8	2,6	0,7	3,8	1,1	1,7	1,8	1,4	1,5	6,3	4,5	8,5	5,1
Importations	-1,0	2,5	2,5	1,6	2,8	1,1	2,1	2,2	1,2	1,5	6,2	5,5	8,5	5,4
<b>Contributions :</b>														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	0,5	0,8	0,2	0,8	0,7	0,7	0,8	0,1	0,4	1,4	1,6	2,6	1,6
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,0	-0,3	0,4	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,0

Préviation

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

Sources : Eurostat, Destatis, Istat

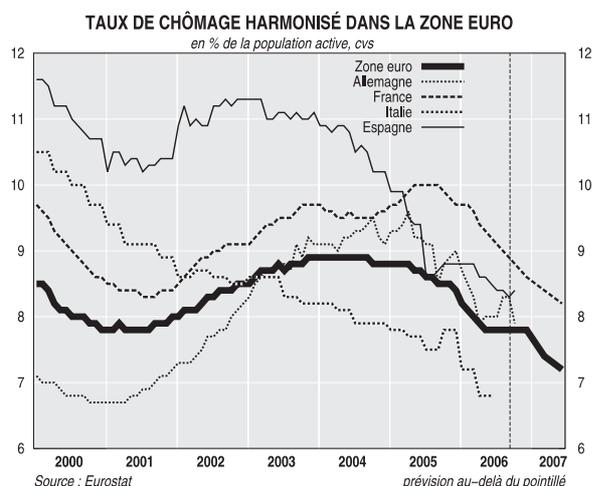


### La croissance de la consommation des ménages conserverait une tendance modérée, et serait notamment affectée par l'impact négatif du relèvement de la TVA en Allemagne

Les créations d'emploi auraient accéléré dans la zone euro en 2006 (+1,3 %, après +0,9 % en 2005) et la baisse du taux de chômage se serait poursuivie (cf. graphique 4). En revanche, les salaires réels ne progresseraient pas, toujours tirés vers le bas par leur baisse en Allemagne. Le revenu agrégé des ménages de la zone resterait peu dynamique, et leur consommation continuerait en 2006 de progresser plus rapidement que leur revenu (+1,9 % et +1,0 % respectivement).

À partir du quatrième trimestre de 2006, le profil heurté de la consommation des ménages de la zone euro s'expliquerait par le comportement des ména-

4



ges allemands face à la hausse de TVA prévue pour le 1<sup>er</sup> janvier 2007. En France, la consommation des ménages serait à nouveau le principal moteur de la croissance et resterait début 2007 sur la tendance de ces dernières années. En Italie en revanche, elle ne contribuerait plus que marginalement à la croissance du PIB. Sur l'ensemble de la zone euro, la consommation des ménages progresserait ainsi de +0,7 % au quatrième trimestre de 2006, puis diminuerait (-0,2 %) au premier trimestre de 2007 avant de rebondir le trimestre suivant (+0,4 %) une fois passés les effets immédiats du choc sur la consommation allemande.

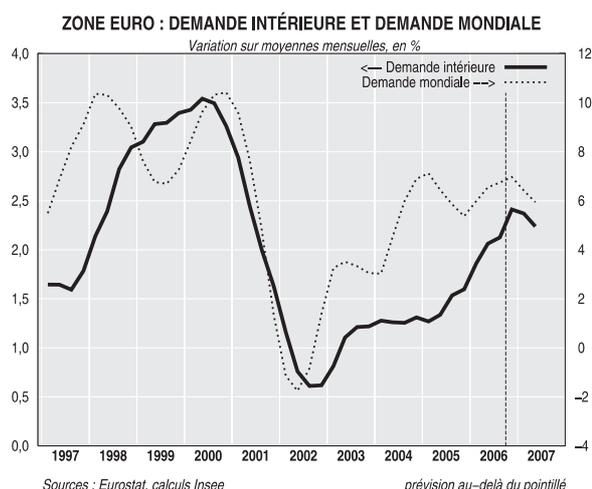
Les plans budgétaires annoncés par les gouvernements allemand et italien, dans le but de réduire leur déficit public, devraient également ralentir la progression des dépenses publiques et freiner celle du revenu des ménages via un relèvement des prélèvements fiscaux. Ces mesures correctives sont chiffrées à environ 1 point de PIB pour l'Allemagne et pour l'Italie<sup>(1)</sup>. La consommation publique ne progresserait plus que de +0,1 % par trimestre sur le premier semestre de 2007.

### L'investissement productif n'accélérerait plus

Depuis la fin du deuxième trimestre de 2006, les entrepreneurs anticipent un ralentissement de la demande en zone euro ; il devrait se concrétiser début 2007 tant pour la demande intérieure que pour la demande extérieure (cf. graphique 5). De plus, les conditions de financement deviennent moins accommodantes beaucoup plus tôt dans le cycle d'investissement actuel qu'au cours des phases d'expansion précédentes. La remontée des taux d'intérêt contribuerait ainsi à amplifier le ralentisse-

(1) En Italie, l'amélioration de la situation des finances publiques serait finalement plus élevée car le déficit public de 2006 devrait être grevé à hauteur de 1,2 point par un remboursement exceptionnel de TVA sur les achats de véhicules automobiles par les entreprises, suite à une décision de la Cour de justice européenne.

5

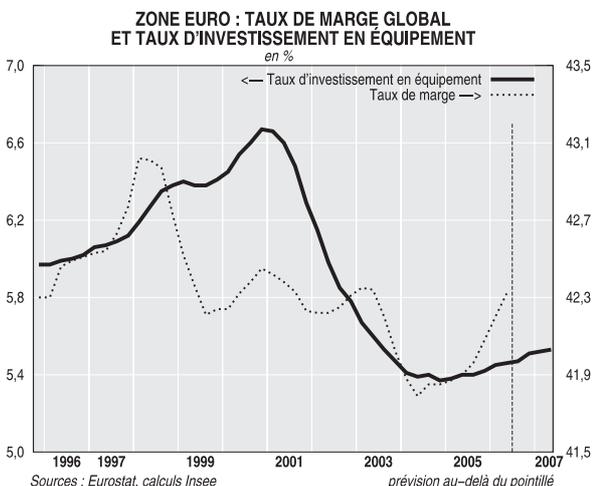


ment de l'investissement en équipement au sein de la zone euro, initié par la dégradation des anticipations de demande.

L'investissement des entreprises resterait toutefois soutenu par une aisance financière permise par la reconstitution de leurs marges (cf. graphique 6). Leurs dépenses d'investissement en équipement continueraient de croître, mais à un rythme plus modéré d'un peu moins de +1,0 % par trimestre au cours du premier semestre 2007. La croissance de l'investissement en équipement resterait toujours sensiblement supérieure en Allemagne qu'en France et en Italie, du fait notamment du dynamisme de la demande adressée à l'industrie.

L'investissement en construction poursuivrait sa progression, quoique sur un rythme plus modéré qu'en 2006 (cf. graphique 7) ; fortement dépendant de spécificités nationales, il continuerait de profiter de la sortie de crise du secteur en Allemagne et croîtrait de +1,0 % environ par trimestre jusqu'à la fin du deuxième semestre 2006.

6

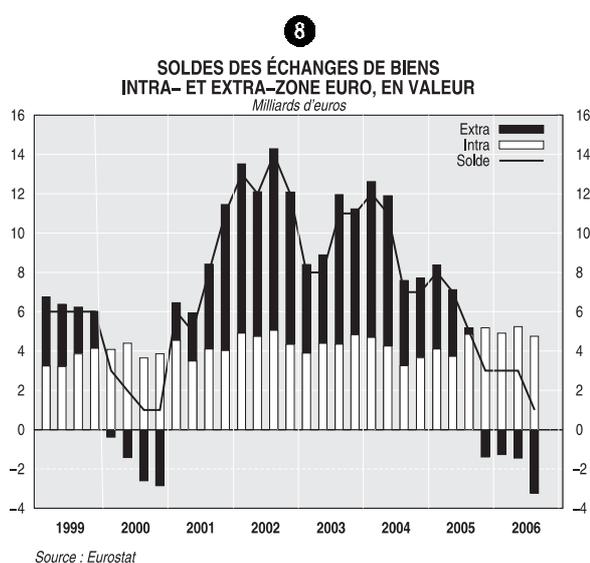
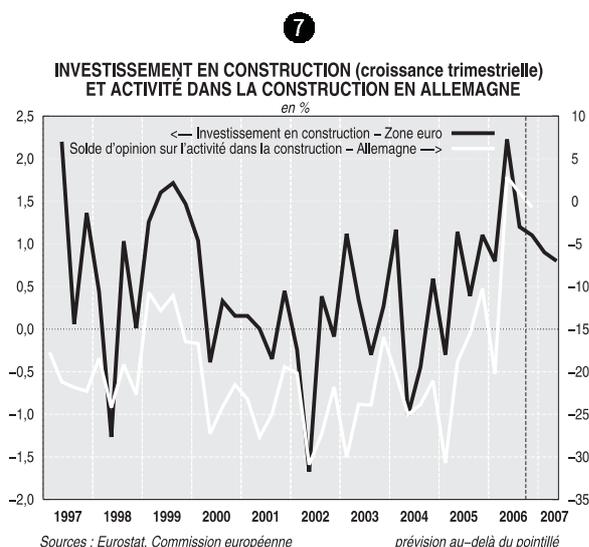


## ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %)

	2005				2006				2007		2004	2005	2006	2007
	1 <sup>o</sup> T.	2 <sup>o</sup> T.	3 <sup>o</sup> T.	4 <sup>o</sup> T.	1 <sup>o</sup> T.	2 <sup>o</sup> T.	3 <sup>o</sup> T.	4 <sup>o</sup> T.	1e T.	2e T.				(acquis)
Masse salariale	0,7	0,6	0,5	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	1,0	0,5	2,8	2,5	3,4	2,7
- Emploi	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	0,8	1,3	1,0
- Salaire unitaire	0,6	0,4	0,3	0,8	0,4	0,6	0,7	0,5	0,7	0,2	2,1	1,8	2,2	1,7
RDB	-0,1	1,0	0,4	1,1	0,2	0,9	2,4	-0,5	1,0	0,9	3,4	2,2	3,2	2,1
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,9	14,0	13,5	13,7	13,1	13,2	13,9	12,9	13,3	13,3	14,5	13,8	13,3	13,3
Déflateur de la consommation des ménages	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	2,0	2,2	1,8
Masse salariale réelle	0,3	0,0	-0,1	0,6	0,2	0,5	0,5	0,3	0,5	-0,1	0,7	0,5	1,2	0,9
- Salaire unitaire réel	0,2	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,4	0,0	-0,3	0,0	-0,1
RDB réel	-0,5	0,5	-0,3	0,6	-0,4	0,4	1,9	-1,0	0,5	0,3	1,3	0,2	1,0	0,3

Estimation/Prévision  
Sources : Eurostat, prévisions Insee

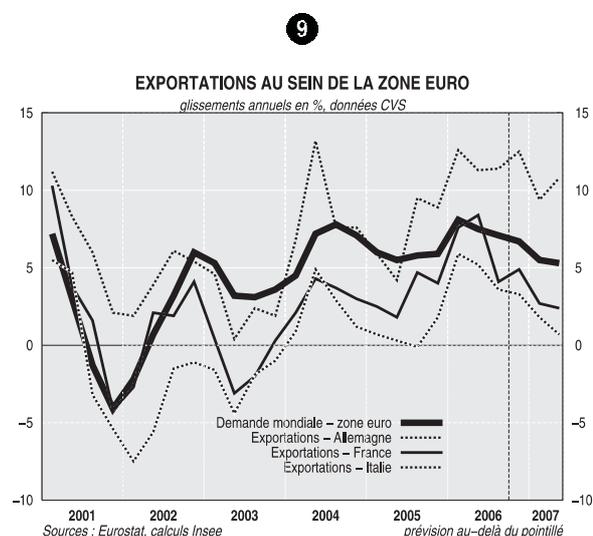


### La dégradation de l'environnement international pèserait sur les exportations de la zone euro

Depuis la fin de l'année 2005, le solde commercial de la zone euro avec les pays extra-zone est devenu négatif, en lien avec la flambée des prix du pétrole et l'appréciation de l'euro. Ces effets se sont estompés au troisième trimestre de 2006, alors que le déficit commercial avec les pays extérieurs à la zone s'est encore aggravé (cf. graphique 8).

La demande mondiale adressée à la zone euro déclinerait sensiblement sur l'horizon de prévision, entraînée par le ralentissement de l'économie américaine au second semestre de 2006. En un an, le rythme de croissance de la demande mondiale adressée à la zone diminuerait de +2,0 % à +1,2 % par trimestre. Les exportations ne croîtraient ainsi que de +1,5 % par trimestre environ sur la première moitié de 2007, alors que les importations subiraient ponctuellement un ralentissement en début d'année, dû à l'affaiblissement de la demande intérieure allemande, puis progresseraient au même rythme que les exportations.

Contrairement aux autres grands pays de la zone euro, l'Allemagne bénéficierait d'une demande mondiale encore vigoureuse, en raison d'une meilleure orientation de ses échanges extérieurs en direction des marchés à forte croissance ; ses exportations resteraient dynamiques (cf. graphique 9).



À l'inverse, l'Italie serait toujours handicapée par les problèmes structurels de compétitivité de son économie. Après un premier semestre exceptionnel, au cours duquel elle a profité de la forte croissance

du commerce mondial, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait finalement négative en 2006. ■

## ENCADRÉ : COMPARAISON DES REPRISES ACTUELLES EN FRANCE ET EN ALLEMAGNE : QUELS SECTEURS SONT LEADERS ?

La France et l'Allemagne sont entrées de manière décalée dans une phase de reprise depuis la fin 2003. La reprise économique a d'abord été plus vive en France qu'en Allemagne : la valeur ajoutée totale a progressé de +0,6 % en moyenne par trimestre en France contre +0,3 % en Allemagne entre la mi-2003 et la fin de l'année 2004 (cf. graphiques A et B). Depuis début 2005, c'est l'Allemagne qui enregistre une croissance moyenne un peu supérieure à celle de la France (respectivement +0,6 % et +0,4 % par trimestre). Les secteurs à l'origine de la croissance récente ne sont toutefois pas les mêmes dans chacun des deux pays. En Allemagne, la croissance est soutenue largement par l'industrie. Depuis la mi-2005, la construction a cependant cessé d'avoir un poids négatif. Les services, longtemps peu dynamiques en Allemagne, semblent repartir depuis plusieurs trimestres et participent également à la croissance. En France, les services financiers, immobiliers et aux entreprises sont le soutien principal depuis 2003, même si une tendance à l'accélération dans les autres grands secteurs opère actuellement un rééquilibrage.

### Industrie

La contribution du secteur industriel à la croissance de la valeur ajoutée en Allemagne est deux fois plus importante qu'en France. D'une part, l'industrie pèse plus en Allemagne qu'en France (25 % contre 18 % en 2002). D'autre part, la croissance de l'industrie allemande a été plus forte qu'en France, sur la période 2002-2006, sous l'effet notamment du dynamisme des exportations. La stratégie de compétitivité fondée sur la maîtrise des coûts de la main-d'œuvre<sup>(1)</sup> semble avoir porté ses fruits (cf. graphique C). Depuis la fin 2005, la légère reprise des salaires n'a pas entamé la forte croissance de la valeur ajoutée de l'industrie allemande. Entre 2002 et 2005, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée totale est restée globalement stable à 25 % en Allemagne. À l'inverse, l'industrie française ne représente plus que 15 % de la valeur ajoutée totale de l'économie aujourd'hui.

### Construction

En Allemagne, la construction a été depuis 10 ans un secteur en crise structurelle qui pèse négativement sur la croissance de la valeur ajoutée mais surtout, comparativement à la France, qui contribue défavorablement aux évolutions de l'emploi. Mais depuis la mi-2005, la construction se redresse ; elle contribue en moyenne

positivement - mais légèrement - à la croissance et crée de nouveau des emplois. La France bénéficie a contrario sur l'ensemble de la période 2002-2006 d'un marché immobilier très dynamique qui tire l'activité du secteur.

### Commerce, transport et services à la personne

Les secteurs du commerce, des transports et des services à la personne présentent une croissance similaire en France et en Allemagne sur la période récente, après avoir eu des histoires différentes au début des années 2000. Ils expliquent notamment l'essentiel des divergences de la dynamique de l'emploi entre la France et l'Allemagne entre 2001 et 2003.

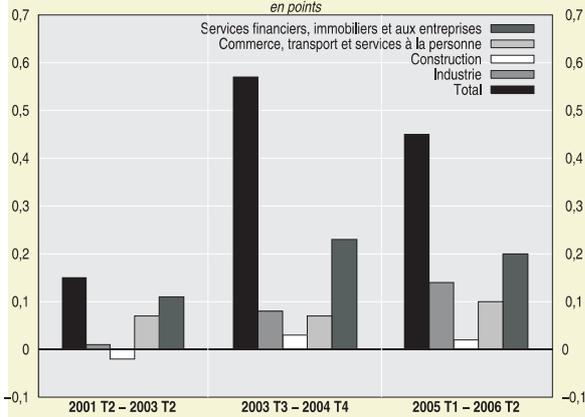
### Services financiers, immobiliers et aux entreprises

La contribution des services financiers, immobiliers et aux entreprises à la croissance de la valeur ajoutée en France présente la particularité d'être restée relativement constante et élevée depuis 4 ans, insensible aux ralentissements de l'activité. En Allemagne en revanche, ils n'apportent qu'une contribution modeste, d'une part parce qu'ils y sont moins développés (29 % de la valeur ajoutée, contre 35 % en France), d'autre part parce que leur croissance est moins robuste et beaucoup plus cyclique qu'en France. Sur l'ensemble de la période considérée, les services financiers, immobiliers et aux entreprises sont restés nettement moins dynamiques en Allemagne qu'en France. Il est difficile de trouver une explication simple à cette différence de contribution entre la France et l'Allemagne. Comme dans l'industrie, la modération salariale en Allemagne a créé depuis 2001 un différentiel de coût du travail conséquent (cf. graphique D), mais les gains en termes de valeur ajoutée ou d'emploi n'ont pas permis pour l'instant un rattrapage du niveau de croissance du secteur français qui comprime lui aussi depuis deux ans les coûts du travail pour maintenir sa compétitivité. Les besoins d'ajustement structurel des banques allemandes, parfois mis en avant par les analystes, peuvent toutefois contribuer à expliquer la faiblesse de la croissance dans ce secteur. ■

(1) Les coûts du travail étudiés ici sont les coûts salariaux par tête déflatés de l'évolution des prix de la valeur ajoutée.

**A**

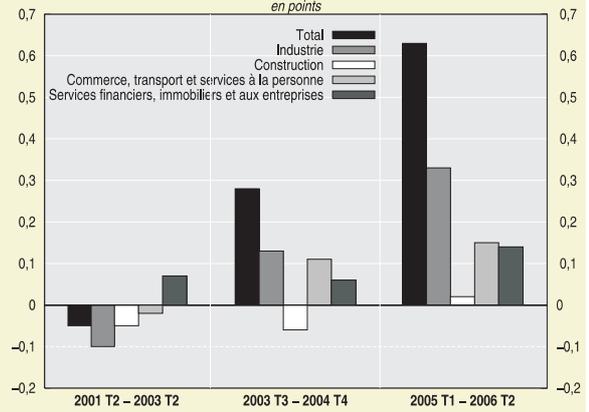
**FRANCE – CONTRIBUTION TRIMESTRIELLE MOYENNE À LA VALEUR AJOUTÉE PAR SECTEUR**



Sources : Destatis, Insee

**B**

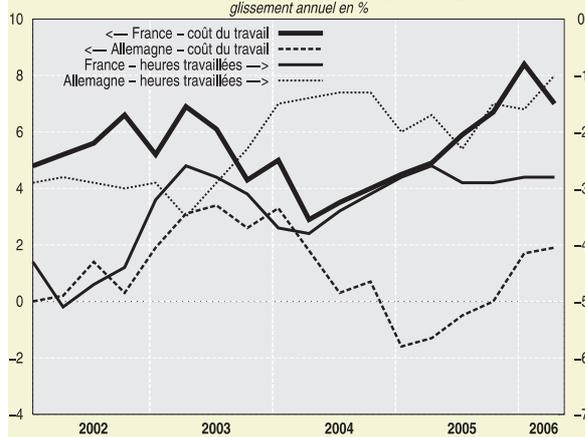
**ALLEMAGNE – CONTRIBUTION TRIMESTRIELLE MOYENNE À LA VALEUR AJOUTÉE PAR SECTEUR**



Sources : Destatis, Insee

**C**

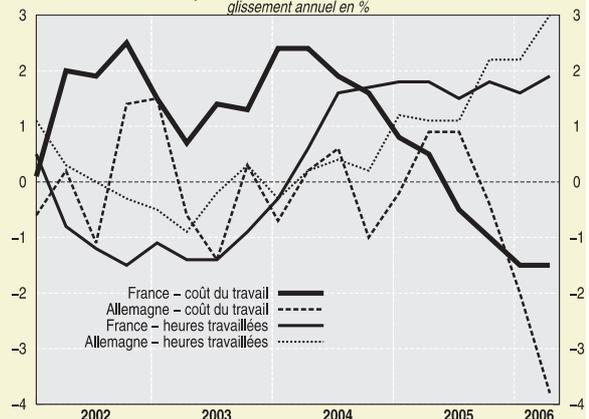
**FRANCE – COÛT DU TRAVAIL ET VOLUME TOTAL D'HEURES DES SALARIÉS DE L'INDUSTRIE**



Sources : Insee, Destatis

**D**

**ALLEMAGNE – COÛT DU TRAVAIL ET VOLUME TOTAL D'HEURES TRAVAILLÉES DES SALARIÉS DES SERVICES FINANCIERS, IMMOBILIERS ET AUX ENTREPRISES**



Sources : Insee, Destatis

# Prix à la consommation au sein de la zone euro

Ayant augmenté à 2,5 % au mois de juin 2006, poussée principalement par les hausses de prix pétroliers, l'inflation d'ensemble de la zone euro est retombée à 1,8 % au mois de novembre avec le tassement des prix énergétiques. Au sein de la zone euro, les écarts d'inflation d'ensemble sont restés relativement stables au cours de l'année 2006, mais les indices énergétiques des pays de la zone ont montré des réactions diverses aux hausses de prix du pétrole. Les autres composantes de l'inflation sont restées globalement stables, à l'exception d'une poussée des prix alimentaires en milieu d'année.

Au premier trimestre de 2007, l'impact de la hausse de la TVA en Allemagne (+3 points sur le taux normal) jouerait pour 0,3 point dans la hausse de l'indice d'ensemble de la zone euro et pour 0,4 point dans celle de l'indice sous-jacent qui, contrairement à l'indice français, n'est pas corrigé de l'effet des taxes. L'inflation « sous-jacente<sup>(1)</sup> » atteindrait ainsi 2,0 % en juin 2007 contre 1,5 % en octobre 2006. Sous les hypothèses d'un prix du Brent stabilisé à 60 \$ et d'un taux de change de 1,30 dollar pour un euro, les prix énergétiques verraient leur glissement annuel décroître puis devenir négatif au cours de la première moitié de 2007, tirant ainsi l'inflation d'ensemble à la baisse et venant contrebalancer l'effet de la TVA allemande. En conséquence, l'inflation dans la zone euro serait de 1,6 % à la fin du premier semestre 2007.

(1) Mesurée comme l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

## L'inflation d'ensemble de la zone euro décroîtrait de 2,0 % à 1,6 % sur le premier semestre de 2007 avec une hypothèse de prix du Brent de 60 \$

Avec un glissement annuel passant de +11,0 % en juin 2006 à -0,5 % en octobre, les prix énergétiques ont dicté la décline de l'indice d'ensemble de la zone euro de +2,5 % à +1,6 % sur la même période (cf. graphique 1). En effet, le prix du baril de pétrole a atteint des niveaux historiquement hauts (plus de 75 \$ pour le Brent, cf. fiche « Pétrole et matières premières ») durant l'été pour revenir vers 60 \$ ces derniers mois. Cette contribution majeure à la baisse n'a été que très légèrement compensée par une hausse des prix alimentaires à la fin de l'été, les glissements annuels des prix des biens industriels hors énergie et ceux des services restant relativement stables.

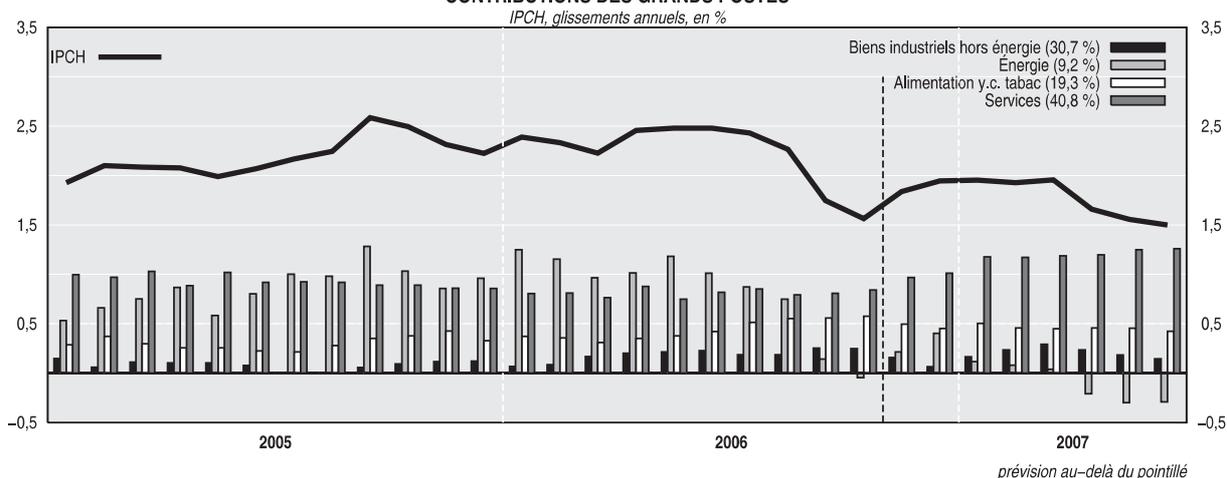
En début d'année prochaine, l'effet de la hausse de TVA sur l'Allemagne porterait l'inflation d'ensemble à +2,1 %, l'effet étant plus visible sur l'inflation sous-jacente qui, au contraire de l'indice français, n'est pas corrigée de l'effet des taxes (cf. infra et graphique 2). La diminution progressive du glissement annuel des prix énergétiques, sous l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole à 60 \$ et d'un taux de change de 1,30 dollar pour un euro, ferait décroître l'indice d'ensemble jusqu'à +1,6 % à la fin du premier semestre. Les prix énergétiques reviendraient en effet progressivement vers des niveaux inférieurs à ceux de l'année précédente (glissement annuel de +1,5 % en mars puis -2,4 % en juin 2007, cf. tableau 1). Les prix alimentaires contribueraient peu à la variation de l'indice d'ensemble : ils connaîtraient, en contrecoup de l'importante hausse

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (pondération 2006)	Glissements annuels							Moyenne annuelle		
	juin 2005	déc. 2005	juin 2006	oct. 2006	déc. 2006	mars 2007	juin 2007	2004	2005	2006
<b>Ensemble (100,0%)</b>	2,1	2,2	2,5	1,6	2,0	2,1	1,6	2,1	2,2	2,2
<b>Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,3%)</b>	1,1	1,7	2,2	3,0	2,5	2,3	2,2	2,3	1,6	2,3
dont Produits Alimentaires (15,3%)	0,4	1,4	2,0	3,0	2,3	2,0	1,8	1,0	0,7	2,2
Boissons alcoolisées et tabac (4,0%)	3,9	2,7	2,8	2,9	3,2	3,5	3,6	7,5	4,9	2,7
<b>Énergie (9,2%)</b>	9,4	11,2	11,0	-0,5	4,1	1,5	-2,4	4,5	10,1	7,9
<b>Inflation sous-jacente (71,5%)</b>	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	2,1	2,0	1,8	1,4	1,4
dont Produits manufacturés (30,7%)	0,2	0,4	0,7	0,8	0,2	1,0	0,6	0,8	0,3	0,6
Services (40,8%)	2,2	2,1	2,0	2,1	2,5	3,0	3,1	2,6	2,3	2,1

■ Préviation  
Source : Eurostat

**1**  
**DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO :**  
**CONTRIBUTIONS DES GRANDS POSTES**



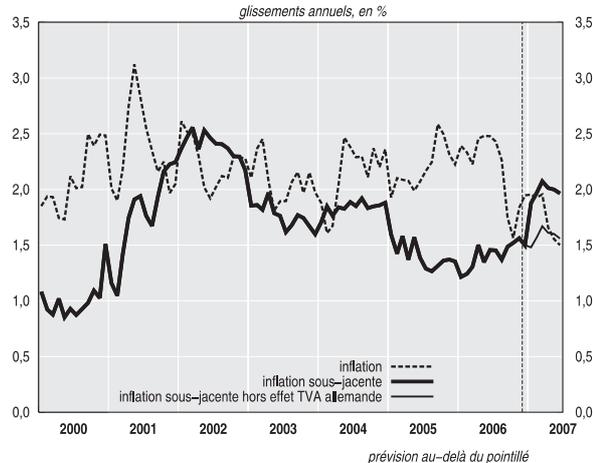
passée, une légère baisse de leur glissement annuel en fin d'année 2006 ainsi que sur le premier semestre de 2007 (+2,2 % en glissement annuel en juin 2007 après +3,0 % en octobre). Ce ralentissement aurait cependant été plus fort sans l'effet de la hausse de la TVA en Allemagne, la baisse des prix des produits énergétiques entrant dans les coûts des producteurs pouvant se répercuter sur leurs prix de vente.

**La hausse de la TVA en Allemagne provoque un saut de l'inflation sous-jacente qui atteindrait 2 % en juin 2007**

Au 1<sup>er</sup> janvier 2007, le taux normal de TVA allemande doit passer de 16 % à 19 %. Le taux réduit restera inchangé à 7 %. Sous l'hypothèse que cette hausse serait répercutée aux deux tiers sur les prix de vente, le tiers restant étant absorbé dans les marges, et sachant qu'au sein de l'IPCH allemand les biens soumis au taux normal pèsent pour un peu plus de la moitié de l'indice, l'impact sur l'indice d'ensemble de l'Allemagne serait de l'ordre d'un point, hausse intervenant essentiellement en janvier. La hausse de TVA allemande conduirait alors à une

augmentation de l'IPCH de la zone euro de l'ordre de +0,3 point et l'incidence sur l'indice sous-jacent serait de +0,4 point (*cf. graphique 2*). Dans les composantes de l'indice-sous-jacent, l'effet serait de même ampleur pour les prix des produits manufacturés et ceux des services.

**2**  
**INFLATION ET INFLATION SOUS-JACENTE EN ZONE EURO**



**TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO**

*(glissements annuels de l'IPCH, en %)*

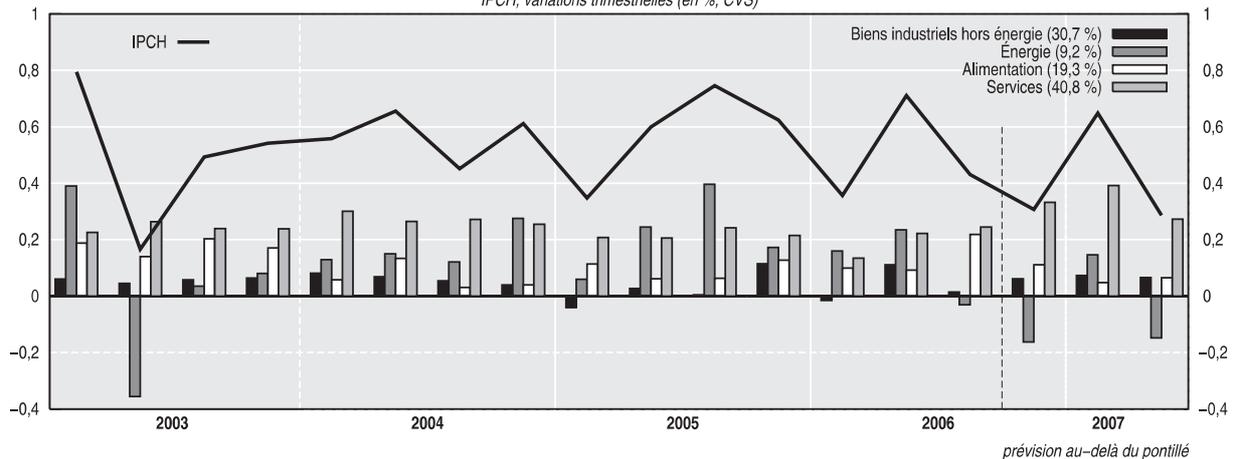
	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	octobre 2005	octobre 2006	octobre 2005	octobre 2006	octobre 2005	octobre 2006*
Allemagne	2,3	1,1	0,7	0,8	12,6	-0,2 (0,0)
Autriche	2,0	1,2	1,0	1,4	12,0	-1,9 (-0,2)
Belgique	2,2	1,7	1,5	1,4	12,1	-0,2 (0,0)
Espagne	3,5	2,6	2,6	2,7	11,3	-1,9 (-0,2)
Finlande	0,8	0,9	0,1	1,2	8,9	-4,5 (-0,4)
France	2,0	1,2	1,3	1,5	11,6	-1,7 (-0,1)
Grèce	3,7	3,1	2,9	2,7	13,6	-0,6 (-0,1)
Irlande	2,6	2,2	1,7	2,9	20,0	-2,1 (-0,2)
Italie	2,6	1,9	1,8	1,8	12,3	1,5 (0,1)
Luxembourg	5,0	0,6	1,7	2,0	23,9	-9,6 (-0,8)
Pays-Bas	1,8	1,3	0,6	1,1	12,5	2,2 (0,1)
Portugal	2,6	2,6	2,0	2,5	13,2	-0,9 (-0,1)
<b>Zone euro</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>8,9</b>	<b>-0,5 (0,0)</b>

\* Dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses.  
 Sources : Eurostat, calculs Insee

3

### DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO CONTRIBUTIONS DES GRANDS POSTES

IPCH, variations trimestrielles (en %, CVS)



Hors cet effet, les prix des produits manufacturés décroîtraient progressivement sur la période de prévision. La diffusion des baisses de prix énergétiques ainsi que les conséquences de la remontée récente du taux de change du dollar contre l'euro diminueraient les coûts des produits importés et des consommations intermédiaires des entreprises. À l'inverse, l'inflation des prix des services serait sur une pente légèrement ascendante. Les effets des hausses passées de la croissance au sein de la zone ainsi que la baisse du taux de chômage soutiendraient cette tendance.

**Les écarts d'inflation d'ensemble entre les pays de la zone euro restent stables mais les évolutions des prix énergétiques sont assez variables d'un pays à l'autre**

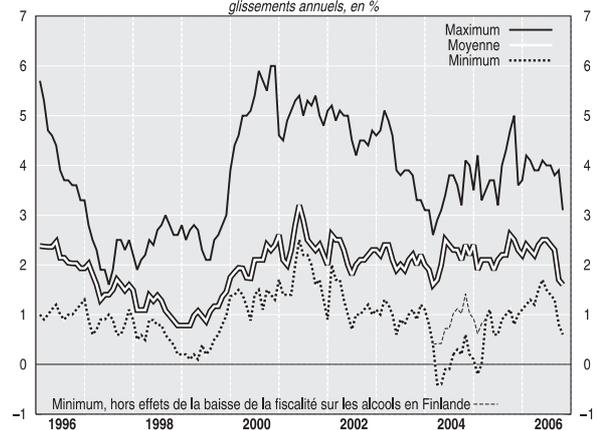
Entre juin et octobre 2006, l'écart d'inflation entre l'inflation la plus élevée et la plus basse au sein de la zone euro (cf. graphique 4) est resté autour de 2,5 points. Il était plus élevé un an plus tôt en période de hausse de prix pétroliers. En effet, les réactions des

composantes énergétiques des différents pays aux variations de prix du Brent peuvent être marquées, comme en Irlande ou au Luxembourg, ou bien relativement amorties, comme aux Pays-Bas ou en Italie (cf. tableau 2). Par ailleurs, les écarts d'inflation sous-jacente se sont réduits à 1,9 point en octobre

4

### INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

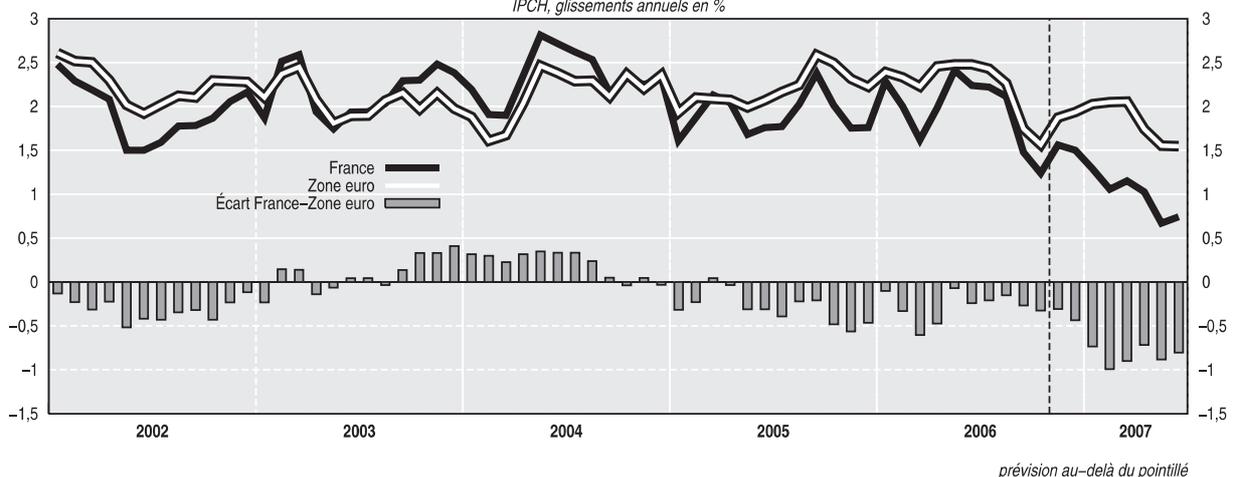
glissements annuels, en %



5

### INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ FRANCE ET ZONE EURO

IPCH, glissements annuels en %



2006 alors qu'ils étaient de 2,3 points en juin et de 2,8 points en octobre 2005. C'est actuellement en Allemagne que l'inflation sous-jacente est la plus faible ; à l'inverse, elle est élevée dans les pays méditerranéens.

Enfin, l'écart d'inflation entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français et l'indice de la zone euro s'est accru à -0,3 point en octobre. Cet écart va nécessairement grandir au moment de l'application de la hausse de TVA allemande puis se stabiliser. ■

# Pétrole et matières premières

Au troisième trimestre de 2006, le cours du baril de Brent s'est maintenu à 69,6 \$ (cf. tableau 1). Mais après avoir frôlé 80 \$ début août, le prix du baril a perdu près de 25 \$ en moins de deux mois, pour retomber à des niveaux proches de ceux de décembre 2005. Le relâchement des tensions géopolitiques, les prévisions d'un ralentissement de la croissance économique américaine, ainsi que le maintien début septembre des quotas de l'Opep à 28 mb/j ont été à l'origine de ce fort repli. Depuis le mois d'octobre néanmoins, le cours s'est à peu près stabilisé (cf. graphique 1). La diminution des tensions physiques sur le marché pétrolier, illustrée notamment par la hausse des capacités inemployées de production de pétrole brut et le niveau rassurant des stocks américains, a atténué les effets de l'annonce par le cartel d'une baisse de sa production à compter du premier novembre. Dans ce contexte moins tendu, le prix du baril de Brent devrait fluctuer autour de 60\$ sur la période de prévision. Une réduction supplémentaire de l'offre Opep, susceptible d'intervenir en décembre, pourrait néanmoins exercer une pression à la hausse d'autant plus importante sur les prix qu'elle aurait lieu en hiver, période où la demande de pétrole s'accroît mécaniquement. À l'inverse, des risques de ralentissement plus marqués qu'anticipé de l'économie mondiale pourraient de nouveau pousser les cours à la baisse.

De leur côté, les cours des matières premières hors énergie se modèreraient également, en particulier ceux des prix des matières premières industrielles. Mais au total sur 2006, les fortes augmentations enregistrées au premier semestre conduiraient à une hausse des cours en moyenne annuelle de près de 30 %.

**La décre du prix du baril observée à la fin du troisième trimestre de 2006 s'est poursuivie au début du quatrième trimestre, principalement en raison d'un apaisement des tensions géopolitiques dans un marché bien approvisionné**

À la fin de l'été, les cours du pétrole ont bénéficié d'une série de facteurs baissiers. L'atténuation des inquiétudes sur le nucléaire iranien constitue la principale raison du repli des prix : la probabilité d'une action militaire à l'encontre de Téhéran et d'une mise en œuvre de sanctions économiques est généralement considérée comme ayant fortement baissé. De ce fait, la perspective d'une réduction des exportations pétrolières de la part de l'Iran s'est éloignée. Mais les cours ont aussi reculé en raison d'une reprise plus rapide que prévu de la production à Prudhoe Bay, plus gros champ pétrolier des États-Unis en Alaska. En outre, la saison des ouragans, particulièrement calme cette année, a épargné les installations pétrolières dans le Golfe du Mexique. Enfin, la production irakienne s'est stabilisée en dépit de la poursuite des violences (cf. tableau 2).

Dans ce contexte de relâchement des tensions, l'Opep a annoncé début septembre qu'elle maintenait ses quotas de production à 28 mb/j, prévenant toutefois qu'elle se tiendrait prête à réduire son offre à tout moment pour enrayer une chute excessive des cours. Simultanément, l'Agence internationale de l'énergie a revu à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale de pétrole pour 2006 et 2007, en raison du ralentissement en cours de l'économie américaine (cf. tableau 3). Cette combinaison de bonnes nouvelles à la fois sur l'offre et la demande, associée à l'abondance des stocks américains de pétrole, a permis une détente des prix.

TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels									Niveaux annuels			
	2005				2006				2007		2004	2005	2006
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
Baril de «brent daté» en dollars	47,6	51,6	61,5	56,9	61,8	69,6	69,6	60,0	60,0	60,0	38,2	62,5	62,4
Taux de change euro-dollar	1,31	1,26	1,21	1,19	1,20	1,26	1,27	1,28	1,30	1,30	1,24	1,21	1,29
Baril de «brent daté» en euros	36,3	41,0	50,8	47,9	51,5	55,2	54,8	46,9	46,2	46,2	30,8	51,4	48,5

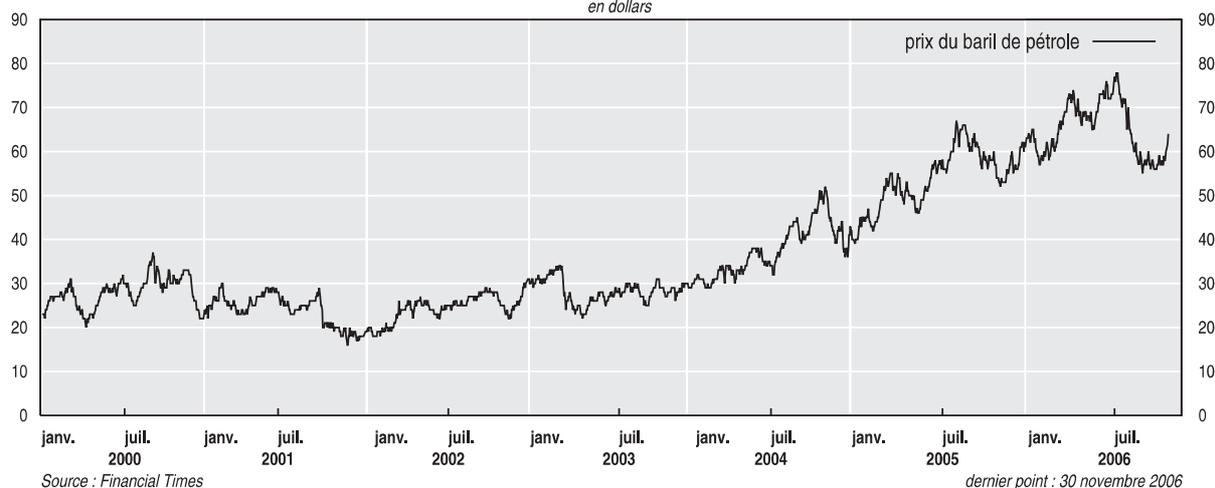
■ Prévisions

Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

1

## PRIX DU BARIL DE PÉTROLE DEPUIS 2000

en dollars



Après 73,3 \$ en août, le cours du baril de Brent s'est ainsi établi à 62,0 \$ et 57,8 \$ respectivement en septembre et octobre 2006.

**Pour faire face à ce repli, l'Opep a annoncé qu'elle baisserait sa production à compter du 1er novembre ; mais cette décision n'a quasiment pas eu d'impact sur les cours**

Le 20 octobre, le cartel a tenu une réunion exceptionnelle, à l'issue de laquelle il a décidé de baisser sa production de 1,2 mb/j à compter du 1<sup>er</sup> novembre. Il a en outre averti que cette baisse concernerait tous les pays à l'exception de l'Irak et qu'elle serait calculée à partir des chiffres de production réelle de septembre. Plus précisément, l'Arabie Saoudite devrait supporter la plus grande part de la réduction avec 380 000 b/j et serait suivie de l'Iran avec 176 000 b/j. Les Émirats Arabes Unis ont de leur côté annoncé une baisse de leur production de pétrole de 100 000 b/j. C'est la première fois que l'Opep décide de réduire sa production depuis avril

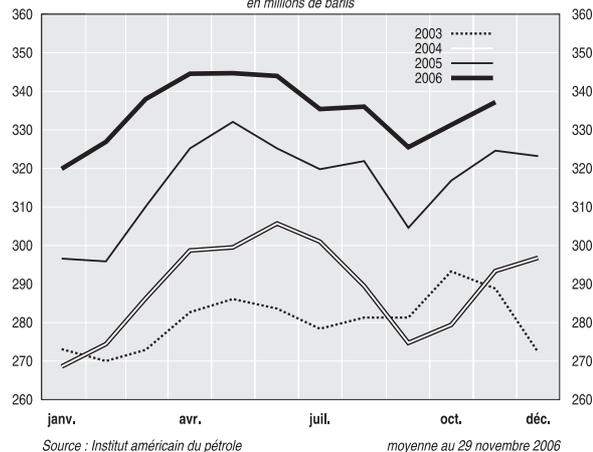
2004, cette mesure visant à soutenir les cours du brut qui ont chuté de près de 25 % depuis la mi-juillet.

Cependant, le marché, rassuré par l'abondance des stocks commerciaux de pétrole brut aux États-Unis (cf. graphique 2) et par la hausse des capacités

2

## STOCKS COMMERCIAUX AMÉRICAINS DE PÉTROLE BRUT

en millions de barils



### TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE

(en millions de barils par jour)

									Données mensuelles		
	2005		2006				2007		août 2006	sept. 2006	oct. 2006
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
<b>Opep excluant l'Irak</b>											
Quotas de production	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	-	-	-	28,0	28,0	28,0
Production de pétrole brut <sup>(1)</sup>	28,1	28,3	28,2	27,8	27,9	27,0	27,0	27,0	28,0	27,7	27,5
<b>Irak<sup>(1)</sup></b>	2,0	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	1,9
<b>Total OPEP, production de NGLs<sup>(2,3)</sup></b>	4,2	4,3	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
<b>Total (y compris NGLs<sup>(2,3)</sup>) non Opep</b>	49,7	50,0	50,7	50,5	50,9	51,7	52,7	52,4	50,8	50,8	51,2
dont : Amérique du Nord <sup>(2)</sup>	13,7	13,7	14,2	14,2	14,3	14,5	14,7	14,4	14,3	14,3	14,5
Russie <sup>(2)</sup>	9,5	9,6	9,5	9,7	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,8	9,8
Europe <sup>(2)</sup>	5,6	5,7	5,7	5,3	5,1	5,4	5,6	5,4	5,0	5,0	5,2
<b>PRODUCTION TOTALE<sup>(1,2)</sup></b>	84,0	84,3	85,2	85,0	85,6	85,5	86,5	86,2	85,5	85,2	85,3

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

Sources : Agence internationale de l'énergie (rapport de novembre 2006), Insee

**TABLEAU 3 : DEMANDE TOTALE DE PÉTROLE, Y COMPRIS GAZ NATUREL LIQUIDE**

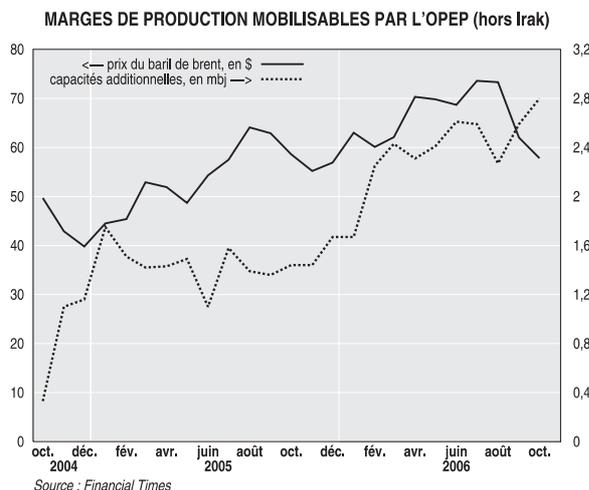
(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles								Variations trimestrielles (en %)							
	2005		2006			2007			2005		2006				2007	
	3 <sup>è</sup> T.	4 <sup>è</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>è</sup> T.	4 <sup>è</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>è</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.
<b>Amérique du Nord</b>	25,6	25,5	25,1	25,1	25,5	26,0	25,7	25,4	1,0	-0,4	-1,4	-0,2	1,7	1,8	-1,1	-1,1
<b>Europe</b>	16,2	16,4	16,5	15,8	16,1	16,5	16,4	15,8	2,1	1,2	0,5	-4,4	2,0	2,2	-0,4	-3,5
<b>Chine</b>	6,6	6,8	6,8	7,1	7,0	7,3	7,2	7,4	2,8	2,1	-0,3	4,4	-1,3	4,6	-1,6	3,1
<b>Monde</b>	<b>83,3</b>	<b>84,1</b>	<b>84,8</b>	<b>83,0</b>	<b>83,9</b>	<b>86,3</b>	<b>86,4</b>	<b>84,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,3</b>

Prévisions  
Source : Agence internationale de l'énergie (rapport de novembre 2006)

inemployées de production de l'Opep (cf. graphique 3), s'est montré très sceptique quant à la mise en œuvre de cette décision : celle-ci n'a eu finalement qu'un faible impact sur les cours. Certains membres du cartel - l'Arabie Saoudite, les Émirats Arabes Unis et le Nigeria notamment -, ont donc informé leurs clients d'une baisse prochaine de leurs livraisons.

3



**Le ralentissement de l'économie mondiale inscrit dans notre scénario devrait peser sur les cours, même si une possible décision de l'Opep lors de sa réunion de décembre de réduire sa production constitue un aléa haussier**

Dans le contexte actuel de modération des tensions sur le marché physique, le ralentissement en cours de l'économie mondiale, et donc de la demande de pétrole, devrait contrebalancer l'impact d'une éventuelle restriction de son offre par l'Opep. C'est pourquoi nous retenons une hypothèse de 60 \$ sur l'ensemble de la période de prévision.

Les prix du pétrole pourraient toutefois s'installer à des niveaux plus faibles à l'horizon du printemps prochain, si le ralentissement de l'économie mondiale que nous anticipons se révélait plus fort que prévu par les marchés.

À l'inverse, une réduction par l'Opep de sa production pourrait soutenir les cours à un niveau supérieur à 60 \$. Le cartel a en effet prévenu qu'il pourrait procéder à une nouvelle baisse de son offre lors de sa prochaine réunion ministérielle le 14 décembre au Nigeria. Or celle-ci interviendrait en plein hiver, au moment où la demande de pétrole croît et où le niveau des stocks de fioul de chauffage diminue. Si elle était respectée, une telle décision pourrait ainsi pousser à la hausse les prix du pétrole.

**En 2006, les cours des matières premières importées par la France auraient progressé d'environ 30 %. Néanmoins, après un premier semestre caractérisé par de très fortes augmentations de prix, la tendance serait désormais à la modération**

Après avoir enregistré de très fortes progressions aux premier et deuxième trimestres de 2006 (+10,7 % et +12,7 % respectivement), les cours des matières premières hors énergie ont poursuivi leur hausse au troisième trimestre, mais sur un rythme beaucoup plus modéré (+3,3 %, cf. graphique 4). En effet, la hausse des prix des matières premières industrielles a été moins prononcée qu'en début d'année (+4,3 %, après +12,9 % et +18,6 % respectivement aux premier et deuxième trimestres), tandis que les cours des matières premières alimentaires sont restés stables (après -2,7 % au trimestre précédent).

L'augmentation plus mesurée des cours des matières premières industrielles au troisième trimestre s'explique d'abord par la hausse davantage contenue des prix des matières minérales : +4,9 %, après +24,0 % au deuxième trimestre. Les cours des métaux non ferreux ont crû de +5,8 % (après +28,0 %), sous l'effet non seulement de l'augmentation des cours du plomb, du cuivre, du zinc et du titane, mais surtout du renchérissement du prix du nickel (+46,6 % après +36,2 %). En effet, des difficultés de production en Australie et en Indonésie - deux des principaux pays producteurs de nickel -, liées notamment à des investissements insuffisants, à un accroissement des coûts et à l'émergence de tensions sociales, sont venues s'ajouter à la forte demande mondiale émanant des secteurs de l'acier inoxydable

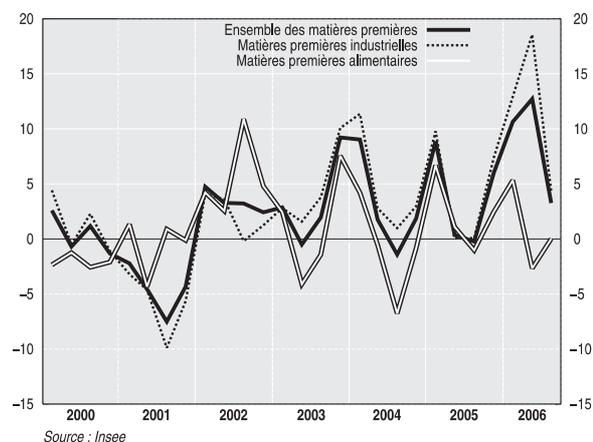
et des superalliages. Finalement, seuls les cours de l'aluminium et du minerai de manganèse se sont infléchis au troisième trimestre. Au total, les prix des métaux non ferreux auraient progressé de plus de 50 % en 2006. En revanche, à l'exception du cours du platine qui augmente de façon presque ininterrompue depuis 2002 (en raison d'un déficit persistant de la production mondiale), les cours des métaux précieux ont tous reculé au troisième trimestre (-1,6 %, contre +17,1 % au trimestre précédent). En particulier, la qualité de valeur refuge de l'or semble avoir perdu de son attrait avec le net recul des prix du pétrole à la fin du troisième trimestre, si bien que son cours a baissé de 1,0 % après s'être accru d'environ 15 % par trimestre au premier semestre de 2006. La progression des prix des matières industrielles s'explique enfin par la hausse, moins marquée, des cours des matières agro-industrielles : +2,1 %, après +2,7 % au deuxième trimestre. Les prix de la pâte à papier, des fibres textiles naturelles et des cuirs ont respectivement augmenté de +7,5 %, +1,8 % et +0,9 % au troisième trimestre.

La stabilité des cours des matières alimentaires à cette même période découle quant à elle de la forte baisse des cours du sucre (-18,5 %), qui à elle seule a compensé les hausses des cours du tabac (+6,1 %), des denrées tropicales (+4,7 %), des céréales (+2,0 %) et des oléagineux (+0,5 %). En effet, l'offre mondiale de sucre a été dopée cet été par la conjonction de deux facteurs. D'une part, les principaux pays producteurs (Brésil, Chine et Inde) ont bénéficié de conditions climatiques particulièrement favorables. D'autre part, l'anticipation d'un accroissement de la demande en éthanol, biocarburant dont l'usage est le plus répandu, a conduit les investisseurs à produire davantage de sucre en période de prix du pétrole élevés. Ce surplus sur le marché a été à l'origine d'un reflux très marqué des prix. En revanche, une pénurie de production liée à de très fortes pluies au Vietnam, principal pays fournisseur de robusta, a propulsé les cours de cette variété de café (+30,9 %) et contribué à la montée des prix des denrées tropicales. Enfin, la très légère augmentation des cours des oléagineux résulte d'un effet de quasi-compensation entre d'une part, le fléchissement des cours des fèves de soja, des huiles d'olive et de tournesol et, d'autre part, l'envolée du prix de l'huile de palme (+14,2 %) qui a fait suite à l'annonce faite par les gouvernements des deux principaux pays fournisseurs (Malaisie et Indonésie) de consacrer 40 % de leur production à la fabrication de biocarburants.

Les premières informations sur le dernier trimestre de 2006 suggèrent une poursuite de la modération des cours des matières premières importées par la France, grâce au ralentissement des prix des matières premières industrielles. Les prix des matières agro-industrielles se replieraient, tandis que ceux des matières minérales présenteraient une progression légèrement plus mesurée qu'au troisième trimestre. Cette évolution serait liée aux prévisions d'un ralentissement de la production industrielle mondiale, et notamment chinoise en 2007<sup>(1)</sup>. De leur côté, les cours des matières premières alimentaires repartiraient à la hausse en fin d'année. ■

4

ENSEMBLE DE MATIÈRES PREMIÈRES HORS ÉNERGIE  
en devises\*



Source : Insee

\*Chaque matière est cotée dans sa monnaie d'origine

\*\* Indice calculé par l'Insee (cf. la publication mensuelle « Informations Rapides : prix du pétrole et des matières premières importées »)

(1) Source AIECE (Association des instituts européens de conjoncture économique), octobre 2006.

# Financement de l'économie

En 2006, les banques centrales des principaux pays industrialisés ont toutes resserré leurs politiques monétaires. Au premier semestre de 2007, dans un contexte de ralentissement américain, les banquiers centraux seraient moins enclins à relever les taux directeurs.

Le taux de change de l'euro, qui s'était stabilisé autour de 1,27 dollar depuis mai 2006, a brusquement augmenté en novembre. Il est supposé stable à 1,30 dollar en prévision. Sur l'ensemble de l'année 2006, les hausses du taux de change et des taux d'intérêt impliquent un durcissement des conditions monétaires et financières dans la zone euro. Celles-ci demeurent toutefois favorables, du fait du bas niveau des taux d'intérêt au regard de leurs valeurs passées, et permettent une forte progression de la masse monétaire et des crédits. En particulier, les crédits au logement connaissent toujours une croissance exceptionnellement élevée, dans un contexte de forte hausse des prix de l'immobilier. Les cours des actions s'inscrivent également en forte progression depuis le début de l'année 2006.

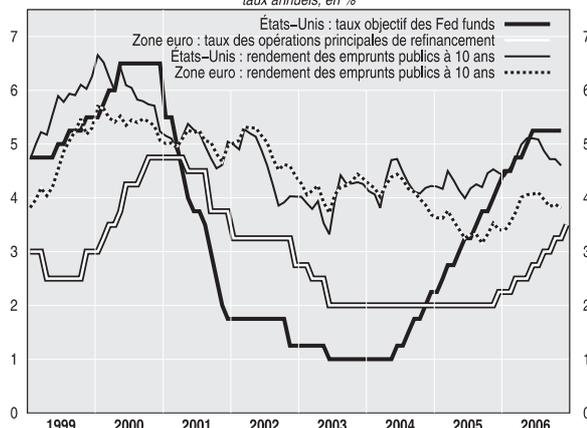
## Après une année 2006 marquée par des relèvements de taux dans les principaux pays industrialisés, l'orientation des politiques monétaires devient moins prédéterminée

En 2006, les banques centrales des principaux pays industrialisés ont toutes relevé leurs taux d'intérêt. Elles ont notamment justifié ces politiques monétaires plus restrictives par la forte hausse des prix des matières premières. De plus, les taux directeurs avaient atteint des niveaux historiquement bas au cours des années précédentes, ce qui s'est traduit dans la plupart des pays par une croissance élevée des agrégats monétaires et de crédit, considérée par certaines banques centrales comme une menace pour la stabilité des prix à long terme. Cependant, avec des politiques monétaires désormais moins accommodantes et des inquiétudes sur les perspectives de croissance économique, en particulier aux États-Unis, les banquiers centraux se montrent aujourd'hui plus réservés qu'il y a quelques mois sur l'orientation future de leurs politiques monétaires et insistent désormais fortement sur l'importance des données économiques à venir.

C'est aux États-Unis que cette prudence apparaît le plus clairement. En effet, le constat du ralentissement de l'activité économique et en particulier du marché de l'immobilier a amené la Réserve fédérale (Fed) à interrompre son cycle de relèvement des taux en août 2006, en laissant le taux objectif des Fed funds stable à 5,25 % (cf. graphique 1). Certes, la Fed évoque dans son dernier communiqué de presse la persistance de risques inflationnistes et s'inquiète de la hausse de l'inflation sous-jacente, mais elle note par ailleurs que le repli des prix de l'énergie, la modération des anticipations inflationnistes et les effets passés du resserrement de la politique monétaire devraient réduire les tensions inflationnistes. Ainsi, une majorité d'économistes et d'opérateurs de marché, prenant en compte l'évolution du discours des autorités monétaires américaines, anticipe désormais une légère baisse du taux directeur au cours du premier semestre de 2007.

Au Japon, même si la reprise économique n'est pas remise en cause, la sortie de la déflation tarde à se confirmer. De ce fait, après un relèvement à 0,25 % du taux directeur en juillet 2006, qui a mis fin à la politique de taux zéro menée depuis 2001, la banque centrale s'est placée dans une position attentiste, dans un contexte de résurgence des incertitudes quant à la sortie définitive de crise de l'économie japonaise. Le taux directeur pourrait toutefois connaître une nouvelle hausse dans les mois à venir, si les indicateurs économiques évoluent favorablement.

**1**  
ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT  
AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO  
taux annuels, en %



Sources : Datainsight, FED, BCE

Au Royaume-Uni, après deux relèvements de 25 points de base en août et en novembre, la Banque d'Angleterre pourrait ainsi laisser son taux directeur inchangé à 5 % dans les prochains mois. Un nouveau relèvement des taux n'est toutefois pas à exclure, la banque centrale restant préoccupée par les risques inflationnistes.

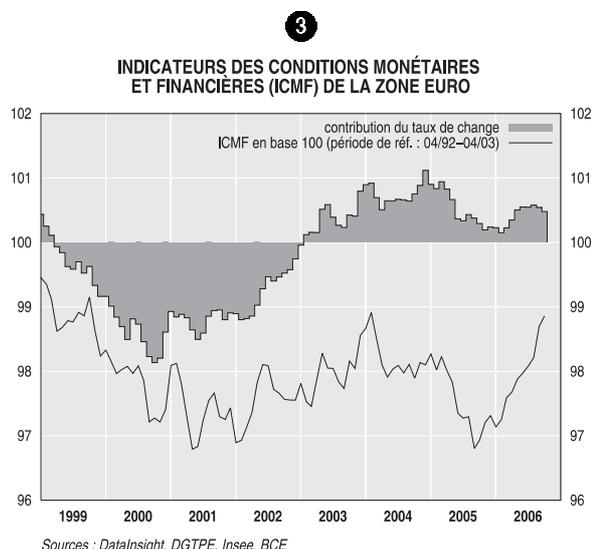
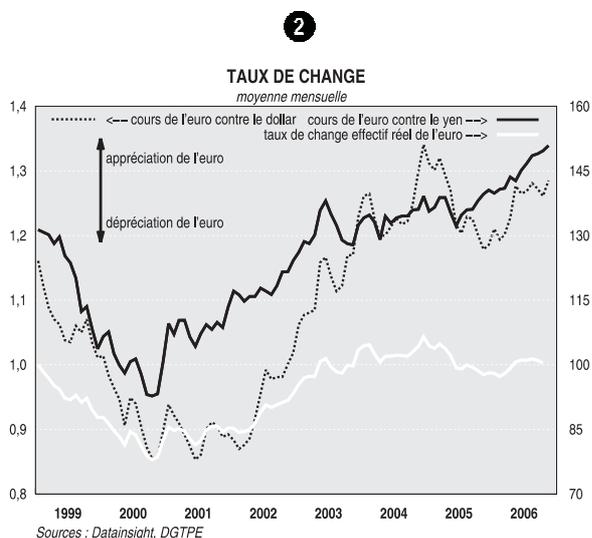
Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a porté son principal taux directeur à 3,5 % le 7 décembre 2006. Le Conseil des Gouverneurs de la BCE a exprimé tout au long de l'année 2006 sa confiance dans la robustesse de la croissance économique de la zone euro et sa préoccupation concernant l'inflation. De plus, il a fait part d'inquiétudes quant à de possibles effets de second tour du choc pétrolier (qui semblent toutefois à ce stade absents selon les statistiques les plus récentes) et d'éventuels relèvements de taxes indirectes et de prix administrés en 2007. Il estime par ailleurs que la croissance toujours très forte de la masse monétaire et des crédits représente une menace sur la stabilité des prix à long terme, dans un contexte de marchés immobiliers toujours dynamiques. Toutefois, en 2007, avec une politique monétaire devenue moins accommodante et des incertitudes sur la croissance économique, liées notamment à la hausse de TVA en Allemagne et au ralentissement américain, la poursuite du resserrement monétaire devient plus incertaine. Ainsi, la majorité des économistes et des opérateurs de marché anticipe une stabilité des taux directeurs ou un seul relèvement de taux de 25 points de base au premier semestre de 2007.

Les taux d'intérêt à long terme avaient fortement progressé dans les principaux pays industrialisés au premier semestre de 2006, du fait notamment de la hausse des anticipations d'inflation liée au choc pétrolier, de la hausse des taux directeurs et de la publication de données économiques meilleures que prévu, notamment aux États-Unis. Par la suite, avec le reflux des prix de l'énergie, la pause dans le relèvement des taux opérée par la Fed et la confirmation du ralentissement américain, les taux longs ont eu tendance à stagner, voire à baisser. Aux États-Unis,

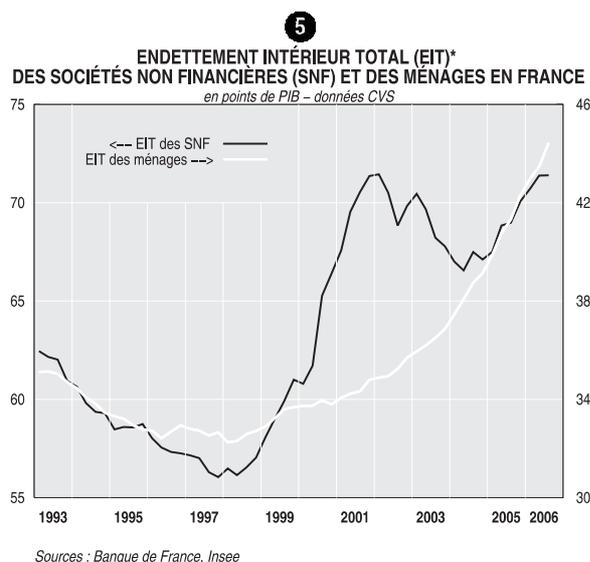
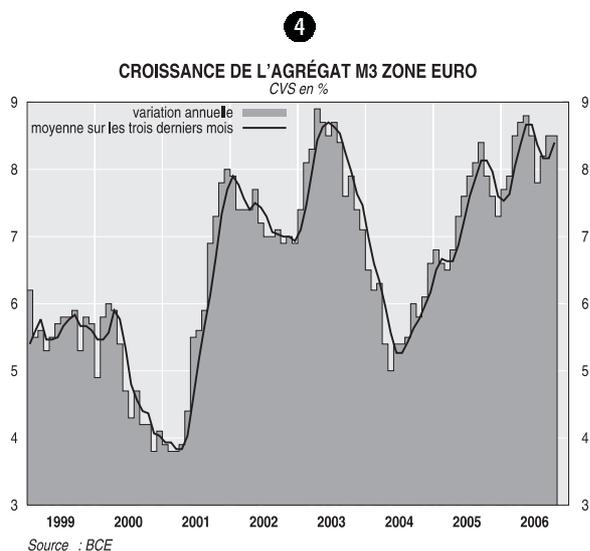
le taux des emprunts d'État à 10 ans est passé de 4,4 % en janvier 2006 à 5,1 % en juin, puis est revenu à 4,6 % en novembre. La courbe des taux était clairement inversée aux États-Unis en novembre, avec un écart de 45 points de base environ entre les rendements des titres publics à 3 mois et à 10 ans. Dans la zone euro, le rendement à 10 ans a suivi une trajectoire parallèle à celle du taux à 10 ans américain au premier semestre, passant de 3,4 % en janvier à 4,1 % en juin, mais s'est moins replié par la suite, du fait de la poursuite du resserrement monétaire dans la zone euro. Il s'est établi autour de 3,8 % en novembre. Au premier semestre de 2007, les taux longs européens et américains pourraient continuer de baisser si le ralentissement de l'activité aux États-Unis se confirme et si la Réserve fédérale baisse ses taux directeurs. Enfin, les écarts de rendement entre titres publics et titres privés sont demeurés relativement stables depuis le début de l'année 2006 aux États-Unis comme dans la zone euro, à des niveaux historiquement faibles.

**Le redressement de l'euro face au dollar et la hausse des taux d'intérêt constituent un léger durcissement des conditions monétaires et financières depuis le début de l'année 2006, dans un contexte de forte croissance des crédits**

Le taux de change de l'euro, qui évoluait autour de 1,20 dollar au début de l'année 2006, s'est brusquement redressé en avril et en mai, lorsque la perspective d'une interruption du resserrement de la politique monétaire américaine s'est précisée (cf. graphique 2). Depuis, le taux de change s'était stabilisé autour de 1,27 dollar. En novembre, la publication d'indicateurs économiques défavorables aux États-Unis et favorables dans la zone euro a provoqué une brusque remontée du taux de change de l'euro, qui a franchi le seuil de 1,30 dollar. De manière conventionnelle, l'hypothèse de 1,30 dollar pour un euro est retenue en prévision.



Avec les hausses simultanées des taux d'intérêt sur toutes les échéances et du taux de change, les conditions monétaires et financières se sont durcies dans la zone euro en 2006 (cf. graphique 3). Toutefois, ces conditions demeurent favorables du fait de taux d'intérêt encore peu élevés relativement aux niveaux passés.

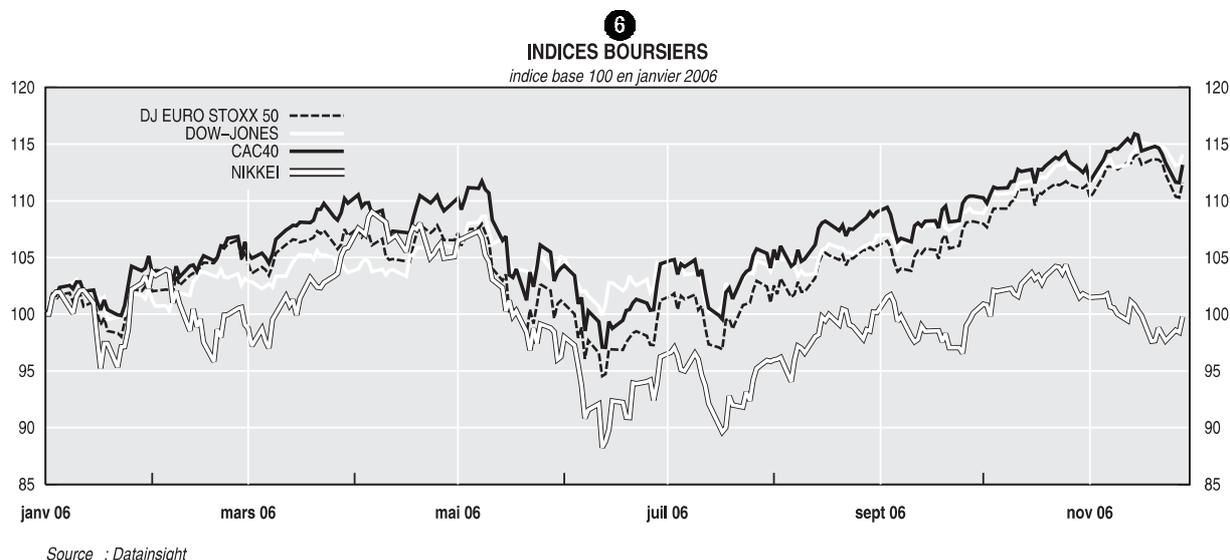


De fait, la masse monétaire et les crédits continuent d'augmenter fortement. L'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est ainsi accru de 8,5 % entre octobre 2005 et octobre 2006 (cf. graphique 4). Dans le même temps, les crédits aux ménages ont progressé de 8,7 %, dont une hausse de 10,4 % des crédits au logement. Les crédits aux sociétés non financières se sont accrus de 12,9 %. Les sociétés non financières ont également augmenté leur financement par émissions de titres, mais de manière plus modérée : les émissions d'actions n'ont progressé que de 1,0 % en glissement annuel en septembre 2006 et les émissions d'autres titres ne se sont accrues que de 4,8 % sur un an à la même date.

En France, les évolutions des agrégats monétaires et des financements sont comparables. En octobre 2006, la masse monétaire a enregistré une croissance annuelle de 9,4 %. Les crédits aux sociétés non financières ont augmenté de 10,7 % en glissement annuel et les crédits aux ménages de 12,1 %, avec une croissance particulièrement élevée, de 15,9 % sur un an, pour les crédits à l'habitat. Le dynamisme du crédit se retrouve dans la hausse de l'endettement intérieur total, qui progresse en glissement annuel en septembre 2006 de 7,4 % pour l'ensemble de l'économie, avec des hausses de 8,9 % pour les sociétés, 12,0 % pour les ménages et 2,9 % pour les administrations publiques. Les sociétés réduisent leurs financements de marché de 1,0 % tandis que les administrations publiques les augmentent de 1,9 %. L'endettement intérieur total des ménages représentait 44,4 % du PIB au troisième trimestre de 2006, contre 34,3 % cinq ans auparavant (cf. graphique 5).

### Les cours boursiers retrouvent une tendance à la hausse après une période de turbulences

Les indices boursiers avaient fortement chuté en mai et juin, suite à un redressement de l'inflation aux États-Unis (cf. graphique 6). En juillet, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont également pesé



sur l'évolution des cours. En revanche, depuis août et la pause dans le relèvement des taux de la Fed, les cours boursiers ont retrouvé une tendance à la hausse. À la fin du mois de novembre 2006, l'indice DJ Euro stoxx 50 de la zone euro affichait une hausse de 11,6 % par rapport au début de l'année. Le

CAC40 français s'inscrivait en hausse de 13,2 % sur la même période tandis que le Dow Jones américain enregistrait une progression de 14,1 %. L'indice NIKKEI japonais, qui avait particulièrement baissé en mai et juin, affichait en revanche une baisse de 0,2 % par rapport au début de l'année. ■