



Fiches Thématiques

International

Conjoncture internationale

Bien que confrontée à des prix énergétiques encore élevés, l'économie mondiale resterait allante au premier semestre de 2006. La bonne orientation des perspectives d'activité dans toutes les régions du monde confirme bien que l'effet du choc pétrolier resterait largement amorti à cet horizon. En particulier, les pressions concurrentielles continueraient de limiter les risques de développement généralisé de l'inflation. Pour autant, les divergences de performance entre pays industrialisés perdureraient, ce qui alimenterait les décalages d'évolution des soldes extérieurs.

Des perspectives mondiales d'activité stabilisées à un haut niveau

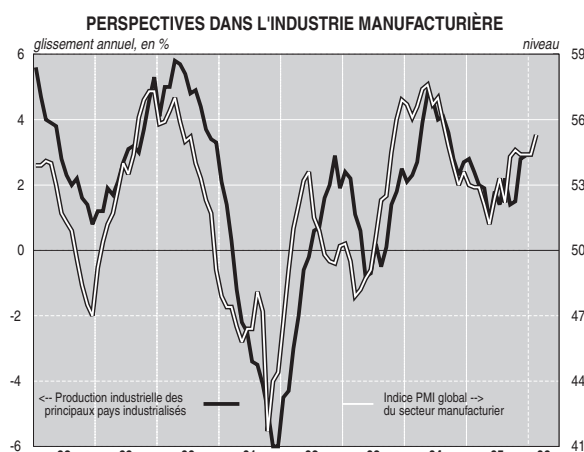
En fin d'année 2005, la croissance d'ensemble des économies industrialisées (États-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro) est restée ferme. Le ralentissement temporaire de l'économie américaine ainsi que la performance encore modeste enregistrée en zone euro ont été contrebalancés par le très vif rebond de l'économie nipponne, qui atteste de la solidité de la reprise des composantes internes de la demande.

Actuellement, dans toutes les régions du monde, les perspectives de production s'inscrivent à de relativement hauts niveaux. Dans l'industrie manufacturière, les perspectives globales d'activité sont restées pratiquement stables entre novembre 2005 et janvier 2006 et se sont même redressées en février. Ceci serait cohérent avec un maintien du rythme de progression de la production industrielle des principaux pays industrialisés aux alentours de 3% en glissement annuel (cf. graphique 1). Quant à l'indice PMI⁽¹⁾ global dans le secteur des services, il s'inscrit encore à un haut niveau au mois de février.

Ces différents éléments plaident pour un maintien du taux de croissance moyen du PIB dans les grandes zones industrialisées entre 2½ et 3½ % l'an. L'activité industrielle restant très florissante en Asie, ce dynamisme rejaillirait sur l'ensemble des économies. Le commerce mondial resterait ainsi bien orienté, si bien que la demande mondiale adressée à la France serait proche, voire légèrement au-dessus de sa moyenne de longue période.

(1) Le Purchasing Managers' Index (PMI) est un indice conjoncturel qui retrace le climat des affaires.

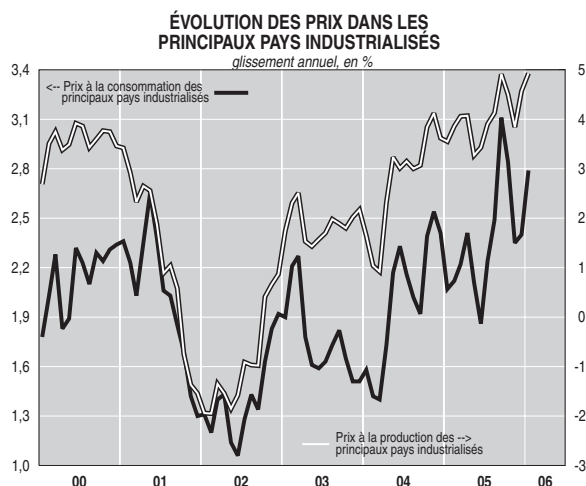
1



Un impact de la hausse des cours pétroliers qui se limite aux effets de diffusion aux prix d'autres consommations intermédiaires

L'effet « assourdi » du choc pétrolier semble devoir se confirmer. Le cours du baril de Brent s'affiche encore légèrement au-dessus de 60 dollars début mars. D'autres matières premières continuent d'enregistrer de fortes progressions : c'est notamment le cas des produits dérivés du pétrole, mais aussi des métaux. Dans ce contexte, les prix à la production augmentent sensiblement depuis la mi-2005 dans la plupart des pays industrialisés. Mais les tensions sur les prix à la consommation apparues à la fin de l'été dernier se sont quelque peu détendues (cf. graphique 2), y compris dans la plupart des pays d'Asie. Ce reflux de l'inflation devrait d'ailleurs se poursuivre à l'horizon de la mi-2006. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du Brent aux alentours de 60 dollars le baril, le repli des composantes énergétiques se poursuivrait en effet. La modération des inflations sous-jacentes perdurerait également car, en dépit de la hausse passée des prix, la progression des salaires reste jusqu'à présent modérée dans les zones industrialisées. Ce phénomène suggère que l'effet du choc énergétique ne dépasserait pas le stade des effets de diffusion aux prix d'autres consommations intermédiaires.

2



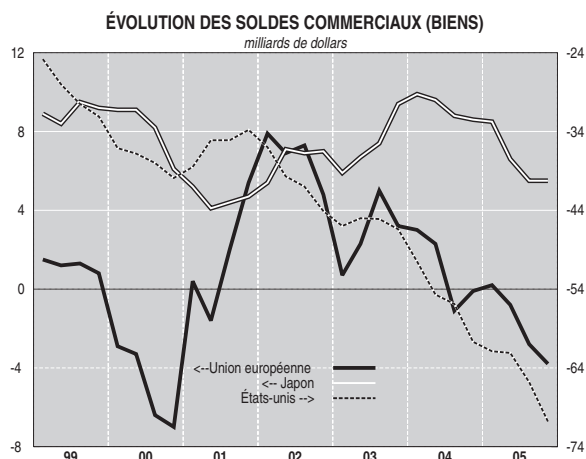
Alors que les conditions de financement resteraient globalement attractives, les décalages de demande entre pays de l'OCDE persisteraient, ce qui se traduirait par une poursuite des déséquilibres commerciaux

Les marchés des changes ont connu peu d'évolutions marquantes ces derniers mois, à l'exception de la légère dépréciation du dollar en termes effectifs réels depuis novembre 2005. Dans ce contexte, le taux de change euro/dollar a été stabilisé à 1,20 sur l'ensemble de la période de prévision, soit un niveau proche de son cours actuel.

Par ailleurs, les conditions de financement demeureraient globalement attractives. Sur la période récente, les taux d'intérêt à court terme se sont certes nettement redressés aux États-Unis mais ils sont restés plus inertes dans les autres zones industrialisées. A l'horizon de la mi-2006, de nouvelles remontées de taux d'intérêt sont probables de part et d'autre de l'Atlantique. Néanmoins, comme c'est le cas jusqu'à présent, les taux d'intérêt à long terme demeureraient peu affectés par les hausses de taux directeurs jusqu'en milieu d'année.

En dépit de ce contexte plutôt favorable, les écarts de performance entre pays industrialisés resteraient marqués à l'horizon de la mi-2006. Les ressorts des demandes intérieures américaine, et dans une moindre mesure nippone et britannique, contrasteraient toujours avec ceux attendus en zone euro. Ce sont avant tout les divergences dans les dynamiques des revenus réels et, plus marginalement, dans l'amplitude des cycles d'investissement qui seraient à l'origine de ces différences. Ainsi, alors que le rythme annuel de croissance de l'activité évoluerait autour de 4,2% aux États-Unis et de 3,0% au Japon, il continuerait de se limiter à 2,0% en zone euro.

3



En miroir de ce décalage de demande, une poursuite des tendances récentes est à attendre sur l'évolution des soldes commerciaux des différentes zones (cf. graphique 3) : nouveau creusement du déficit américain, stabilisation - voire amélioration - de l'excédent japonais grâce notamment à la dépréciation continue du yen depuis un an, et enfin, lente détérioration de la position de l'Union européenne sous l'effet notamment de la facture pétrolière. ■

Environnement international de la zone euro

L'envolée des cours pétroliers a rapidement affecté l'évolution de l'inflation à l'échelle mondiale. Néanmoins, les conséquences de ce choc se limiteraient toujours aux effets de premier tour - impact direct des composantes énergétiques - et aux effets de diffusion aux prix de quelques autres consommations intermédiaires. L'impact sur l'activité a été de son côté très circonscrit, comme en témoigne le dynamisme des secteurs industriels, même dans les pays à forte dépendance énergétique. La remarquable résistance des économies asiatiques est à ce titre particulièrement emblématique.

Alors même que les prix des matières premières industrielles demeurent élevés (cf. fiche « Pétrole et matières premières »), l'environnement international de la zone euro resterait porteur tout au long du premier semestre de 2006. En effet, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, les demandes intérieures se renforceraient. Dans les trois pays, les créations d'emplois s'intensifieraient et les salaires conserveraient leur élan, ce qui permettrait une accélération des rémunérations salariales. Dans le même temps, les tensions inflationnistes s'atténueraient dans les pays anglo-saxons, à la faveur du ralentissement des prix de l'énergie. Les gains de pouvoir d'achat ainsi dégagés stimuleraient la demande des ménages. Ce contexte favorable serait propice à l'investissement, d'autant que les perspectives des entrepreneurs à l'exportation demeurent elles aussi globalement bien orientées.

Au total, les rythmes de croissance annualisés seraient de 4,2% aux États-Unis, 3,0% au Japon et 2,2% au Royaume-Uni au premier semestre de cette année.

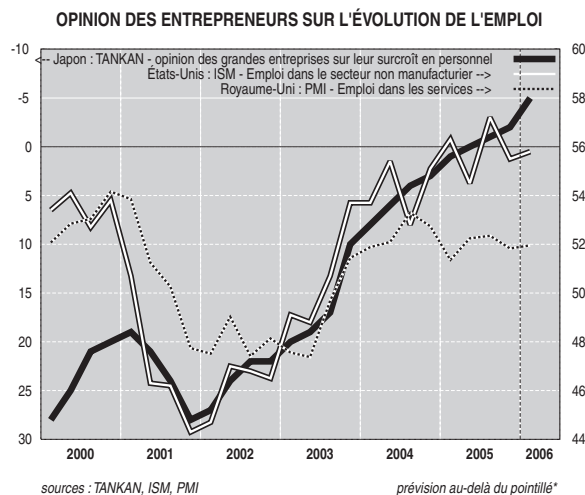
Le dynamisme des revenus réels favoriserait les dépenses des ménages américains, britanniques et japonais

Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, le marché du travail devrait être favorable aux revenus des ménages au cours des prochains mois. Sous l'effet du raffermissement attendu de l'activité dans ces pays (cf. tableau 1), l'emploi gagnerait en vigueur. Ainsi, après un fléchissement en grande partie imputable au passage des ouragans à la fin de l'été 2005, les créations d'emplois accéléreraient aux États-Unis (déjà plus de 200 000 postes créés en moyenne par mois en janvier et février). Au Japon, alors que l'emploi a reculé de 0,4% au quatrième tri-

mestre de 2005, les résultats de la dernière enquête Tankan soulignent que les entreprises auraient mis fin à leur situation de sureffectif (cf. graphique 1). Les tensions sur le marché de l'emploi se font d'ailleurs croissantes : même si le taux de chômage a légèrement progressé au quatrième trimestre de 2005 (4,5% contre 4,3% au trimestre précédent), le nombre des demandes d'emploi a, en décembre et en janvier, dépassé celui des offres d'emploi, phénomène jamais observé depuis septembre 1992. Enfin, après avoir reculé pour la première fois depuis cinq ans (-0,2% au quatrième trimestre de 2005), l'emploi devrait redémarrer au Royaume-Uni : la dernière enquête sur la main-d'œuvre parue en mars est d'ailleurs de bon augure pour le début de l'année.

Dans le même temps, une légère accélération des salaires s'opérerait dans les trois pays. Le mouvement, déjà entamé en seconde partie d'année 2005 outre-Atlantique et outre-Manche, se poursuivrait. Plus précisément, aux États-Unis, le glissement annuel du salaire horaire moyen, qui est passé de 2,7% en août 2005 à 3,5% en février 2006, augmenterait encore jusqu'en milieu d'année. Ce mouvement est à relier à la remontée passée de l'inflation sous-jacente. Elle a en effet gagné près de trois quarts de point en glissement annuel entre le troisième trimestre de 2003 et le quatrième trimestre de 2005. En outre, le bas niveau du taux de chômage (4,8% en février) est de nature à accroître les revendications salariales. Les augmentations de salaires resteraient cependant contenues, ne serait-ce qu'en raison de la modération constatée des anticipations d'inflation,

1



* Prévision pour le Japon, stabilisation au point de février pour les autres pays.

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles			(en %)
	2004		2005				2006		2004	2005	2006 acquis	
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
ÉTATS-UNIS (37,2%) ⁽¹⁾												
PIB	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,4	1,2	0,9	4,2	3,5	2,9	
Consommation	1,1	1,1	0,9	0,8	1,0	0,3	1,2	0,9	3,9	3,6	2,9	
Investissement privé ⁽²⁾	2,0	1,7	1,7	2,3	2,0	1,1	1,6	1,5	9,7	8,1	5,2	
<i>Investissement privé hors logement</i>	2,8	2,5	1,4	2,1	2,0	1,3	1,8	1,6	9,4	8,7	5,7	
<i>Investissement logement</i>	0,7	0,4	2,3	2,6	1,8	0,6	1,3	1,3	10,3	7,1	4,4	
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,5	0,2	0,5	0,6	0,7	-0,2	0,6	0,6	2,2	1,8	1,5	
Exportations	1,3	1,7	1,8	2,6	0,6	1,4	1,5	1,4	8,4	7,0	4,6	
Importations	1,1	2,7	1,8	-0,1	0,6	3,0	2,0	1,8	10,7	6,4	6,0	
Contributions :												
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	0,3	1,3	1,0	4,6	4,1	3,1	
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,2	
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,7	-0,3	-0,5	
ROYAUME-UNI (5,6%) ⁽¹⁾												
PIB	0,4	0,6	0,2	0,5	0,4	0,6	0,5	0,6	3,2	1,8	1,8	
Consommation	0,9	0,5	0,0	0,3	0,6	0,7	0,4	0,8	3,6	1,9	2,0	
Investissement total	-0,3	0,9	0,8	0,2	2,8	-0,8	0,8	1,4	5,2	3,3	2,7	
<i>Investissement des entreprises</i>	1,8	-0,2	-0,3	1,0	0,6	-1,0	0,5	1,0	3,3	1,6	1,0	
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	-0,8	1,6	-3,9	4,4	0,3	1,0	1,0	1,0	6,5	1,0	3,8	
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	-9,8	4,3	19,3	-12,6	20,2	-10,0	2,0	4,0	12,7	16,6	2,7	
Consommation publique ⁽⁵⁾	0,3	0,4	0,3	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5	3,0	1,9	2,0	
Exportations	0,9	0,9	0,4	3,4	0,7	1,1	1,2	1,2	4,6	5,2	4,2	
Importations	1,4	2,3	-1,3	2,5	2,1	0,3	1,0	1,8	6,7	4,8	4,3	
Contributions :												
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	0,6	0,5	0,2	0,3	1,1	0,5	0,5	0,8	3,9	2,2	2,1	
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,2	
<i>Commerce extérieur</i>	-0,2	-0,4	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,0	-0,2	
JAPON (14,8%) ⁽¹⁾												
PIB	0,1	-0,2	1,3	1,4	0,2	1,3	0,8	0,7	2,3	2,7	2,8	
Consommation	0,4	-0,6	1,3	0,8	0,4	0,9	0,5	0,5	1,9	2,2	1,9	
Investissement total	-0,5	0,6	1,8	1,4	1,3	0,0	1,4	1,1	1,0	3,4	3,3	
<i>Investissement privé</i>	0,4	0,8	2,4	1,5	1,5	0,7	1,4	1,1	4,1	6,2	4,0	
<i>Investissement privé hors logement</i>	0,5	0,8	3,3	2,3	1,5	0,4	2,0	1,5	4,6	7,9	4,8	
<i>Investissement logement</i>	0,1	0,4	-1,3	-1,9	1,6	2,1	1,0	1,0	2,0	-0,7	3,7	
<i>Investissement public</i>	-3,8	0,1	-0,5	1,0	0,3	-2,7	0,0	0,0	-8,8	-5,9	-1,6	
Consommation publique	-0,2	0,6	0,8	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	2,0	1,8	0,8	
Exportations	0,5	1,2	-0,3	3,5	3,1	3,5	3,0	2,5	13,9	6,9	10,1	
Importations	1,7	2,3	0,0	2,2	3,2	-0,9	2,2	1,8	8,5	6,2	5,1	
Contributions :												
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	-0,1	1,3	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	1,7	2,3	2,0	
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,0	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,6	0,1	0,1	0,8	0,2	0,8	

Prévision

(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.

induite par l'accalmie intervenue sur les prix de l'essence et du gaz. Les salaires perçus par les ménages japonais ont de leur côté fortement progressé au quatrième trimestre de 2005 (+2,9% après -3,3% au troisième trimestre), essentiellement sous l'effet des bonus exceptionnellement élevés distribués en cette fin d'année. L'embellie sur les salaires devrait d'ailleurs se poursuivre au premier semestre de 2006. En effet, les négociations salariales de printemps (*shunto*) qui ont débuté à la mi-janvier devraient être l'occasion pour les syndicats d'obtenir des hausses de rémunérations.

La situation sur le marché du travail serait donc globalement favorable à la progression des revenus d'activité dans les trois pays (*cf. tableau 2*). Cependant, deux facteurs viendraient limiter la hausse du revenu réel au Japon. Le pays ne sortant que progressivement de la déflation, le déflateur de la consommation resterait encore négatif, ce qui constituerait un frein à la progression salariale. En outre, la suppression de certains abattements fiscaux accordés aux ménages en 1999 pour un montant total de 1 600 milliards de yens entre en vigueur à partir de janvier 2006. A l'inverse, le reflux de l'inflation américaine, sous l'effet du repli de la composante

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

(en %)

	Moyennes annuelles			
	2003	2004	2005	2006 (*)
États-Unis				
Emploi salarié non agricole	-0,3	1,1	1,5	1,3
Salaire moyen par tête	2,9	4,3	4,6	2,9
Revenu disponible brut nominal	4,3	6,1	4,3	4,8
Déflateur de la consommation privée	1,9	2,6	2,8	1,6
Taux d'épargne en niveau	2,1	1,8	-0,4	-0,1
Royaume-Uni				
Emploi salarié	1,0	1,0	1,0	0,2
Salaire moyen par tête	3,5	3,6	3,7	3,2
Revenu disponible brut nominal	4,7	3,5	4,5	3,4
Déflateur de la consommation privée	1,9	1,2	2,0	1,5
Taux d'épargne	5,4	4,4	5,3	5,0
Japon				
Emploi total	-0,2	0,2	0,4	-0,1
Salaire moyen par tête	-1,3	-1,5	0,8	1,5
Revenu disponible brut nominal	-1,2	0,4	1,1	1,3
Déflateur de la consommation privée	-0,9	-0,6	-0,8	-0,4
Taux d'épargne	4,0	3,1	3,0	2,8

■ Prévission

(*) Pour les États-Unis et le Royaume-Uni : acquis à la fin du deuxième trimestre de 2006.

(*) Pour le Japon : moyenne annuelle 2006.

énergétique, constituerait un facteur supplémentaire de soutien du pouvoir d'achat. Ce dernier s'inscrirait ainsi en nette accélération par rapport à la seconde partie de l'année 2005. Au Royaume-Uni, c'est également la poursuite de la dynamique des salaires, conjointement à la baisse de l'inflation, qui viendrait alimenter la progression du revenu réel. Les prix à la consommation ont d'ailleurs ralenti pour le quatrième mois consécutif en janvier (+1,9% en glissement annuel).

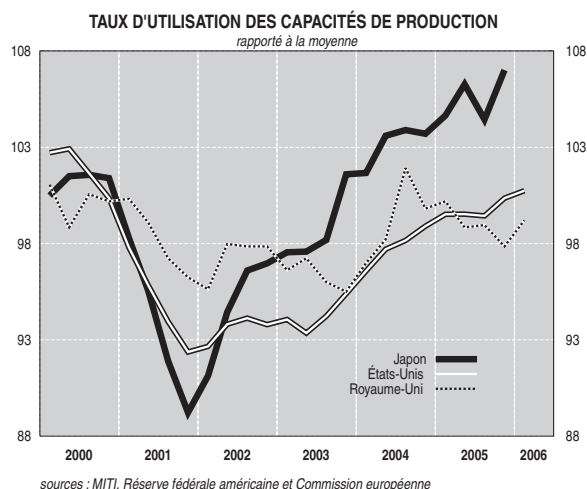
Ainsi, portée par les gains de pouvoir d'achat, la demande des ménages accélérerait au premier semestre de cette année dans les principaux pays industrialisés partenaires de la zone euro. Deux facteurs ponctuels supplémentaires favoriseraient le comportement de dépense des ménages américains. D'une part, le choc temporaire à la baisse directement imputable à l'arrêt des rabais automobiles intervenu fin 2005, cesserait de jouer : les ventes au détail présentent d'ailleurs un acquis de croissance très favorable à la fin février (+2,1% en volume). D'autre part, l'investissement résidentiel serait dynamisé par l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans, comme en atteste déjà le rebond des mises en chantier observé en début d'année. Outre-Manche, le principal facteur à l'origine du rebond des ventes au détail serait la reprise du marché de l'immobilier intervenue depuis la mi-2005 (cf. encadré « Comparaison des performances économiques Royaume-Uni/Zone euro »). Par ailleurs, le maintien du taux directeur de la Banque d'Angleterre à 4,50%, après la baisse de 0,25 point intervenue en août 2005, aurait pour effet d'estomper progressivement les effets passés de la hausse des taux. À noter cependant que, même si la

confiance des consommateurs britanniques se restaure, la faiblesse des ventes au détail (-0,6% d'acquis fin février contre une progression de +1,6% au dernier trimestre de 2005) laisse présager un léger ralentissement des dépenses au premier trimestre de 2006. Parallèlement, l'investissement en logement reprendrait, bénéficiant lui aussi de l'accélération du revenu réel et d'un taux d'intérêt hypothécaire bas. Cette reprise transparaît d'ores et déjà dans l'essor des transactions immobilières.

La relativement bonne tenue des perspectives d'activité et les conditions de financement encore globalement favorables soutiendraient la progression de l'investissement

Le dynamisme de la demande, tant domestique qu'étrangère, motiverait les projets d'investissement des entreprises. Le raffermissement des dépenses en équipement est d'ailleurs suggéré par un faisceau d'indicateurs, au premier rang desquels figure la remontée générale des taux d'utilisation des capacités de production (cf. graphique 2). Les commandes en biens d'équipement sont également très bien orientées aux États-Unis depuis la fin de l'année 2005. C'est également le cas au Japon, où la vétusté du parc de biens d'équipement induirait une recrudescence des investissements de remplacement.

Par ailleurs, les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des entreprises sont encourageants. Aux États-Unis, après trois mois consécutifs de baisse, les perspectives d'activité ont augmenté au mois de



Note de lecture :

Les taux d'utilisation des capacités de production sont centrés sur la période 1995-2005 de façon à permettre une comparaison entre les trois pays.

février dans l'industrie et sont demeurées à un relativement haut niveau dans le secteur non manufacturier. L'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans constituerait en outre un facteur de soutien à l'investissement des entreprises. Au Royaume-Uni, les dernières enquêtes CBI dans l'industrie de janvier et février révèlent une amélioration des anticipations de production au cours des trois prochains mois. De la même façon, au Japon, l'enquête Tankan pour le quatrième trimestre de 2005 atteste de l'intention des entrepreneurs d'accroître leurs investissements en biens d'équipement au cours des trimestres à venir, et ce malgré des anticipations de profits revues à la baisse.

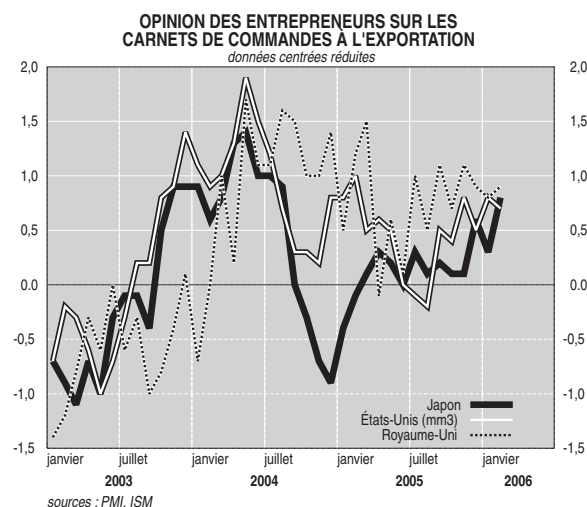
Enfin, les conditions de financement resteraient globalement attractives. Aux États-Unis, en dépit du cycle de relèvement des taux directeurs, ininterrompu depuis juin 2004, la dernière enquête réalisée par la Réserve fédérale indique que le pourcentage de banques durcissant les conditions de financement auprès des entreprises tend à se stabiliser. En outre, les profits dégagés dans le passé récent et la restauration des capacités d'autofinancement faciliteraient le financement des projets d'investissement. Les entreprises nippones ont également amélioré leur situation financière. Elles ne seraient donc pas affectées à court terme par la décision de la Banque du Japon d'abandonner sa politique d'injection massive de liquidités dans le système bancaire. Au Royaume-Uni, les conditions de crédit restent toujours aussi attractives avec un taux de prêt accordé aux entreprises quasiment stable et à un relativement bas niveau (autour de 5%, à comparer avec les 13% du début des années 1990). Néanmoins, les décisions d'investissement ont été largement affectées dans le passé récent par le repli de la production industrielle (-0,6% et -0,8% sur les deux derniers trimestres de 2005) et le redressement de l'industrie apparaît encore fragile. Dans ce contexte, la crois-

sance de l'investissement des entreprises britanniques devrait donc rester contenue, permettant une simple stabilisation du taux d'investissement.

Les ressorts internes de la croissance alimenteraient la progression des importations et donc du commerce mondial

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les importations conserveraient leur élan en raison du dynamisme recouvré des demandes intérieures. Cependant, en dépit de la progression des exportations, les échanges extérieurs y pénaliseraient la croissance dans les trimestres à venir. À l'inverse, les exportations japonaises bénéficieraient pleinement du dynamisme de l'activité des principaux partenaires asiatiques, dont l'activité industrielle semble pour le moment peu affectée par les cours élevés du pétrole. Elles tireraient également parti du mouvement de dépréciation du yen engagé depuis près d'un an.

L'effet d'entraînement joué par l'environnement international de la zone euro sur le commerce mondial, qui se lit d'ores et déjà dans la bonne orientation des carnets de commandes à l'exportation (cf. graphique 3), risquerait de se trouver affaibli si les aléas à la baisse sur les rythmes d'activité de ces trois pays venaient à se concrétiser. En particulier, l'augmentation de la pression fiscale sur les ménages japonais pourrait à terme peser sur leurs dépenses. Au Royaume-Uni, l'aléa pourrait se matérialiser sous la forme d'un éventuel resserrement monétaire, motivé par le redémarrage tangible de l'activité. Aux États-Unis, il résiderait dans un atterrissage plus brutal que prévu du marché immobilier, dans un contexte où les demandes de prêts hypothécaires montrent des signes de fléchissement et où l'accessibilité au logement se dégrade en raison de la flambée des prix. ■



Note de lecture :

mm3 = moyenne mobile sur 3 mois

Depuis plus de quatre ans, le Royaume-Uni a su dégager un rythme de croissance supérieur à celui de ses principaux partenaires européens. Ainsi, de la mi-2001 à la mi-2005, le différentiel de croissance moyen entre le Royaume-Uni et la zone euro a été de 1,2 point en faveur de l'économie britannique. Cet écart s'explique essentiellement par des divergences de dynamiques des demandes intérieures, et plus précisément de consommation privée. Néanmoins, depuis peu, il tend à se réduire, puisque les dépenses des ménages outre-Manche ont ralenti avec les prix de l'immobilier : le Royaume-Uni et la zone euro évoluent désormais sur des rythmes de croissance tout à fait semblables.

L'année 2001 a marqué un véritable décrochage de rythme d'activité entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale. En effet, à partir de cette date, la croissance de la zone euro a ralenti, passant de 4,0% en 2000 à 1,9% en 2001, pour tomber à 0,7% en 2003. Le Royaume-Uni a en revanche fait preuve d'une étonnante résistance à l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies : bien qu'il ait lui aussi divisé de près de moitié son taux de croissance en 2001 (passant de 4,0% en 2000 à 2,2% l'année suivante), il a ensuite conservé un rythme d'activité au moins aussi dynamique jusqu'en 2004. Cette meilleure performance trouve son explication dans l'évolution plus favorable de la demande intérieure. Certes, la politique budgétaire a été davantage expansionniste outre-Manche, si bien que la progression de la consommation publique, notamment, a été plus forte qu'en zone euro. Mais c'est plus fondamentalement la consommation des ménages qui est à l'origine des écarts de croissance⁽¹⁾ (cf. graphique 1) : celle-ci a évolué sur des rythmes supérieurs à 2% sur toute la période considérée, contre un peu moins de 1% en zone euro.

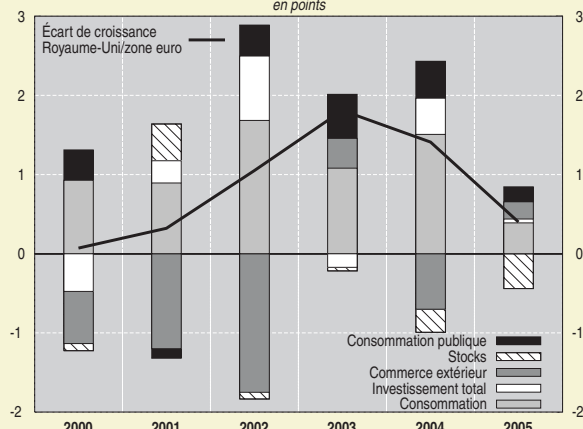
Ce phénomène est d'abord à relier à la progression des rémunérations salariales qui a été plus vive au Royaume-Uni : à l'exception de l'année 2002, les écarts de revenu réel entre les deux économies ont été particulièrement élevés (de l'ordre de 2 points), principalement sous l'effet de la dynamique des salaires. En revanche, les écarts de rythmes de créations d'emplois ont été peu significatifs, alors même que le taux de chômage britannique a baissé de manière quasi continue (passant de 5,1% en 2001 à 4,7% en 2004) contrairement à celui de la zone euro qui n'a cessé d'augmenter sur la même période (7,9% en 2001, 8,9% en 2004). Par ailleurs, suite à l'éclatement de la bulle boursière, la Banque d'Angleterre a baissé son taux directeur de 2 points sur l'ensemble de l'année 2001 (de 6% à 4%), ce qui a pleinement profité aux ménages britanniques puisqu'ils sont majoritairement endettés à taux variables. Dans le même temps, la Banque centrale européenne a diminué son

taux d'1 point (de 4,75% à 3,75%). Ensuite, jusqu'à la mi-2003, les évolutions des politiques monétaires ont été assez similaires au Royaume-Uni et en zone euro. La consommation des ménages britanniques a enfin été soutenue par le niveau élevé du taux d'endettement des ménages, qui n'a cessé de croître depuis 2001 pour atteindre plus de 135% du revenu disponible brut en 2005.

Mais la principale explication du dynamisme de la consommation outre-Manche réside dans l'évolution du marché immobilier résidentiel. L'équation de consommation présentée ci-après permet de bien illustrer combien l'effet de richesse immobilière a joué un rôle moteur dans la bonne tenue des dépenses des ménages britanniques (cf. graphique 2). Lors du dégonflement de la bulle financière, la montée des prix de l'immobilier a en effet plus que compensé la chute de l'indicateur boursier (Footsie), ce qui a largement contribué à soutenir la consommation. À partir de novembre 2003 cependant, la remontée progressive du taux directeur de la Banque d'Angleterre a entraîné une modération des prix de l'immobilier. Les effets de ce ralentissement sur la consommation se sont fait particulièrement sentir en 2005 : celle-ci est ainsi passée de 2,3% de croissance en 2004 à 1,2% en 2005. Les écarts de rythmes d'activité entre le Royaume-Uni et la zone euro s'en sont trouvés mécaniquement réduits.

Enfin, sur l'ensemble de la période 2001-2005, la vigueur des dépenses des ménages britanniques a soutenu la production de services domestiques, si bien que les écarts de croissance entre le Royaume-Uni et la zone euro se sont concentrés sur les activités tertiaires (1,4 point en moyenne). Les écarts de valeurs ajoutées industrielles ont été quant à eux plus faibles (0,4 point en moyenne) et en faveur de la zone euro. Cette faiblesse structurelle du secteur manufacturier britannique s'est traduite par un recours accru aux importations de produits industriels et *in fine* par une contribution presque toujours négative du commerce extérieur à la croissance.

1
DÉCOMPOSITION DES ÉCARTS DE CROISSANCE
ENTRE LE ROYAUME-UNI ET LA ZONE EURO
en points



source : Eurostat

(1) À noter qu'en 2001 et 2002 la contribution du commerce extérieur à l'écart de croissance entre les deux économies a été plus forte que celle de la consommation. Cependant, cette contribution négative s'explique essentiellement par la hausse des importations britanniques, et donc bien par le dynamisme de la demande intérieure au Royaume-Uni.

Au total, l'économie britannique a enregistré de meilleures performances que la zone euro entre 2001 et 2004, essentiellement parce que les ménages ont bénéficié des effets de richesse immobilière, du dynamisme des revenus salariaux et du bas niveau des taux d'intérêt. Depuis 2005 néanmoins, suite à l'atterrissage en douceur du

marché immobilier et par conséquent, à la modération de la consommation britannique, ces écarts de croissance ont commencé à se réduire (0,4 point l'an passé). ■

Estimation de l'équation de consommation des ménages britanniques :

$$\Delta LCONSO = 0,004 + \underset{(4,21)}{0,23 \Delta LCONSO_{-2}} + \underset{(2,57)}{0,14 \Delta LY} - \underset{(2,89)}{0,11 \Delta LY_{-2}} + \underset{(-2,26)}{0,02 \Delta LF} + \underset{(2,89)}{0,24 \Delta LPX} - \underset{(-5,02)}{0,23(LCONSO_{-1})} - \underset{(15,65)}{2,06} - \underset{(9,86)}{0,10 LF_{-1}} - \underset{(33,22)}{0,68 LY_{-1}} - \underset{(15,71)}{0,15 LPX_{-1}}$$

$R^2 = 0,51$

Avec :

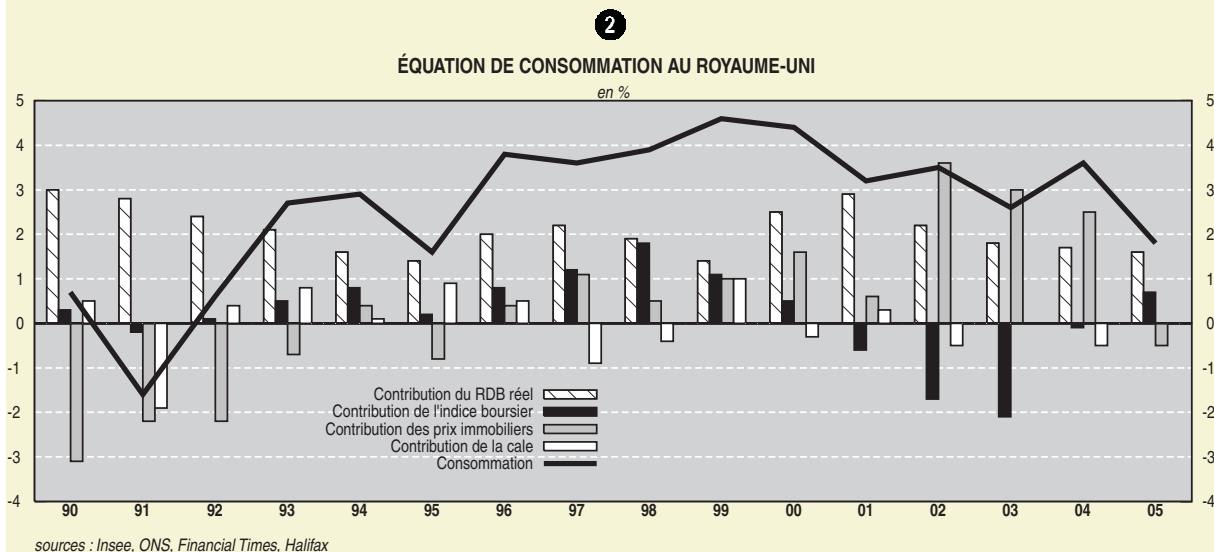
LCONSO : logarithme de la consommation des ménages en volume

LY : logarithme du revenu disponible brut réel

LF : logarithme de l'indice boursier réel

LPY : logarithme du revenu disponible brut réel

LPX : logarithme des prix immobiliers Halifax réels



Conjoncture dans la zone euro

Après trois trimestres d'accélération, le PIB de la zone euro a fléchi au quatrième trimestre (+0,3%). Le ralentissement est plus particulièrement prononcé dans les trois grands pays de la zone, avec notamment une stagnation de la croissance en Allemagne. Au contraire, la croissance dans les autres pays a été encore dynamique. Le repli du commerce extérieur et de la consommation privée après un troisième trimestre exceptionnel explique cette décélération ponctuelle.

Début 2006, la croissance du PIB s'installerait sur un rythme proche de sa tendance (+0,5% par trimestre) avec un acquis de +1,6% à la fin du deuxième trimestre, après une croissance annuelle de 1,4% en 2005. La demande intérieure serait encore fragile (cf. graphique 1) du fait de la modération de la consommation liée à la faiblesse du revenu des ménages. Mais un raffermissement de l'investissement serait perceptible. De plus, la bonne tenue de la demande mondiale continuerait de soutenir les exportations de la zone et les échanges extérieurs contribueraient positivement à la croissance.

Au quatrième trimestre 2005, l'activité dans la zone euro a marqué une pause avec de fortes disparités nationales

Les résultats du quatrième trimestre attestent de la fragilité du rebond amorcé mi-2005, dans l'attente de la consolidation des déterminants internes de la croissance (cf. tableau « PIB de la zone euro » et graphique 2).

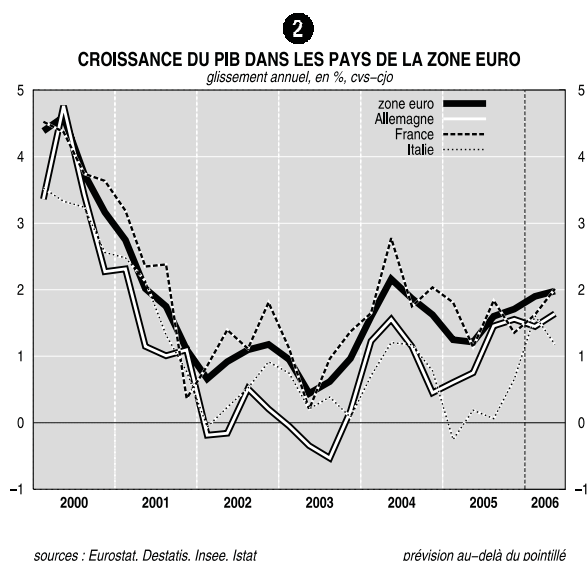
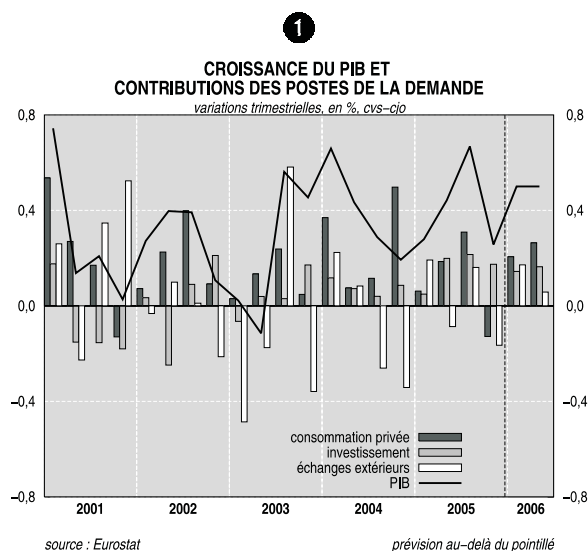
La production industrielle a ralenti (+0,5% au quatrième trimestre, après +0,9%), pénalisée par une demande extérieure moins forte qu'au troisième trimestre. En France et en Italie, l'évolution de la production industrielle a été négative. Au contraire, la production industrielle allemande est restée dynamique, en décalage avec le reste de la zone.

Début 2006, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie continuent de témoigner d'une amélioration du climat des affaires au sein de la zone euro (cf. graphique 3). La croissance du PIB reviendrait sur un rythme proche de sa tendance (+0,5% par trimestre). Elle serait soutenue par la reprise progressive du cycle de l'investissement et par une demande mondiale vigoureuse. Les disparités nationales de croissance s'estomperaient : le PIB allemand progresserait au même rythme que celui de la

zone ; en Italie la croissance serait légèrement inférieure (cf. encadré « Détecte-t-on un décalage conjoncturel entre les grands pays de la zone euro depuis 2005 ? »).

La consommation des ménages progresserait modérément en lien avec la stagnation des salaires réels

La consommation des ménages a reculé au quatrième trimestre (-0,2%). La modération salariale a été maintenue sur l'ensemble de l'année sans que l'amélioration du marché de l'emploi ne permette



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

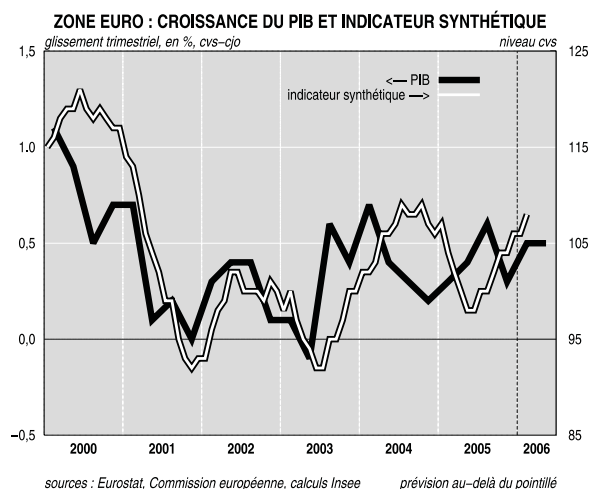
(en %)

(en %)

	Évolutions trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2004				2005				2006		2003	2004	2005	2006 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4%) ⁽¹⁾														
PIB	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,6	0,0	0,5	0,5	-0,2	1,1	1,1	1,3
Consommation des ménages	0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,3	-0,6	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1
FBCF totale	-1,9	-0,3	0,9	-0,4	-1,2	0,3	1,8	0,7	0,8	0,8	-0,7	-1,5	0,2	2,9
Consommation publique	-1,0	-0,5	0,4	-1,9	0,5	1,5	0,4	-1,6	-0,2	-0,2	0,1	-1,6	0,1	-1,0
Exportations	3,3	3,2	-0,5	0,5	2,1	1,1	4,9	0,5	2,0	1,9	2,3	8,3	6,6	6,6
Importations	1,6	2,0	2,4	0,5	-1,1	2,1	5,2	1,1	1,2	1,6	5,0	6,1	5,5	6,4
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,6	-0,5	0,1	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,3
Variations de stocks	0,0	-0,1	0,6	-0,1	-0,2	0,3	-0,1	0,8	0,0	0,0	0,6	0,5	0,2	0,6
Commerce extérieur	0,7	0,6	-1,0	0,0	1,2	-0,3	0,2	-0,2	0,4	0,2	-0,9	0,8	0,9	0,4
ITALIE (17,9%) ⁽¹⁾														
PIB	0,5	0,3	0,4	-0,4	-0,5	0,7	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	1,0	0,2	1,1
Consommation des ménages	1,2	-0,5	-0,1	0,4	0,0	0,6	0,4	0,2	0,3	0,5	1,4	1,0	0,9	1,2
FBCF totale	3,4	0,5	-1,4	-1,6	-1,0	1,6	1,3	0,5	0,5	0,5	-1,8	1,9	-0,9	2,3
Consommation publique	-0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0	2,3	0,7	0,8	0,3
Exportations	-1,5	3,7	4,2	-4,2	-4,6	5,2	2,9	1,5	1,2	1,0	-1,9	3,2	0,7	5,8
Importations	-0,2	1,7	1,1	0,2	-2,8	4,2	1,1	1,5	1,3	1,1	1,3	2,5	2,3	4,9
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	1,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,7	0,5	0,2	0,3	0,4	0,9	1,1	0,5	1,2
Variations de stocks	-0,5	-0,1	-0,1	0,7	0,1	-0,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,1	-0,4
Commerce extérieur	-0,4	0,5	0,8	-1,1	-0,5	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,2	-0,4	0,3
ESPAGNE (10,2%) ⁽¹⁾														
PIB	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	2,9	3,1	3,4	2,8
Consommation des ménages	0,7	1,0	1,4	1,5	0,7	1,0	1,1	1,2	0,8	0,8	2,6	4,4	4,4	3,1
FBCF totale	0,3	1,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,1	2,1	1,1	1,0	5,6	4,9	7,2	4,4
Consommation publique	2,3	2,3	1,7	1,2	-0,2	1,1	1,9	1,7	1,5	1,5	4,8	6,0	4,5	5,2
Exportations	1,9	0,0	1,4	-1,0	-1,8	2,7	2,2	-1,2	1,5	1,5	3,6	3,3	1,0	3,5
Importations	2,8	1,7	3,4	2,0	-1,0	3,3	3,3	0,9	1,9	1,9	6,0	9,3	7,1	6,6
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,9	1,3	1,5	1,8	0,9	1,2	1,3	1,6	1,0	1,0	4,2	5,0	5,3	4,0
Variations de stocks	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1
Commerce extérieur	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-1,5	-1,8	-1,9	-1,1
ZONE EURO (27,8%) ⁽²⁾														
PIB	0,7	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	0,5	0,5	0,7	1,8	1,4	1,6
Consommation des ménages	0,6	0,1	0,2	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,0	1,4	1,4	0,9
FBCF totale	0,6	0,4	0,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8	2,2	2,8
Consommation publique	-0,1	0,4	0,4	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0	0,3	0,3	1,7	1,1	1,3	1,1
Exportations	1,8	2,5	1,2	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5	1,8	1,6	1,2	5,9	3,9	5,6
Importations	1,2	2,4	2,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9	1,4	1,5	3,0	6,2	4,7	5,5
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,7	0,1	0,4	0,5	1,1	1,4	1,5	1,3
Variations de stocks	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,2	0,4	0,1	0,1
Commerce extérieur	0,2	0,1	-0,3	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,1	-0,6	-0,1	-0,3	0,1

■ Préviation
 (1) Part dans le PIB de la zone euro
 (2) Part dans le PIB de l'OCDE
 source : Eurostat

3

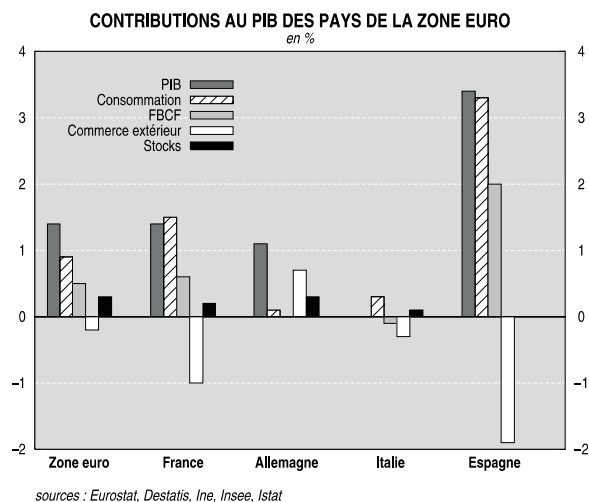


d'augmenter significativement le pouvoir d'achat des ménages (+0,0% sur les deux derniers trimestres de l'année, cf. tableau « comptes des ménages de la zone euro »). En Allemagne, la consommation des ménages s'est effondrée en fin d'année (-0,6%) tandis qu'elle est demeurée le principal moteur des croissances française et espagnole (cf. graphique 4).

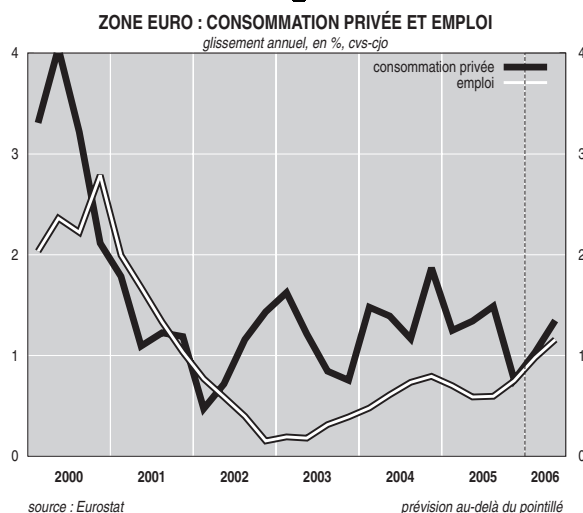
Les fondamentaux n'encourageraient pas un franc redémarrage de la consommation privée. La reprise modérée de l'emploi (environ +0,3 % par trimestre, cf. graphiques 5 et 6) et la stagnation des salaires en termes réels se traduirait par un revenu des ménages peu allant. En revanche, l'inflation devrait graduellement se dégonfler au premier semestre 2006 (+2,1% en juin 2006, contre +2,4% en janvier), renforçant ainsi légèrement le pouvoir d'achat des ménages (+0,3%, puis +0,4% aux deux premiers trimestres de 2006).

Ainsi, la consommation privée accélérerait au premier semestre (+0,4% puis +0,5% en variation trimestrielle), comme en atteste le rebond important des ventes au détail en début d'année, avec un acquis de +0,7% en janvier pour le premier trimestre. Au deuxième trimestre, elle serait ponctuellement dynamisée par l'organisation de la Coupe du Monde

4



5



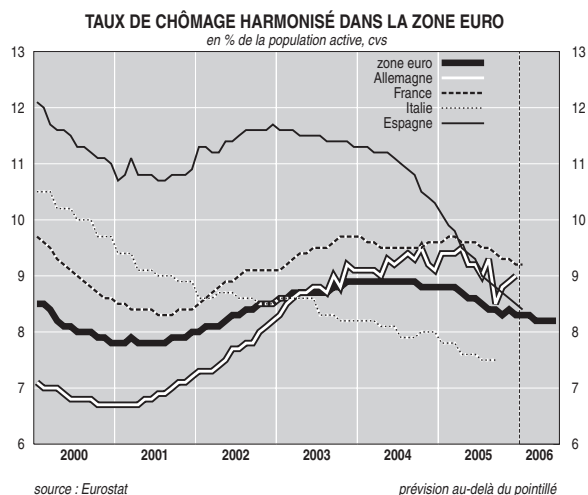
de football en Allemagne. Les grands événements sportifs poussent traditionnellement à la hausse les ventes de biens de consommation et les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration. L'hypothèse d'un surcroît de consommation de 0,3% au deuxième trimestre dans ce pays a ainsi été retenue dans la prévision.

La consommation publique resterait en retrait par rapport à la consommation privée, avec des disparités au sein de la zone euro. Dans les trois grands pays, la maîtrise des dépenses publiques serait renforcée pour se conformer aux critères du Pacte de stabilité et de croissance. Au contraire, en Espagne, l'excédent budgétaire permettrait de dégager des marges de manœuvre pour augmenter la consommation publique.

La zone euro bénéficierait globalement de la forte demande mondiale

Au quatrième trimestre de 2005, les exportations extra-zone ont été limitées par le faible dynamisme de la demande mondiale (+1,0%). Le contre-coup de livraisons exceptionnelles d'Airbus pour la France et l'Allemagne au trimestre précédent a pesé

6

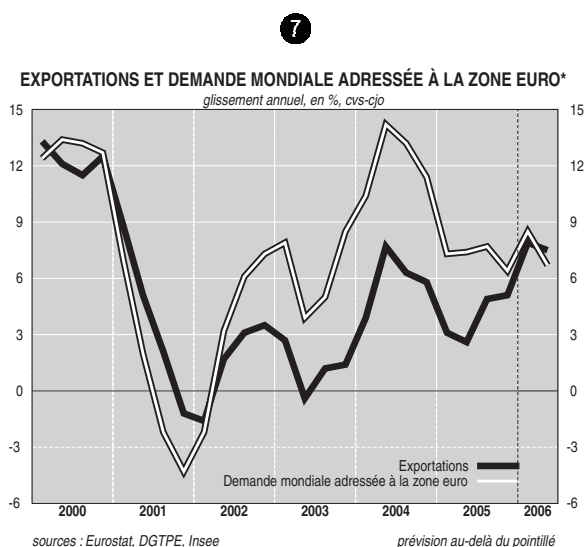


ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %)

	2003	2004	2005	2006 acquis	2004				2005				2006	
					1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Masse salariale	2,6	2,6	2,3	2,4	1,1	0,7	0,0	0,7	0,9	0,4	0,4	0,8	0,8	0,9
- Emploi	0,3	0,7	0,6	0,8	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3
- Salaire unitaire	2,3	2,0	1,7	1,5	1,0	0,4	-0,2	0,6	0,8	0,3	0,1	0,6	0,5	0,6
RDB	2,9	2,1	2,5	2,2	0,7	0,6	0,3	0,1	1,0	0,8	0,7	0,5	0,7	0,8
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,1	12,0	11,4	11,2	12,5	12,4	12,1	11,1	11,5	11,6	11,1	11,3	11,3	11,2
Déflateur de la consommation des ménages	2,0	2,0	1,9	1,5	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4	0,7	0,5	0,4	0,4
Masse salariale réelle	0,6	0,7	0,4	0,8	0,6	0,1	-0,4	0,4	0,4	0,0	-0,3	0,3	0,4	0,5
- Salaire unitaire réel	0,3	0,0	-0,2	0,0	0,4	-0,2	-0,7	0,3	0,3	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,2
RDB réel	0,9	0,2	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,6	0,4	0,0	0,0	0,3	0,4

■ Prév. (modèle MZE)
Sources : Eurostat, calculs Insee



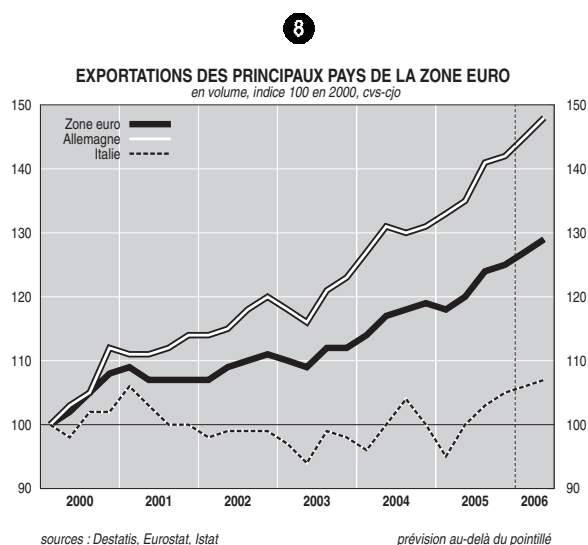
* Somme des importations de ses partenaires pondérées par les parts de marché qu'elle détient chez eux.

sur la progression des exportations en fin d'année. Les échanges intra-zone ont également décéléré, entraînés par le ralentissement de l'activité dans les principaux pays de la zone. Dans l'ensemble, les exportations de la zone euro ont progressé de 0,5%, en repli par rapport à la vigueur des deux trimestres précédents.

Début 2006, la dépréciation passée du taux de change effectif de l'euro (-5,9% entre février 2005 et février 2006 en termes nominaux) constituerait un léger soutien à la compétitivité de l'ensemble de la zone. Ses exportations seraient surtout dynamisées par la bonne orientation des demandes des pays partenaires (cf. fiche « Environnement international de la zone euro »). Elles reviendraient donc sur leurs déterminants traditionnels, tirées par la demande mondiale (cf. graphique 7).

Les spécialisations sectorielle et géographique de l'Allemagne continuent de lui assurer une demande mondiale plus dynamique que le reste de la zone euro. En outre, ses exportations se situeraient toujours au-delà de la demande mondiale qui lui est adressée en raison des gains de compétitivité-coût engendrés par la poursuite de la modération salariale. A l'inverse, l'Italie ferait face à la poursuite de la hausse de ses coûts salariaux. Elle continuerait de perdre des parts de marché dans les secteurs traditionnels de biens de consommation sur lesquels elle se trouve en concurrence avec les pays émergents d'Europe et d'Asie du Sud-Est (cf. graphique 8).

Le commerce extérieur de l'Espagne reste pénalisé par la désynchronisation de sa conjoncture avec celle du reste de la zone euro. Le dynamisme de la consommation alimente la croissance des importations. A l'inverse, les exportations sont limitées par l'atonie de la demande intérieure des autres pays. De plus, le différentiel de progression des coûts salariaux unitaires (de l'ordre d'un point et demi de pourcentage) avec la zone euro se maintiendrait. La dégradation de la compétitivité-coût continuerait de peser sur le solde commercial de l'Espagne.



L'investissement productif serait un peu plus ferme début 2006

En 2005, le taux d'investissement a atteint un point bas en milieu d'année et s'est nettement relevé au troisième trimestre. L'amorce de redémarrage du cycle de l'investissement n'a pas été remise en cause par le ralentissement de l'activité au quatrième trimestre. L'investissement productif aurait atteint +4,1% en glissement annuel après +2,7% au trimestre précédent.

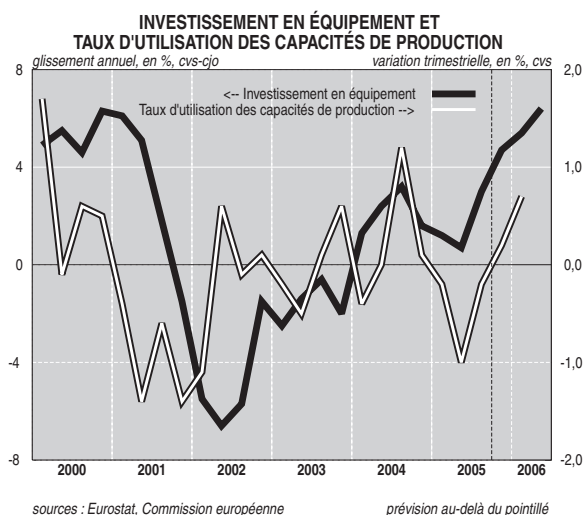
Les entrepreneurs anticipent depuis près d'un an une amélioration de leurs perspectives d'activité et observent fin 2005 des tensions sur les capacités de production (cf. graphique 9). Ils devraient renforcer leur investissement en équipement qui progresserait d'environ +1,0% par trimestre en 2006.

Malgré la hausse récente des taux directeurs de la Banque centrale européenne, les taux longs demeurent à un niveau historiquement bas. Les conditions de financement de l'investissement sont toujours favorables. De plus, la restauration passée des marges des entreprises leur permet d'envisager de nouveaux projets d'investissement par autofinancement. Le taux de marge en 2005 dépasse le niveau atteint en 1998 (cf. graphique 10).

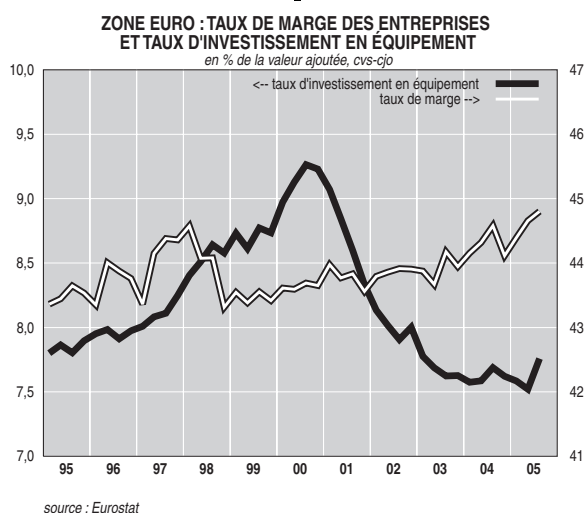
La croissance de l'investissement en construction serait restée légèrement positive au quatrième trimestre (+0,3%). Sur l'ensemble de la zone euro, la conjoncture du secteur de la construction semble s'améliorer. En Allemagne et en Italie, l'embellie conjoncturelle amorcée en fin d'année 2005 se poursuivrait début 2006 (cf. graphique 11). En France et surtout en Espagne, la croissance du secteur BTP serait toujours soutenue par le crédit à l'habitat. Ainsi, l'investissement dans ce secteur croîtrait de 0,3% par trimestre en 2006.

L'investissement total progresserait de 0,8% aux deux premiers trimestres de 2006. ■

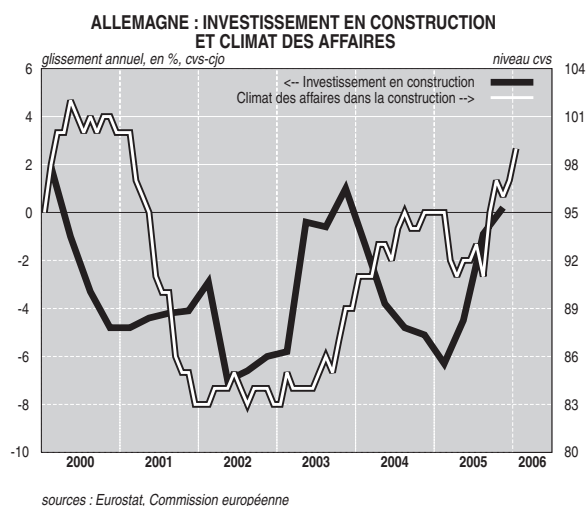
9



10



11



Après une baisse sur la première moitié de l'année 2005, les enquêtes européennes de conjoncture dans l'industrie manufacturière se sont retournées à partir de juillet. Dans les trois grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie), les enquêtes ont atteint un point bas, respectivement en juin, mai et avril. Depuis, les enquêtes se sont améliorées presque sans interruption jusqu'en février 2006 pour atteindre des niveaux historiquement élevés en Allemagne et en Italie notamment. Cependant, ces évolutions globalement similaires recèlent, à un niveau plus fin, des situations assez différentes selon les pays.

Les divergences peuvent être observées sur un diagramme de phase, présentant l'évolution des soldes d'opinions des enquêtes dans l'industrie, ainsi que de l'indicateur synthétique (IS)⁽¹⁾ pour chaque pays et pour l'ensemble de la zone euro (cf. graphique A). Les IS allemand et italien ont progressé plus vite, tirés en Allemagne par les soldes d'opinions sur les perspectives de production et en Italie par les soldes d'opinions sur les carnets de commandes. Le diagramme de la France est en revanche nettement à l'intérieur des diagrammes de l'Allemagne, de l'Italie et de la zone euro. Les enquêtes françaises apparaissent donc en retrait par rapport à celles des deux autres pays et de la zone euro. Ce résultat doit être comparé à la situation de 1999 où la France s'était trouvée en avance sur ses partenaires européens lors de la phase de retournement de conjoncture survenue en mai de cette année-là (cf. graphique B). En se limitant à cette analyse descriptive des enquêtes de conjoncture dans l'industrie, la France connaîtrait depuis le milieu de l'année 2005 une amélioration moins vigoureuse du climat des affaires que ses partenaires européens.

Une mesure plus précise des décalages conjoncturels à partir des enquêtes permet de les replacer dans une perspective historique. Le modèle retenu pour cela est un modèle dynamique à facteurs, variante de l'indicateur de décalage conjoncturel (IDC) développé par Lengart, Mora et Toutlemonde⁽²⁾. Les données utilisées proviennent des cinq soldes d'opinions usuels des enquêtes de

conjoncture dans l'industrie réalisées par l'Ifo en Allemagne, l'Insee en France et l'Isae en Italie. Un Facteur Commun et les IDC propres à chaque pays sont extraits de ces données. L'IDC est un indicateur qualitatif permettant d'estimer les évolutions de l'écart entre le climat des affaires dans l'industrie d'un pays particulier par rapport au climat des affaires dans l'ensemble des pays considérés (l'Allemagne, la France et l'Italie) mesuré par le facteur commun.

L'évolution des IDC de l'Allemagne, de la France et de l'Italie nuancent le résultat obtenu sur les évolutions des soldes d'opinions (cf. graphique C). Au cours du deuxième semestre de 2005, les positions de l'Allemagne et de l'Italie se sont améliorées vis-à-vis de la conjoncture commune des trois grands pays, à mesure que celle-ci s'appréciait. La position de la France s'est ponctuellement appréciée au début de l'été. Sur la base des évolutions des IDC, l'Italie aurait donc rattrapé en 2005 un décalage conjoncturel évalué comme négatif en début d'année, alors que la France serait restée en phase avec la conjoncture commune. En revanche, les anticipations des industriels en Allemagne se seraient améliorées beaucoup plus rapidement que dans les deux autres pays.

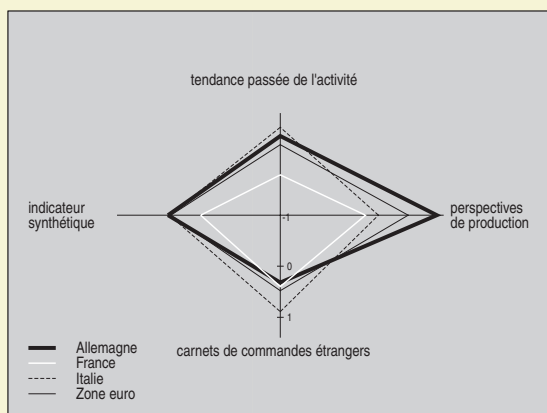
Cependant, les évolutions des IDC comme du facteur commun et les changements de positions conjoncturelles en 2005 apparaissent d'amplitudes bien plus faibles que par le passé (cf. graphique D). En 1999 notamment, la reprise amorcée par la zone euro dans son ensemble avait révélé des décalages conjoncturels conséquents entre les trois pays et une position avancée de la France qui s'étaient traduits par des écarts importants de croissance importantes. En conclusion, il ne semble pas y avoir de véritable décalage entre les secteurs manufacturiers des grands pays de la zone euro en 2005. L'Allemagne présente une légère avance alors que la France et l'Italie se retrouvent début 2006 en phase avec la conjoncture commune. On assiste donc depuis 2001 à une convergence du climat des affaires dans l'industrie de ces trois pays, favorisée par l'absence de cycles bien marqués. ■

(1) L'Indicateur Synthétique est extrait des soldes des réponses aux enquêtes dans l'industrie par analyse factorielle ; il résume l'information concomitante de tous les soldes. Il est publié tous les mois dans l'Information Rapide « Enquêtes européennes de conjoncture mensuelles » de l'Insee.

(2) « Ecart de climat conjoncturel au sein de la zone euro » - Note de Conjoncture, décembre 2002.

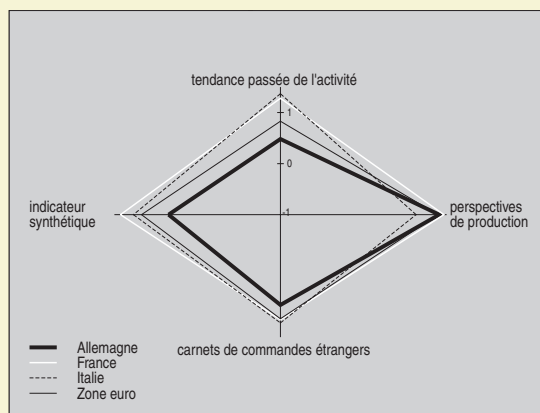
ENCADRE (SUITE) : DÉTECTE-T-ON UN DÉCALAGE CONJONCTUREL DANS L'INDUSTRIE ENTRE LES GRANDS PAYS DE LA ZONE EURO DEPUIS 2005 ?

A
VARIATIONS DES SOLDES D'OPINIONS DE JUILLET 2005 À JANVIER 2006
en points d'écart-type

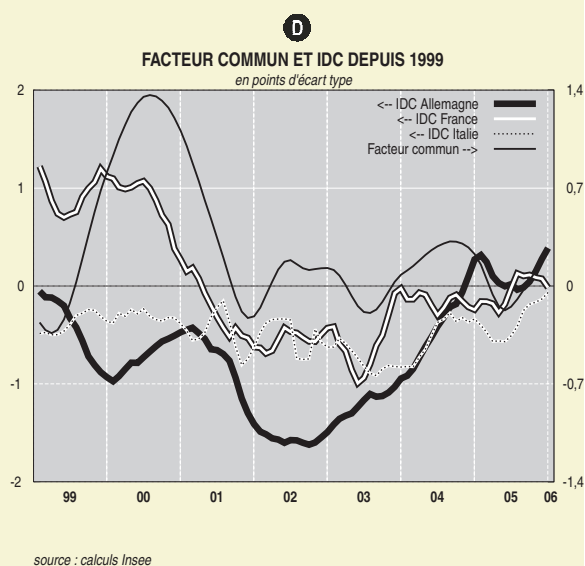
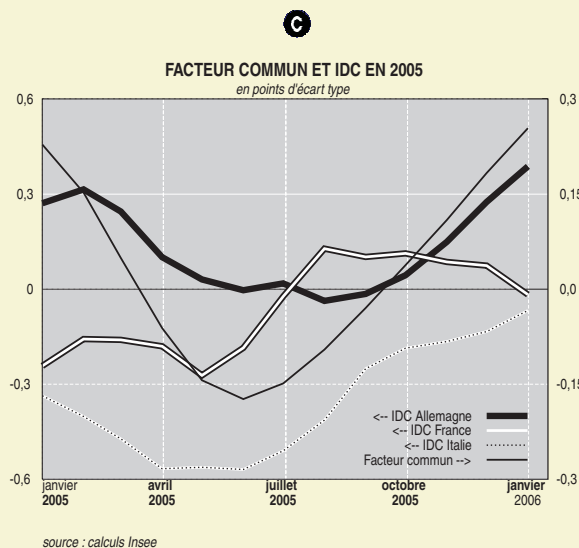


sources : Ifo, Insee, Isae, Commission européenne

B
VARIATIONS DES SOLDES D'OPINIONS DE MAI À NOVEMBRE 1999
en points d'écart-type



sources : Ifo, Insee, Isae, Commission européenne



Prix à la consommation au sein de la zone euro

A la fin de l'année 2005, l'inflation dans la zone euro a épousé le profil du glissement des prix énergétiques pour revenir à +2,2% en décembre. Sous l'effet du dégonflement de ces prix, les écarts d'inflation au sein de la zone ont reflué mais continuent de témoigner de situations cycliques hétérogènes. Ce repli s'est cependant interrompu dès le début de l'année avec le rebond des prix du baril de pétrole : l'inflation s'est ainsi établie à 2,3% en février 2006.

Au premier semestre de 2006, sous les hypothèses d'un prix du Brent stabilisé à 60 dollars le baril et d'un taux de change à 1,20, l'inflation sous-jacente⁽¹⁾ remonterait à 1,5% tandis que le glissement annuel des prix de l'énergie se dégonflerait. Au total, l'inflation diminuerait progressivement à 2,1% en juin 2006.

Les derniers soubresauts du choc pétrolier

A l'occasion d'un nouveau rebond des prix du pétrole en ce début d'année 2006, le glissement annuel des prix s'établit à +2,3% en février. Le mouvement de repli de l'inflation enregistré en fin d'année 2005 (+2,2% en glissement annuel en décembre, après +2,6% en septembre 2005) ne s'est pas confirmé.

Toutefois, sous l'hypothèse d'un prix du Brent stabilisé à 60 dollars le baril et d'un taux de change de 1,20 dollar pour 1 euro sur l'horizon de prévision, l'inflation se replierait légèrement pour s'établir à 2,1% en juin 2006 (cf. graphique 1).

(1) Mesurée comme l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

Suite aux flambées successives du cours du Brent enregistrées à l'automne 2005, le glissement annuel des prix de l'énergie a atteint des niveaux records (+15,0% en septembre 2005). Dans le sillage des mouvements du prix du baril de pétrole, il a reflué en fin d'année, s'affichant à 11,2% en décembre 2005 puis s'est redressé en ce début d'année pour s'établir à 12,5% en février 2006 en glissement annuel (cf. tableau 1). En prévision, l'inflation énergétique se dégonflerait avec la stabilisation des prix du brut (cf. graphique 2 présentant les variations trimestrielles). Même si au printemps, du fait de l'indexation des prix du gaz et de l'électricité sur celui du pétrole, les hausses passées devraient avoir une influence positive sur le glissement annuel des prix de l'énergie, celui-ci diminuerait à 9,0% en juin 2006 après le léger rebond enregistré en janvier.

Les prix de l'alimentation (cf. graphique 3) ont connu une nette accélération au second semestre de 2005 portant leur glissement annuel à 1,7% en décembre en raison notamment du dynamisme des prix des produits frais et de la hausse des prix du tabac intervenue au 1er septembre 2005 en Allemagne. Au premier semestre de 2006, la croissance des prix des produits alimentaires se stabiliserait progressivement pour revenir à sa moyenne de longue période (+1,0% en juin 2006, après +1,4% en décembre). Aussi, les prix de l'alimentation ralentiraient légèrement en l'absence de fortes hausses des prix du tabac dans la zone euro⁽²⁾. Le glissement annuel des prix de l'alimentation s'établirait ainsi à 1,5% en juin 2006. L'inflation sous-jacente s'établirait à 1,5% en juin 2006.

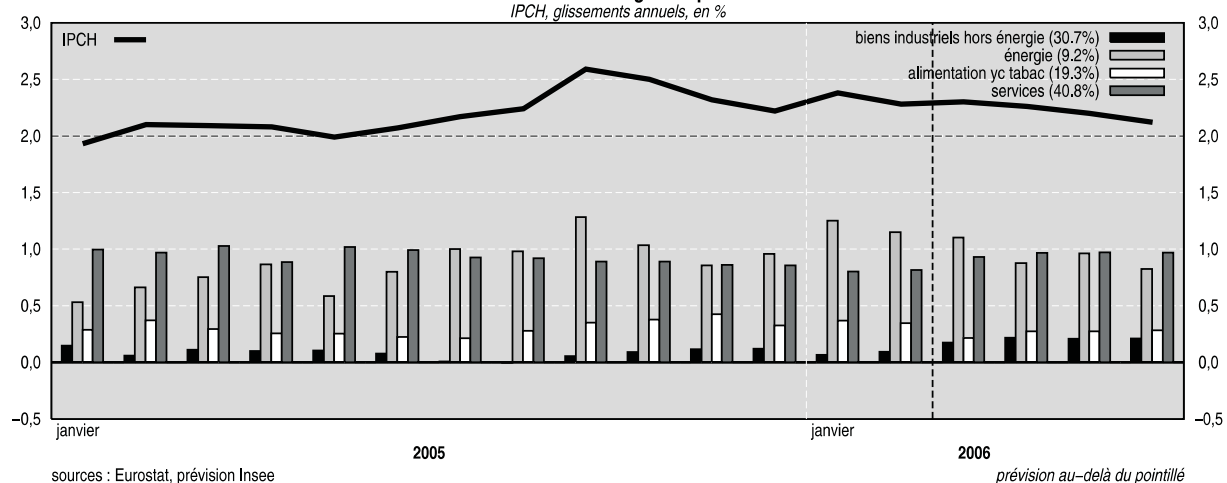
(2) Les mesures fiscales adoptées en Espagne dans le cadre de la loi antitabac en vigueur au 1er janvier 2006 (décret royal du 10 février 2006 e.g.) ne devraient pas avoir d'impact fort dans un contexte de véritable « guerre des prix » du tabac.

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (pondération 2006)	Glissements annuels (variation en %)						
	fév. 2005	juin 2005	déc. 2005	fév. 2006	juin 2006	2004	2005
Ensemble (100,0%)	2,1	2,1	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,3%)	1,9	1,1	1,7	1,8	1,5	2,3	1,6
dont Produits Alimentaires (15,3%)	0,5	0,4	1,4	1,6	1,0	1,0	0,7
Boissons alcoolisées et tabac (4,0%)	7,2	3,9	2,7	2,5	2,8	7,5	4,9
Énergie (9,2%)	7,7	9,4	11,2	12,5	9,0	4,5	10,1
Inflation sous-jacente (71,5%)	1,4	1,4	1,4	1,2	1,5	1,8	1,4
dont Produits manufacturés (30,7%)	0,2	0,2	0,4	0,3	0,7	0,8	0,3
Services (40,8%)	2,4	2,2	2,1	2,0	2,4	2,6	2,3

Prévision
source : Eurostat

1 DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO contributions des grands postes



Après un léger ralentissement à l'automne, l'inflation sous-jacente s'est redressée en fin d'année, revenant à des niveaux comparables à ceux du premier semestre de 2005 (+1,4% en décembre, après +1,4% en juin 2005). Nonobstant un glissement annuel exceptionnellement faible en ce début d'année (stable à +1,2% en janvier et février 2006, principalement en raison de soldes, dans le secteur de l'habillement et de l'équipement ménager, particulièrement marquées cette année), l'inflation sous-jacente remonterait progressivement pour s'afficher à 1,5% en juin 2006. L'absence d'effets de « second tour » et la diffusion limitée des hausses passées des prix du pétrole, dans un contexte général de fragilité de la demande intérieure de la zone euro, expliquent ce profil contenu (cf. graphique 4).

Les prix des services, première composante de cet indicateur, ont nettement ralenti au cours de l'année 2005, le glissement annuel passant de 2,4% en janvier 2005 à 2,0% en décembre 2005. En prévision, le rythme modéré de progression des salaires en zone euro se traduirait par un ralentissement du prix des services au premier trimestre de 2006. Puis, avec de faibles répercussions des hausses passées du prix du baril de pétrole, dans le secteur des trans-

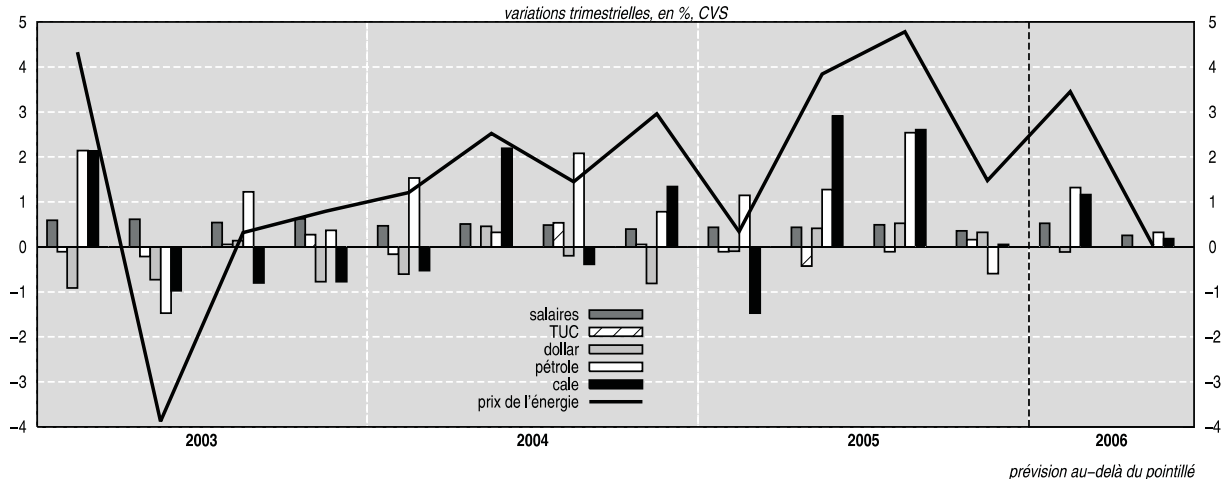
ports notamment, le glissement annuel des prix des services se redresserait légèrement pour retrouver des niveaux plus traditionnels pour cette composante. Il s'afficherait ainsi à 2,4% en juin 2006, après 2,1% en décembre.

La légère progression des prix dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, serait conduite par les hausses du prix des matières premières et du pétrole sur 2005. Avec un prix du baril de pétrole stabilisé autour de 60 dollars et d'un taux de change de l'euro à 1,20, ce renchérissement des produits manufacturés serait néanmoins limité (cf. graphique 5). Le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'établirait donc à 0,7% en juin 2006, après 0,4% en décembre 2005.

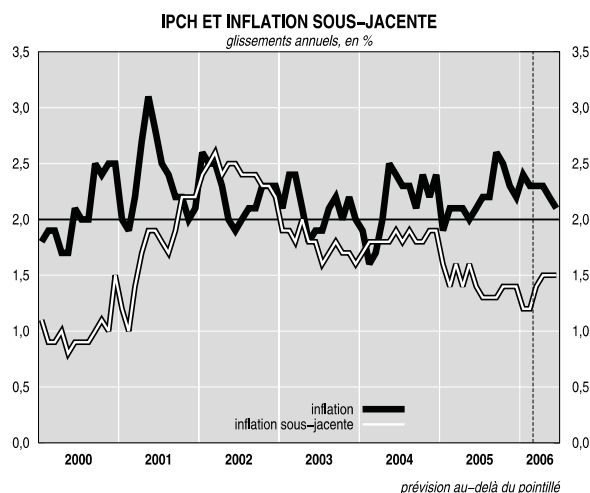
Les prix de l'énergie, un déterminant majeur des écarts d'inflation au sein de la zone euro

La diversité des réactions des prix de l'énergie aux flambées récentes des prix du pétrole explique en grande partie le creusement des écarts d'inflation

2 CONTRIBUTIONS ÉCONOMÉTRIQUES A L'ÉVOLUTION DU PRIX DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES



3

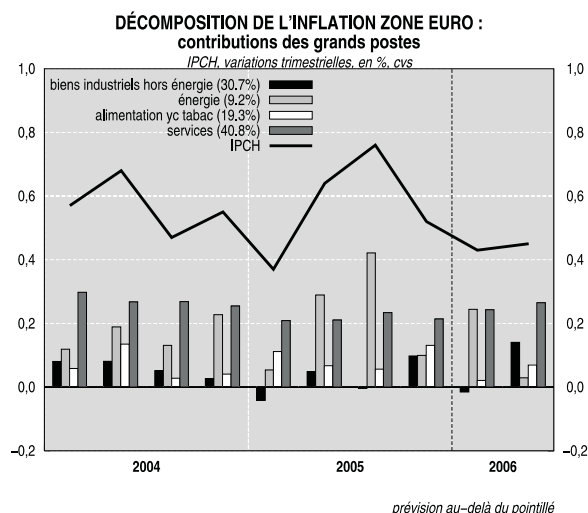


entre les pays la zone euro observé à l'automne 2005. Sous l'effet de la baisse de l'inflation énergétique, c'est donc naturellement que l'écart maximal s'est contracté à 2,6 points en décembre 2005 après un pic à 4,2 points en octobre (cf. graphique 5). Avec le raffermissement des prix du pétrole en ce début d'année, les prix de l'énergie redeviennent des moteurs d'inflation (contribution de 1,7 point de l'inflation énergétique à l'inflation d'ensemble pour la Grèce par exemple) ; l'écart maximal d'inflation d'ensemble s'est donc de nouveau creusé en janvier 2006⁽³⁾.

Les écarts d'inflation sous-jacente sont restés stables et l'écart Espagne-Allemagne affiche 2,2 points en février 2006 (cf. tableau 2). Les différences de conjoncture entre les pays de la zone, notamment en termes de rythme de croissance constituent également un déterminant de ces écarts d'inflation. Certains pays de la zone affichent, en effet, des niveaux d'inflation assez élevés (Grèce,

(3) Avec une hypothèse de glissement annuel des prix stable en Finlande (donnée non disponible), il s'établirait à 3,1 points en janvier 2006 et à 3,0 points en février.

4



Espagne et Irlande par exemple). Ce dynamisme des prix ne nourrit pas de risque inflationniste général mais reflète à la fois des phénomènes de rattrapage économique et des décalages cycliques (cf. encadré « Des petits pays aux prix costauds... »).

5

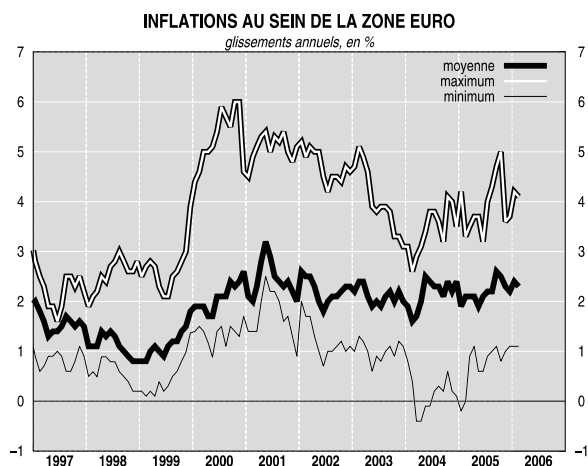
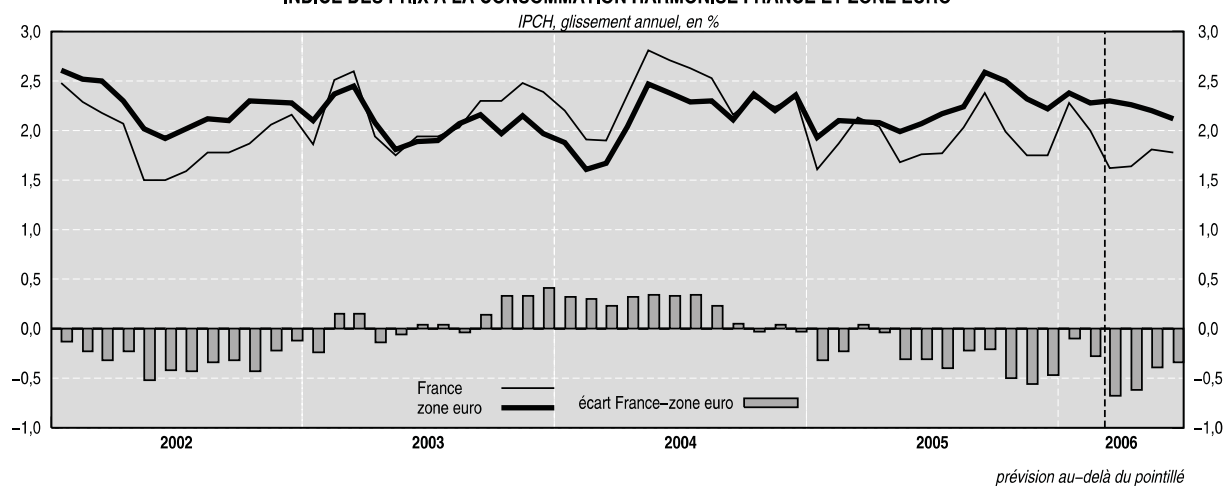


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	février 2005	février 2006	février 2005	février 2006	février 2005	février 2006
Allemagne	1,9	2,1	0,7	0,6	6,5	14,7 (1,6)
Autriche	2,3	1,5	1,6	0,7	8,8	11,4 (0,9)
Belgique	2,3	2,8	1,0	1,7	12,6	12,9 (1,3)
Espagne	3,3	4,1	2,6	2,8	7,6	13,4 (1,3)
Finlande	0,0		0,5		4,3	
France	1,9	2,0	1,5	1,2	8,7	10,5 (1,0)
Grèce	3,2	3,1	3,5	2,1	12,1	14,4 (1,1)
Irlande	2,1		1,8		9,7	
Italie	2,0	2,2	1,9	1,5	5,9	10,6 (0,7)
Luxembourg	3,2	3,9	1,5	2,2	13,2	14,0 (1,6)
Pays-Bas	1,5	1,4	0,6	0,6	10,7	9,5 (0,9)
Portugal	2,1	2,9	2,0	1,6	8,2	13,2 (1,2)
Zone euro	2,1	2,3	1,4	1,2	7,7	12,5 (1,2)

Dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses.
NB : les données ne sont pas disponibles pour la Finlande en janvier 2006. Les glissements annuels pour la zone sont basés sur les estimations d'Eurostat.
source : Eurostat, Calculs Insee

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISÉ FRANCE ET ZONE EURO

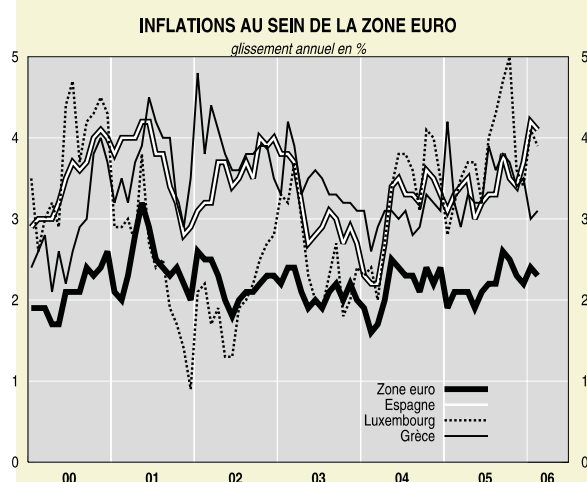


L'écart d'inflation entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français (*cf. fiche « Prix à la consommation »*) et l'indice de la zone euro s'établit à -0,5 en décembre 2005. Il se réduirait à -0,3 point en juin 2006 (*cf. graphique 6*). ■

Au sein de la zone euro, le glissement annuel des prix a progressé de 0,6 point au cours de l'année 2005 principalement sous l'effet des prix de l'énergie. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du baril de pétrole et d'une diffusion faible des hausses des prix des matières premières, l'inflation dans la zone euro devrait ralentir progressivement pour atteindre +2,1% en juin 2006. Ce retour à une inflation plus modérée recouvre toutefois des situations nationales contrastées comme en atteste l'écart d'inflation maximal, oscillant autour de 3 points sur l'année 2005.

Dans les grands pays (France, Allemagne, Italie), l'inflation sous-jacente a peu accéléré et les risques d'effets de second tour sont faibles. L'inflation totale se replierait donc à mesure de l'atténuation des effets du choc pétrolier sur les prix de l'énergie. En revanche, pour trois pays (Espagne, Grèce et Luxembourg), l'inflation s'est établie significativement au-dessus de la moyenne de la zone euro sur toute l'année 2005 (cf. graphique A) ; parallèlement, la Belgique, le Portugal et l'Irlande présentent, eux aussi, des prix relativement dynamiques. Néanmoins, ce surplus d'inflation perceptible notamment dans les « petits pays », qui constitue un frein à la désinflation globale, ne nourrit pas de risque inflationniste général : il s'ex-

A



plique, en partie, par des phénomènes locaux de rattrapage économique et des problèmes transitoires de synchronisation ou de convergence de certaines économies.

Au-delà des envolées du prix du baril de pétrole...

A l'automne 2005, les envolées du cours du brut ont naturellement tiré l'inflation de la zone euro à la hausse, en témoigne le pic de septembre 2005 : +2,6% en glissement annuel. Les écarts d'inflation au sein de la zone se sont donc creusés sous l'effet de l'accélération des prix énergétiques (4,2 points d'écart maximal en septembre), avant de refluer en fin d'année 2005, suivant là encore le prix du baril. Cependant, les contributions à l'inflation d'ensemble de l'accélération des prix de l'énergie peuvent être très différentes d'un pays à l'autre de la zone (cf. tableau 2, fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »). Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène : des pondérations différentes de l'énergie dans les IPCH nationaux, des décalages dans l'indexation des prix des produits pétroliers et des autres composantes énergétiques (gaz, électricité) sur les cours du brut entre autres. Au Portugal, par exemple, les prix de l'énergie sont encore largement administrés, d'où une contribution de la composante énergétique moins forte que dans le reste de la zone euro. Au Luxembourg, à l'inverse, les hausses du prix du pétrole se répercutent très nettement sur les prix à la pompe et contribuent en grande partie au relèvement de l'inflation d'ensemble.

... des écarts conjoncturels et des phénomènes de rattrapage économique soutiennent les écarts d'inflation au sein de la zone euro

Cependant, cette considération sectorielle ne permet pas d'expliquer entièrement le dynamisme soutenu des prix en Espagne ou en Grèce par exemple. En effet, lorsque l'on regarde la contribution des moyennes annuelles d'inflation nationales à l'écart au sein de la zone, (cf. tableau A), on s'aperçoit, par exemple, que l'inflation espagnole con-

TABLEAU A : CONTRIBUTIONS NATIONALES AUX ÉCARTS D'INFLATIONS EN ZONE EURO

Pays	Inflation 2005	Contribution à l'inflation 2005	Écart à la moyenne 2005
Allemagne	1,9	0,5	-0,3
Autriche	2,1	0,1	-0,1
Belgique	2,5	0,1	0,3
Espagne	3,4	0,4	1,2
Finlande	0,8	0,0	-1,4
France	1,9	0,4	-0,3
Grèce	3,5	0,1	1,3
Irlande	2,2	0,0	0,0
Italie	2,2	0,4	0,0
Luxembourg	3,8	0,0	1,6
Pays-Bas	1,5	0,1	-0,7
Portugal	2,1	0,0	-0,1
Zone euro	2,2	2,2	-
Ecart maximal sur 2005	3	-	-

Données Eurostat. Calculs : Insee

tribue autant à l'inflation d'ensemble (0,4 point) que la France alors que son poids dans l'indice agrégé est deux fois plus faible.

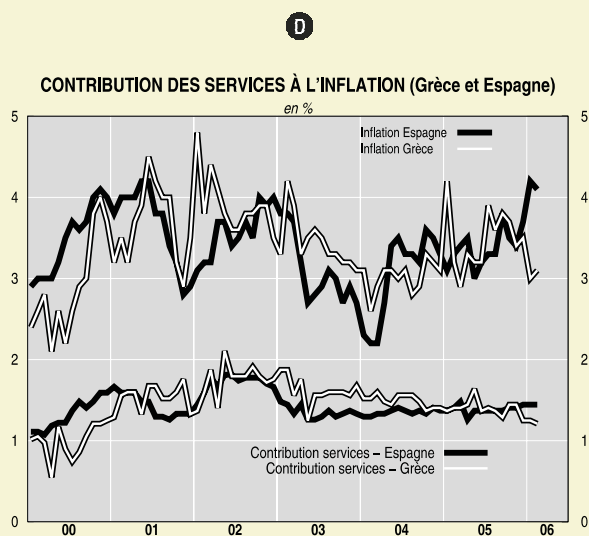
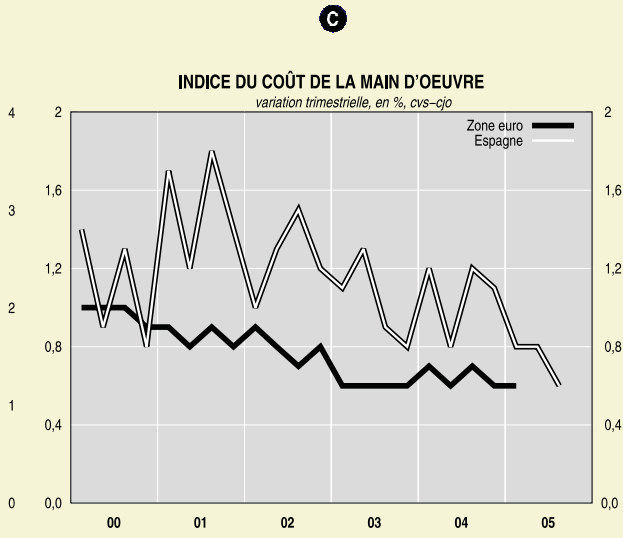
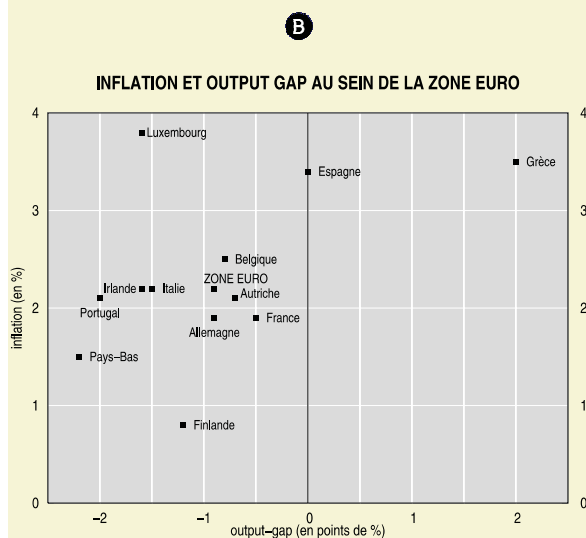
Cette dispersion accrue des rythmes d'inflation trouve pour partie son origine dans les écarts de conjoncture qui prévalent dans les pays de l'union monétaire. Les pays qui sont encore en haut de cycle ont logiquement une inflation plus élevée que celle de l'ensemble de la zone. Ainsi les Pays-Bas qui enregistraient un écart de production de -2,2 points pour 2005 bénéficient de l'un des taux d'inflation les plus faibles au sein des pays de l'union (+1,5% en moyenne annuelle pour 2005) (cf. graphique B). A l'inverse, la Grèce, dont l'output-gap ressort à +2,0 points enregistre une inflation supérieure de plus d'un point à la moyenne de la zone euro.

Outre ces écarts à la croissance potentielle, la persistance de niveaux élevés d'inflation traduit le processus de rattrapage dans lequel sont engagés les pays où l'activité a été plus dynamique ces dernières années : niveaux de

productivité, de prix relatifs à la consommation ou encore de richesse par tête convergent à travers des taux d'inflation particulièrement élevés (effet Balassa-Samuelson⁽¹⁾).

L'Espagne et la Grèce ont connu ou connaissent ce type de gains de compétitivité se traduisant par une progression plus élevée que la moyenne des coûts salariaux et la persistance d'une forte contribution des services à l'inflation (cf. graphique C et D).

Au total, les écarts d'inflation devraient donc se résorber en partie sous l'hypothèse de décélération des prix de l'énergie. Cependant, la croissance soutenue en Espagne et en Grèce⁽²⁾ par exemple, laisse présumer certaines tensions inflationnistes (climat de « surchauffe ») alors qu'à l'inverse, les pays à faible inflation, en particulier l'Allemagne, subissent des taux d'intérêts trop élevés qui entravent la reprise de l'activité. ■



(1) Dans ces pays, le secteur des biens échangeables (produits manufacturés) dégage des gains de productivité rapides autorisant des hausses de salaires plus élevées que la moyenne de la zone. Ces hausses de salaire se diffusent ensuite au reste de l'économie. Dans le secteur abrité de la concurrence internationale (services), les entreprises ajustent alors leurs prix au relèvement des coûts de production puisque les gains de compétitivité dans ce secteur sont limités.

(2) Prévisions de croissance Commission Européenne pour l'année 2006 (réalisées en automne 2005): +3,2% pour l'Espagne et 3,4% pour la Grèce, après +3,4% en Espagne, +3,7% en Grèce pour l'année 2005.

Pétrole et matières premières

Actuellement, le marché pétrolier est excédentaire et les stocks commerciaux américains de pétrole sont à un haut niveau. Pourtant, le prix du baril de Brent demeure élevé, car il est avant tout soumis aux aléas géopolitiques et climatiques. Ainsi, l'attente du règlement de la question iranienne sur la reprise de ses activités nucléaires et les multiples attaques contre les compagnies pétrolières au Nigeria exercent une pression quasi continue sur le prix du baril. L'annonce récente du maintien des quotas Opep n'a d'ailleurs eu qu'un impact très limité sur les cours. Néanmoins, compte tenu des dernières cotations observées et d'une offre anticipée capable a priori de répondre à la demande, une stabilisation à 60\$ est retenue comme hypothèse sur l'ensemble de la période de prévision (de mars à juin), soit une moyenne de 61\$ et 60\$ respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2006 (cf. tableau 1).

Contrairement au prix du pétrole qui s'est légèrement replié fin 2005, les cours des matières premières importées hors énergie ont de leur côté enregistré de nouvelles hausses au quatrième trimestre de 2005, après deux trimestres de quasi-stabilité. Les prix continueraient de progresser début 2006.

Le début de l'année 2006 a été marqué par une forte hausse du baril de Brent (+11% en janvier, cf. graphique 1), suite à deux événements majeurs intervenus sur la scène politique internationale : le conflit gazier entre la Russie et l'Ukraine et la reprise des activités nucléaires en Iran.

Le conflit opposant la Russie et l'Ukraine sur le prix du gaz a mis en évidence la dépendance énergétique des pays européens vis-à-vis de la Russie, premier producteur mondial de pétrole devant l'Arabie

Saoudite, et la nécessité de trouver d'autres sources d'approvisionnement. Suite à un désaccord sur le prix du gaz lors de négociations en date du 1^{er} janvier, l'entreprise russe Gazprom a en effet interrompu ses livraisons à Kiev, entraînant une réduction des exportations de gaz vers l'Europe transitant par l'Ukraine. Ainsi, la perte de confiance dans le fournisseur russe a eu immédiatement des répercussions sur le prix du baril de Brent. La résolution du différend, le 4 janvier, n'a pas permis la détente espérée, l'affaire nucléaire iranienne prenant le relais.

En dépit de la pression diplomatique de certains pays occidentaux, l'organisation iranienne de l'énergie atomique a en effet annoncé vouloir reprendre ses activités. L'Iran s'est de ce fait exposé à d'éventuelles sanctions économiques, auxquelles Téhéran pourrait répondre par une limitation de ses exportations de pétrole. Or en fournissant environ 4 millions de barils par jour (mb/j) de pétrole brut, l'Iran est le deuxième pays producteur de l'Opep. Le 6 février, la communauté internationale a décidé d'accorder un nouveau délai d'un mois aux dirigeants iraniens pour qu'ils se conforment à leurs obligations en matière de non-prolifération, et pour qu'ils acceptent un plan visant à confier à la Russie leurs activités d'enrichissement d'uranium. Le relâchement des tensions qui s'en est suivi a permis au prix du baril de refluer sous la barre des 60\$ dès le 10 février. Mais à l'approche de la nouvelle réunion tenue le 6 mars, le prix du Brent est de nouveau légèrement remonté. Dans la mesure où l'AIEA (Agence Internationale de l'Énergie Atomique) a décidé de renvoyer le dossier devant le Conseil de sécurité de l'Onu, l'affaire iranienne pourrait continuer d'exercer une pression sur les cours.

À ces deux principaux facteurs se sont ajoutées d'autres tensions politiques. De nombreux attentats ont été perpétrés dans le Nord de l'Irak début janvier, tandis qu'une mauvaise météo dans le Sud du pays a entraîné fin janvier une suspension des expor-

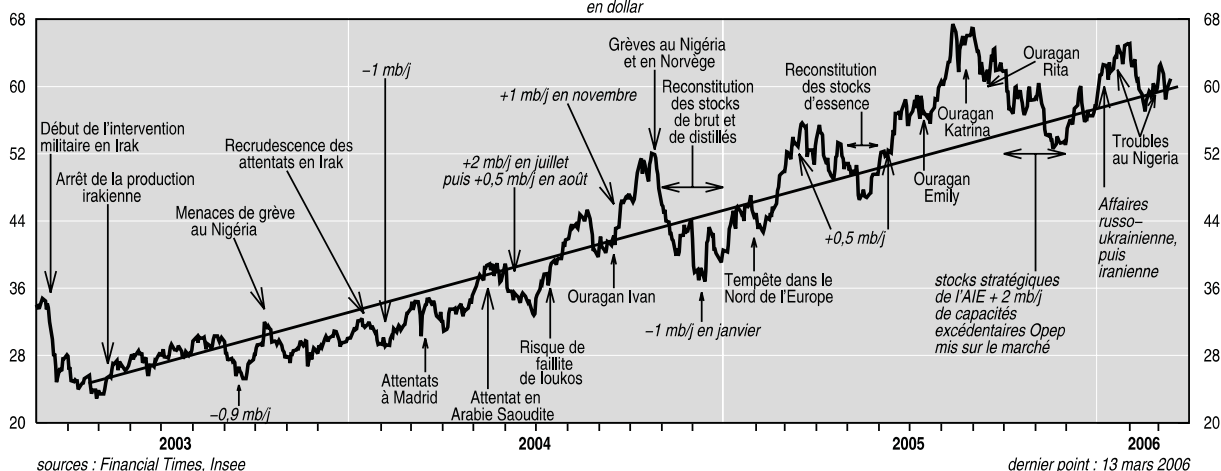
TABEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels										Niveaux annuels			
	2004				2005				2006		2003	2004	2005	2006 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
Baril de «brent daté» en dollars	31,8	35,4	41,6	44,1	47,6	51,6	61,5	56,9	61,0	60,0	28,8	38,2	54,4	60,5
Taux de change euro-dollar	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,26	1,21	1,19	1,20	1,20	1,19	1,24	1,24	1,20
Baril de «brent daté» en euros	25,4	29,5	34,1	34,0	36,3	41,0	50,8	47,9	50,8	50,0	23,3	30,8	44,0	50,4

Prévisions
Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

ÉVOLUTION DU BARIL DE BRENT DEPUIS 2 ANS

en dollar



tations de brut. Les évolutions politiques au Proche-Orient ont également alimenté les tensions sur les cours. Enfin, mi-janvier et plus récemment, le 20 février, la production a été perturbée au Nigeria par de violentes attaques de militants séparatistes contre le groupe pétrolier Shell.

L'évolution du prix du baril de Brent reste ainsi suspendue à celle de différentes crises qui affectent actuellement le marché pétrolier. Néanmoins, le maintien des quotas de production Opep permet d'envisager une stabilisation des cours à l'horizon de la prévision.

Lors de sa réunion du 8 mars dernier, compte tenu des incertitudes géopolitiques actuelles, l'Opep a décidé de maintenir ses quotas de production et ce en dépit du repli saisonnier de la demande de pétrole au deuxième trimestre, avec l'arrivée du printemps. Dans ce contexte, la production anticipée devrait être supérieure à la demande au moins durant le premier semestre (cf. tableaux 2 et 3). Par ailleurs, les niveaux des stocks commerciaux américains demeurent élevés, en particulier ceux d'essence (cf. graphiques 2 et 3). Or ces derniers seront bientôt particulièrement regardés, puisque les pays consommateurs - les États-Unis surtout - profitent traditionnellement de la baisse de la demande au deuxième trimestre pour renflouer leurs stocks, avant la forte augmentation caractéristique de la *driving season*⁽¹⁾.

Au total, sous l'hypothèse d'une dissipation des troubles géopolitiques, on peut s'attendre à une stabilisation de la cotation du Brent, si bien que celui-ci pourrait fluctuer autour de 60\$ le baril d'ici la fin du deuxième trimestre.

(1) Période de forte consommation d'essence aux États-Unis lors des grands départs en vacances, qui débute avec le Memorial Day (dernier lundi du mois de mai) et s'achève début septembre.

Après deux trimestres d'atonie, les cours des matières premières hors énergie, aussi bien industrielles qu'alimentaires, ont été orientés à la hausse au dernier trimestre de 2005.

Après deux trimestres de très faible progression, les prix des matières premières hors énergie sont repartis à la hausse au dernier trimestre de 2005 (+6,1%), pour atteindre des rythmes de croissance légèrement en dessous de ceux observés au début de l'année passée (cf. graphique 4). Plus précisément, les cours des matières industrielles ont fortement monté (+7,3%), les prix des matières alimentaires ayant augmenté de façon plus mesurée (+3,0%). Ce profil ascendant semble se poursuivre début 2006, l'indice d'ensemble s'étant accru de près de 4% en janvier par rapport au mois précédent.

La forte progression des cours des matières industrielles ces derniers mois s'explique essentiellement par la hausse des prix des matières premières minérales (+9,0%). Les prix des métaux non ferreux et précieux ont en effet évolué sur des rythmes de croissance supérieurs à 10% (+10,5% et +11,3% respectivement). À l'exception du minerai de man-

STOCKS COMMERCIAUX AMÉRICAINS DE PÉTROLE BRUT

en millions de barils

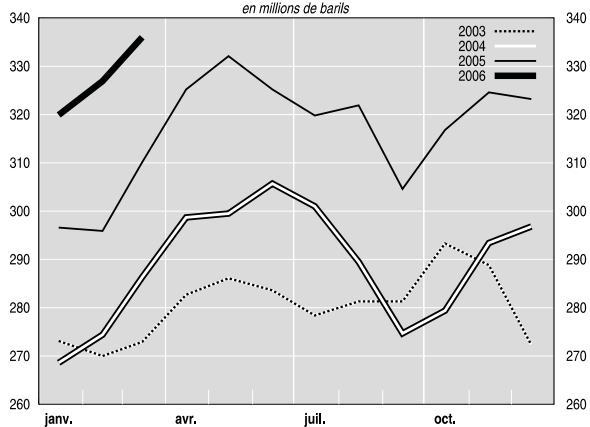


TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles								Données mensuelles		
	2005				2006				déc. 2005	jan. 2006	fév. 2006
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Opep excluant l'Irak											
Quotas de production	27,2	27,5	28,0	-	-	-	-	-	28,0	28,0	28,0
Production de pétrole brut ⁽¹⁾	27,0	27,5	28,1	28,4	28,0	28,0	28,0	28,0	28,4	27,9	27,8
Irak⁽¹⁾	1,8	1,8	2,0	1,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,5	1,5	1,8
Total OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs)^(2,3)	4,7	4,7	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	5,2	4,3	4,3	4,3
Total (y compris NGLs^(2,3)) Non Opep	50,3	50,5	49,7	50,0	50,6	51,1	51,3	52,1	50,4	50,4	50,7
dont : Amérique du Nord ⁽²⁾	14,4	14,6	13,7	13,6	14,2	14,3	14,3	14,4	14,0	14,1	14,2
Russie ^(1,2)	9,3	9,4	9,5	9,6	9,6	9,8	9,9	9,9	9,6	9,5	9,6
Europe ⁽²⁾	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	5,5	5,4	5,6	5,8	5,8	5,7
PRODUCTION TOTALE	83,7	84,5	84,0	84,2	84,5	85,2	85,6	87,1	84,6	84,2	84,6

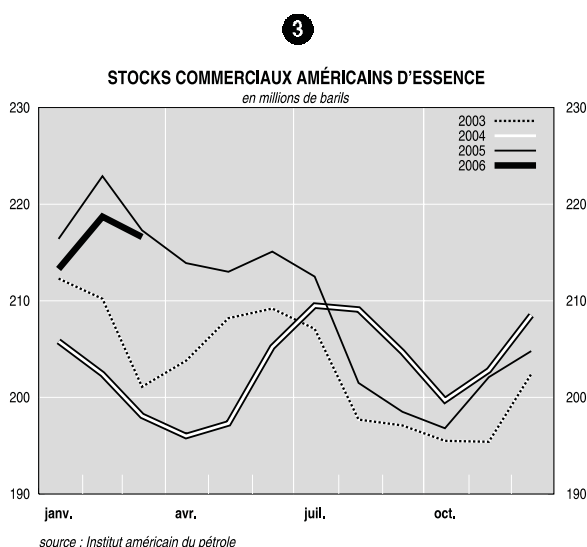
■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

sources : Agence Internationale de l'Énergie (rapport de mars 2006), Insee



ganèse et du nickel dont les cours se sont repliés suite à la révision à la baisse de la demande d'acier des principaux producteurs européens, le cuivre, l'aluminium, le plomb et le zinc ont vu leur prix s'envoler, atteignant des hausses comprises entre 12 et 30%. Les prix des métaux précieux ont aussi considérablement augmenté au dernier trimestre de 2005 : +14,0% pour l'argent, +10,5% pour l'or, +6,9% pour le platine et +27,7% pour le palladium. Enfin, les négociations actuelles entre sidérurgistes et sociétés minières sur la fixation annuelle du prix

du minerai de fer laissent présager une augmentation comprise entre 15 et 30% pour 2006 (après +71,5% en 2005).

En revanche, les prix des matières agro-industrielles ont connu des hausses plus modérées (+2,5%). En particulier, les prix des fibres textiles naturelles n'ont progressé que de 0,9%, la hausse du prix du coton ayant été en partie compensée par la baisse du prix de la laine. Les cours de la pâte à papier et des conifères ont également enregistré de modestes hausses (+1,7% et +1,9% respectivement). Les prix des cuirs se sont quant à eux légèrement repliés (-2,3%). Finalement, c'est surtout le renchérissement du prix du caoutchouc naturel (+9,4%) qui explique l'augmentation de l'indice des prix des matières agro-industrielles, le maintien à un niveau élevé des prix du pétrole ayant favorisé la demande de gomme naturelle aux dépens de celle de caoutchouc synthétique.

L'augmentation des prix des matières alimentaires a été essentiellement portée par la montée des cours du sucre (+25,1% au dernier trimestre de 2005 après +15,7% au troisième trimestre). Désirant réduire sa dépendance au pétrole, son premier producteur mondial, le Brésil, a multiplié les initiatives pour encourager la production d'éthanol à base de canne à sucre. La moitié de la production du pays sert ainsi aujourd'hui à la fabrication d'éthanol, composant

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

(en millions de barils par jour)

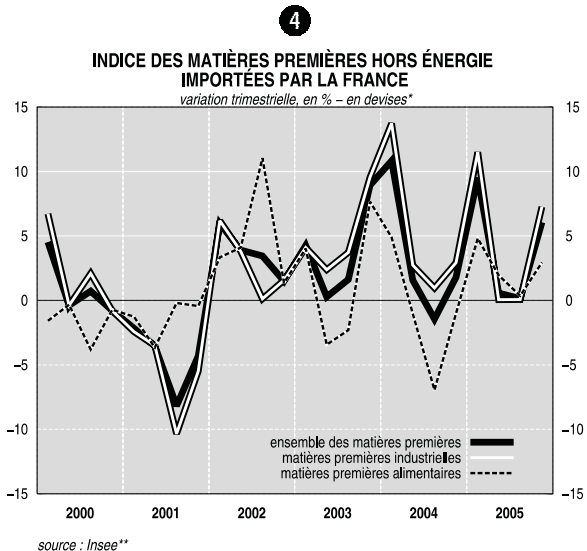
	Données trimestrielles								Variations trimestrielles (en %)							
	2005				2006				2005				2006			
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.
Amérique du Nord	25,5	25,3	25,5	25,4	25,6	25,6	25,9	26,2	-0,6	-0,9	0,7	-0,3	0,6	0,0	1,5	1,0
Europe	16,3	16,0	16,4	16,5	16,6	15,9	16,2	16,6	-2,2	-2,0	2,2	0,4	0,6	-3,7	1,9	2,5
Chine	6,6	6,4	6,6	6,8	6,8	6,9	7,0	7,3	-0,8	-2,1	3,4	2,0	1,0	0,3	2,0	3,9
Monde	84,1	82,0	82,9	83,9	85,1	83,3	84,3	86,3	0,4	-2,5	1,1	1,2	1,5	-2,2	1,4	2,3

■ Prévisions

source : Agence internationale de l'énergie (rapport de mars 2006)

principal d'un carburant utilisé par 40% des véhicules au Brésil. Avec la hausse des prix du pétrole, la demande auprès des raffineries d'éthanol a été dopée, ce qui a eu pour effet de propulser le prix de la livre de sucre à des sommets. De leur côté, les prix des denrées tropicales et des oléagineux sont restés quasiment stables fin 2005 (+0,4%). La hausse du prix de l'arabica (+1,6%) a en effet compensé la légère baisse du prix du thé (-0,7%). Parmi les oléagineux, seuls les cours des huiles d'olive et de palme ont progressé (+1,7% et +6,7% respectivement), les prix des fèves de soja ayant enregistré une forte baisse (-9,1%) suite à la hausse de la production aux États-Unis, premier producteur mondial, et à la diminution de la demande de soja à usage animal. Enfin, les prix des céréales sont restés globalement orientés à la hausse (+1,1%).

Début 2006, ces différentes évolutions semblent se poursuivre, l'indice d'ensemble ayant encore augmenté de 2,5% en février (après près de 4% en janvier) principalement sous l'effet de l'élévation des prix des matières industrielles. À noter également qu'une hausse des cours semble se profiler sur le marché des denrées tropicales, ce qui pourrait favoriser l'augmentation des prix des matières alimentaires. ■



* 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 »)

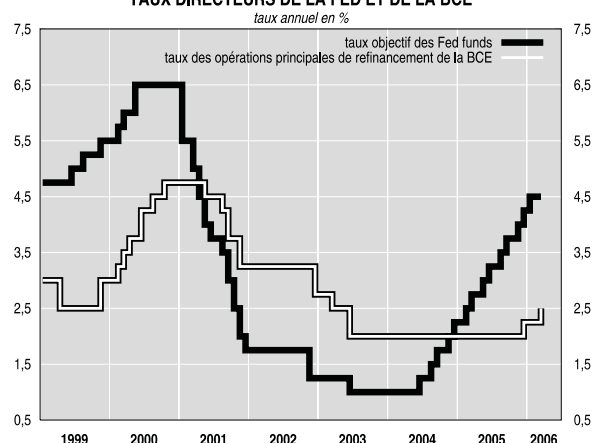
Financement de l'économie

La poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine n'ayant eu que peu d'incidence sur l'évolution des taux à long terme, la courbe des rendements des titres publics américains s'est partiellement inversée en ce début d'année 2006. Dans la zone euro, le relèvement modéré des taux directeurs opéré par la BCE s'est accompagné d'une légère hausse des taux longs et du taux de change de l'euro. De ce fait, les conditions monétaires et financières se sont quelque peu durcies, mais restent cependant favorables. En particulier, la faiblesse des taux d'intérêt continue de favoriser le recours au crédit. Ceci induit une forte progression de la masse monétaire, qui a toutefois été limitée au quatrième trimestre de 2005 par une réallocation des placements des agents en faveur d'actifs plus risqués, tels que les actions, dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance économique.

Aux États-Unis, l'inertie des taux longs face au relèvement des taux courts s'est traduite par une inversion partielle de la courbe des taux au début de l'année 2006

Fin janvier 2006, la Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé d'un quart de point le taux objectif des Fed funds et l'a porté à 4,50% (cf. graphique 1). Il s'agissait du quatorzième relèvement consécutif de 25 points de base du principal taux directeur américain. Tout en indiquant qu'une nouvelle hausse des taux est probable, le dernier communiqué de presse de la Fed laisse envisager une fin prochaine du cycle de redressement des taux directeurs. Cependant, les minutes de la précédente réunion de la Fed font apparaître un désaccord entre les membres du Federal Open Market Committee sur le nombre de relèvements à opérer. Par ailleurs, le remplacement à la tête de la Fed d'Alan Greenspan par Ben Bernanke ne devrait pas provoquer d'inflexion majeure de la stratégie de politique monétaire américaine. En effet, le nouveau président de la Fed a annoncé que son action s'inscrirait dans le prolongement de celle de son prédécesseur. La seule divergence notable entre les approches des deux hommes est que Ben Bernanke, contrairement à Alan Greenspan, s'est toujours prononcé en faveur d'un objectif d'inflation annoncé. Cependant, le nouveau président de la Fed a indiqué qu'il ne souhaitait pas modifier le fonctionnement de la politique monétaire américaine dans un avenir proche.

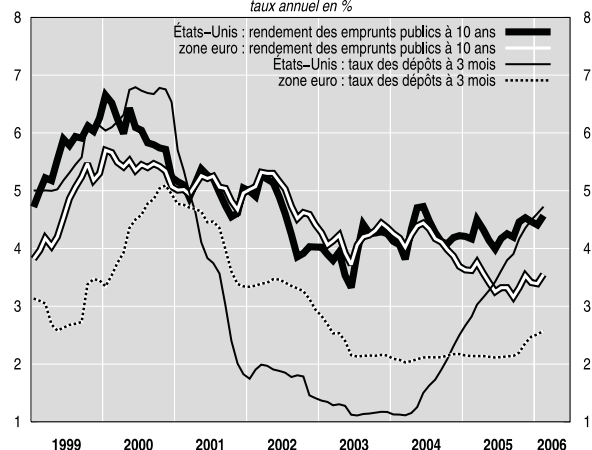
1
TAUX DIRECTEURS DE LA FED ET DE LA BCE



sources : DataInsight, Fed, BCE

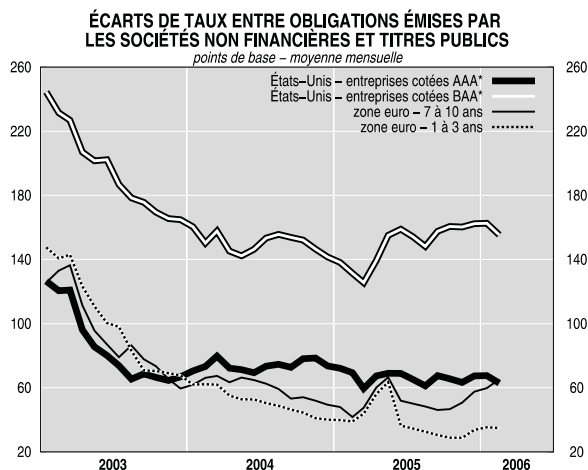
Malgré les relèvements successifs des taux directeurs, les taux longs américains ont peu augmenté depuis le début de 2005. Le rendement des obligations d'État à 10 ans s'est ainsi établi à 4,6% en moyenne en février 2006, contre 4,2% en février 2005 (cf. graphique 2). De ce fait, la courbe des rendements des emprunts publics américains continue de s'aplatir et s'est même partiellement inversée, avec un taux à 6 mois supérieur au taux à 10 ans en moyenne sur le mois de février. L'écart entre le taux à 3 mois et le taux à 10 ans des emprunts publics américains est passé de 160 points de base environ en février 2005 à moins de 10 points de base en février 2006. Par ailleurs, l'écart de rendement entre

2
ÉVOLUTION DES TAUX COURTS ET LONGS
AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



sources : DataInsight, BCE

3



* Les entreprises notées AAA ont une probabilité de défaut extrêmement faible, tandis que les entreprises notées BAA, sans constituer un investissement spéculatif, peuvent faire défaut en cas de conditions économiques défavorables.

les titres d'entreprises et les titres de la dette publique demeurent faibles, même s'il s'est accru sur l'ensemble de l'année 2005 pour les entreprises cotées BAA (cf. graphique 3).

Dans la zone euro, le redressement modéré des taux d'intérêt et le léger rebond de l'euro induisent un durcissement des conditions monétaires et financières, qui demeurent toutefois historiquement favorables

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé le 1^{er} décembre 2005 de relever de 25 points de base ses taux directeurs, qui étaient inchangés depuis juin 2003. Les taux n'ont pas été modifiés lors des réunions mensuelles de

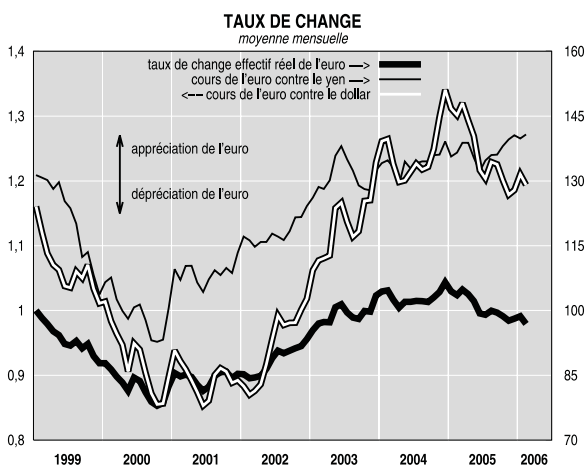
janvier et février 2006, mais ils ont de nouveau été relevés de 25 points de base début mars. Le principal taux directeur de la zone euro (taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement) a ainsi été porté à 2,50%. Dans les mois à venir, la BCE pourrait procéder à de nouvelles hausses de taux.

Depuis la fin de l'année 2005, la perspective d'un resserrement de la politique monétaire européenne a entraîné un léger redressement des taux longs dans la zone euro. Après avoir atteint un point bas à 3,2% en septembre 2005, le taux des obligations d'État à 10 ans de la zone euro s'est établi à 3,6% en moyenne en février 2006. L'écart de rendement entre les titres émis par les entreprises de la zone euro et les titres d'État s'est légèrement redressé en fin d'année 2005, mais reste à un niveau faible par rapport aux données historiques.

Le taux de change de l'euro, qui s'établissait à 1,31 dollar en début d'année 2005, a baissé jusqu'à 1,17 dollar début novembre, mais s'est légèrement redressé depuis, pour s'établir à 1,20 dollar en moyenne depuis le début de l'année 2006 (cf. graphique 4). La dépréciation de l'euro face au dollar sur l'ensemble de l'année 2005 peut avant tout s'expliquer par l'accroissement des écarts de taux d'intérêt entre les deux zones et par des perspectives de croissance plus élevées aux États-Unis. La remontée de l'euro au cours des derniers mois est probablement liée à l'amorce d'une remontée des taux directeurs dans la zone euro et à l'inflexion du discours de la Fed. À plus long terme, la monnaie américaine reste handicapée par le double déficit (public et extérieur) des États-Unis. En prévision, le taux de change de l'euro est supposé stable à 1,20 dollar.

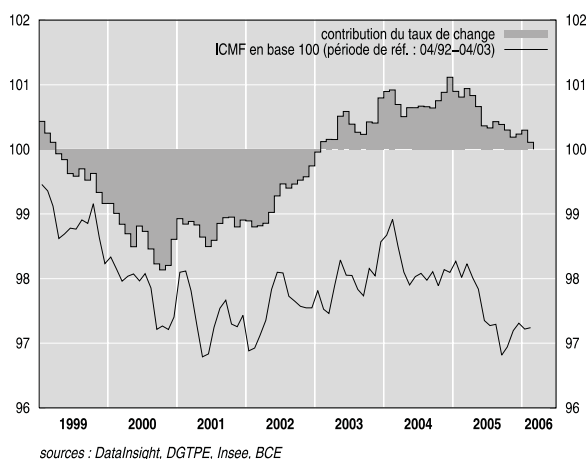
Le léger rebond de l'euro et la remontée des taux d'intérêt enregistrée en fin d'année 2005 impliquent un durcissement des conditions monétaires et financières dans la zone euro (cf. graphique 5). Celles-ci demeurent toutefois favorables, du fait du niveau encore faible des taux d'intérêt.

4



5

INDICATEURS DES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO

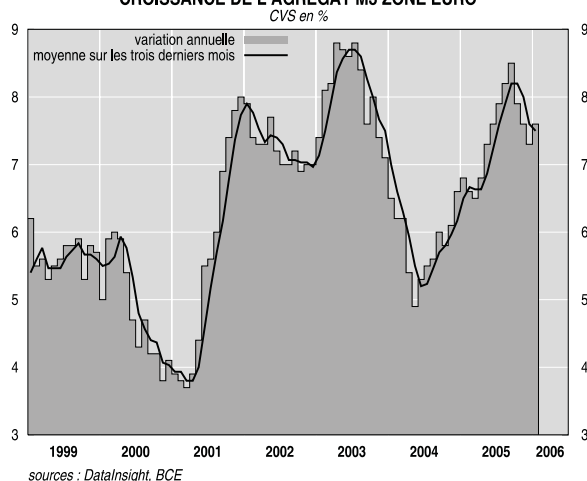


Dans la zone euro comme en France, la masse monétaire ralentit légèrement, mais les crédits restent dynamiques

Dans la zone euro, le niveau bas des taux d'intérêt favorise le recours au crédit et la détention d'actifs monétaires, et a donc pour conséquence une très forte progression de la masse monétaire (cf. graphique 6). La croissance de l'agrégat monétaire M3 s'est certes infléchiée depuis quelques mois, avec une progression en glissement annuel de 7,6% en janvier 2006 contre 8,5% en septembre 2005, mais elle demeure très supérieure à la valeur de référence de 4,5% établie par la BCE. Par ailleurs, le ralentissement de la masse monétaire concerne essentiellement les éléments les moins liquides de M3. En effet, l'amélioration des perspectives de croissance se traduit par un ralentissement marqué de l'encours d'instruments négociables au profit d'actifs plus risqués, comme les actions. Les composantes les plus liquides de M3 (pièces et billets, dépôts à vue et à terme, comptes sur livrets) restent en revanche très dynamiques, ce qui indique que les taux d'intérêt stimulent encore fortement la croissance de la liquidité, notamment à travers l'octroi de crédits. Ainsi, le glissement annuel de l'encours de crédits des institutions financières monétaires (IFM) aux ménages a atteint 9,4% en janvier 2006. Les crédits à l'habitat constituent la composante la plus dynamique des crédits aux ménages, avec une croissance de 11,7% sur un an. Les crédits aux entreprises ont pour leur part progressé de 8,5% sur un an. Par ailleurs, les banques ayant répondu en janvier 2006 à l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro s'attendent à une hausse de la demande de crédits de la part des entreprises au premier trimestre de 2006. Selon cette même enquête, les ménages augmenteraient leur demande de crédits à la consommation, mais freineraient leur demande de crédits à l'habitat. Enfin, si le bas niveau des taux d'intérêt incite les entreprises à privilégier le financement par le crédit, celles-ci ont également augmenté leurs financements par émissions d'actions cotées (+3,7% sur un an en novembre 2005) et d'autres titres (+2,9%).

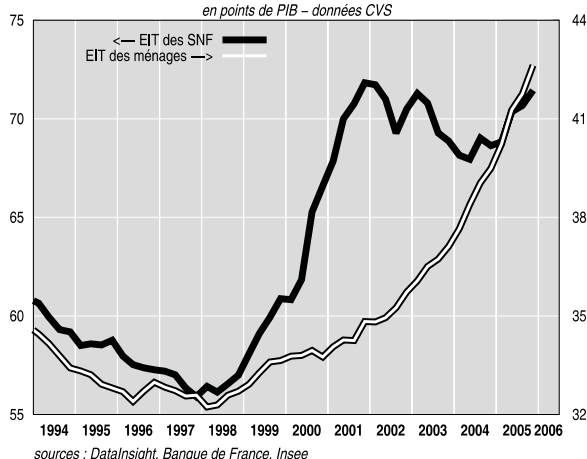
6

CROISSANCE DE L'AGRÉGAT M3 ZONE EURO



7

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)* DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES MÉNAGES EN FRANCE



* L'endettement intérieur total (EIT) des sociétés non financières (SNF) agrège l'ensemble des dettes des SNF résidentes contractées auprès des résidents ou des non-résidents, sous forme de prêts ou d'émission de titres de créances sur les marchés de capitaux.

L'EIT des ménages agrège de même l'ensemble des dettes des ménages résidents contractées auprès des résidents ou des non-résidents.

En France, comme dans l'ensemble de la zone euro, la croissance de la liquidité s'est affaiblie depuis quelques mois, mais demeure élevée. Ainsi, la contribution de la France à l'agrégat M3 de la zone euro a augmenté de 8,1% en glissement annuel en janvier 2006, contre 9,9% en septembre 2005. Les crédits auprès des IFM progressent fortement, pour les ménages (+11,5% en glissement annuel en janvier 2006) comme pour les entreprises (+8,3%). Les crédits à l'habitat enregistrent une hausse record de 14,8%. Cette forte croissance des crédits induit une hausse de l'endettement intérieur total, qui atteint 7,7% en glissement annuel en décembre 2005 (cf. graphique 7). La croissance des financements de marché (+5,3%) est surtout le fait des administrations publiques, les sociétés non financières (SNF) ayant assez peu développé leur recours à ce type de financement (+0,3% seulement sur l'année 2005).

Portés par l'amélioration de l'activité économique et par les bons résultats financiers des entreprises, les cours boursiers ont fortement progressé en France comme dans la zone euro. Le CAC40 a ainsi enregistré une hausse de 24,7% entre février 2005 et février 2006 et l'indice DJ Euro Stoxx 50 a augmenté de 22,7% sur la même période. Dans le même temps, aux États-Unis, le Dow Jones n'a progressé que de 2,3%. La hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, qui favorise les achats d'obligations, a probablement freiné l'appétit des opérateurs de marché pour les actions. Enfin, au Japon, la perspective d'une embellie économique et d'une sortie de la déflation s'est traduite par une envolée des cours boursiers, avec une croissance de l'indice Nikkei de 40,2% entre février 2005 et février 2006. ■