



Fiches Thématiques

International

Conjoncture internationale

L'année 2006 apparaît comme exceptionnelle sur le plan des flux d'échanges commerciaux. Ces derniers auraient culminé à l'hiver 2005-06 et conserveraient encore par la suite des rythmes relativement soutenus en raison de la poursuite de l'expansion mondiale. Vu sous cet angle, le caractère circonscrit de l'impact du choc pétrolier est à nouveau confirmé. Les derniers développements sur l'inflation et les salaires témoignent d'ailleurs de l'absence d'effets de second tour. Dans ce contexte favorable, les rythmes d'activité seraient assez dynamiques dans l'ensemble des pays industrialisés et une convergence entre zones s'opérerait même, en lien avec l'accélération attendue dans les pays européens. Pour autant, les déséquilibres mondiaux se maintiendraient encore à l'horizon de la fin de l'année.

Si les perspectives mondiales d'activité ont été bien orientées en début d'année, les marchés des changes et les bourses ont commencé à réagir à la situation de l'économie américaine

Après s'être stabilisées en fin d'année dernière, les perspectives d'activité dans l'industrie manufacturière sont globalement reparties à la hausse début 2006. Ceci suggère que la production industrielle mondiale devrait encore se montrer dynamique dans les prochains mois, en s'inscrivant sur des rythmes de progression proches de 6% en glissement annuel (cf. graphique 1). Quant à l'indice PMI global



dans le secteur des services, il est également resté bien orienté.

Cet optimisme des entrepreneurs, synthétisé dans l'indice PMI composite global, est compatible avec un maintien du taux de croissance du PIB dans les grandes zones industrialisées aux alentours de 3% l'an (cf. tableau 1). Il est vrai que la déconnexion observée, dans certains pays de la zone euro notamment, entre les enquêtes de conjoncture et les données quantitatives incite à la prudence. Mais le contexte étant globalement très favorable, la demande mondiale adressée à la France serait particu-

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

	Variations trimestrielles								En volume		
	2005				2006				Variations annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2004	2005	2006
PIB	0,7	0,7	0,7	0,5	0,9	0,8	0,6	0,5	3,1	2,6	2,9
Consommation privée	0,6	0,6	0,7	0,3	0,9	0,6	0,6	0,5	2,7	2,5	2,6
Consommation publique	0,5	0,6	0,7	0,0	0,7	0,5	0,4	0,2	1,8	1,7	1,8
Investissement	1,1	1,7	1,6	0,5	1,5	1,1	0,8	0,7	5,4	5,2	4,8
Exportations	0,7	2,4	1,7	1,5	3,3	1,7	1,5	1,6	8,2	5,9	8,9
Importations	0,4	1,2	1,9	1,7	2,9	1,7	1,5	1,5	8,6	5,8	8,5
<i>Contributions à la croissance</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,9	0,3	0,9	0,7	0,6	0,5	3,0	2,9	2,8
Stocks	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1
Extérieur	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2

Prévision
Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

lièrement forte en 2006, puisqu'elle progresserait de près de 10% en moyenne annuelle.

L'économie mondiale ne serait donc à ce stade que modérément affectée par le durcissement des conditions de crédit intervenu au tournant de l'hiver (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Les taux d'intérêt à court terme ont pourtant continué de se redresser aux États-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, en zone euro. Mais ils sont restés stables au Royaume-Uni et au Japon. Quant aux taux d'intérêt à long terme, en raison du maintien des perspectives de croissance et d'inflation, ils sont remontés dans toutes les zones industrialisées début 2006. Les marchés anticipent que la Banque Centrale Européenne poursuive son cycle de relèvement jusqu'en fin d'année et que la Banque d'Angleterre remonte ses taux, vraisemblablement en août prochain. Dans ce contexte, les conditions de crédit se durciraient donc encore à l'horizon de la prévision.

De leur côté, les marchés des changes, qui avaient fait preuve d'une assez grande stabilité au premier trimestre de cette année, ont commencé à réagir fin avril - début mai à la situation économique aux États-Unis. Le dollar s'est ainsi déprécié à la fois vis-à-vis de l'euro et des devises asiatiques. En outre, les bourses se sont repliées. Dans ce contexte, on a retenu en prévision un taux de change dollar/euro stabilisé à 1,27, soit sa moyenne sur les trois premières semaines de mai.

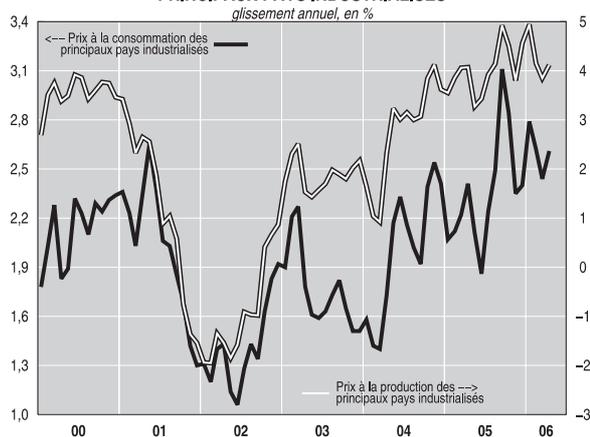
L'impact du choc énergétique resterait cantonné aux effets de diffusion aux prix des consommations intermédiaires

Sur les marchés des matières premières, les tendances qui se dessinaient déjà fin 2005-début 2006 se sont prolongées. Le cours du baril de Brent a continué de monter, pour fluctuer finalement autour de 70 dollars le baril, entraînant dans son sillage le prix des dérivés du pétrole. En réalité, l'ensemble des matières premières industrielles est resté orienté à la hausse en ce début d'année, notamment les métaux (cf. fiche « *Pétrole et matières premières* »).

Dans ce contexte, les prix à la production se sont maintenus sur des rythmes de progression compris entre 4 et 5% l'an dans l'ensemble des pays industrialisés. Le profil a été essentiellement dicté par l'énergie, un phénomène également observé sur les prix à la consommation (cf. graphique 2). Ces derniers ont légèrement reflué au cours du premier trimestre de 2006, avant de ré-accélerer en avril en raison de la nouvelle envolée des cours pétroliers. Le Japon, en phase de sortie de déflation, a suivi le mouvement, quoique de façon plus modérée. Dans les autres pays asiatiques, les tensions inflationnistes sont demeurées dans l'ensemble relativement contenues. Ainsi, en avril, le glissement annuel des prix à la consommation s'est établi à +2,0% en Corée du sud, +1,2% à Taiwan et +1,1% à Singapour. Seules l'Indonésie et dans une moindre mesure la Thaïlande connaissent actuellement des

2

ÉVOLUTION DES PRIX DANS LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS



tensions inflationnistes. Dans ce contexte, les cycles de resserrement monétaire ont été interrompus dans la plupart des pays d'Asie émergente.

Ces éléments confirment bien qu'actuellement l'effet du choc pétrolier reste amorti. Cette situation perdurerait d'ailleurs à l'horizon de la fin de l'année. Les évolutions de l'inflation, dictées avant tout par les composantes énergétiques, resteraient en effet globalement maîtrisées, sous l'hypothèse d'une stabilisation du cours du Brent aux alentours de 70 dollars (cf. fiches « *Principaux pays partenaires de la zone euro* » et « *Prix à la consommation en zone euro* »). Ainsi, à la différence des épisodes des années 70, aucun enclenchement de boucle prix/salaires ne se ferait jour. Même aux États-Unis, où le marché du travail serait pourtant tendu, les gains de productivité et la modération de l'inflation sous-jacente permettraient encore de juguler les coûts salariaux dans les trimestres à venir. Au Royaume-Uni, les salaires poursuivraient sur leur dynamique actuelle, alors qu'ils pourraient connaître une nette accélération au Japon en raison de la sortie de déflation. Enfin, en zone euro, ils seraient encore relativement inertes en termes réels. De façon générale, la pression concurrentielle exercée par les pays émergents serait de nature à contenir dans tous les pays la progression des coûts salariaux. Néanmoins, même en Asie émergente, les entreprises auraient vraisemblablement commencé à consentir des efforts de marges de façon à amortir la hausse des coûts des consommations intermédiaires : ceci pourrait se faire au détriment des décisions d'investissements.

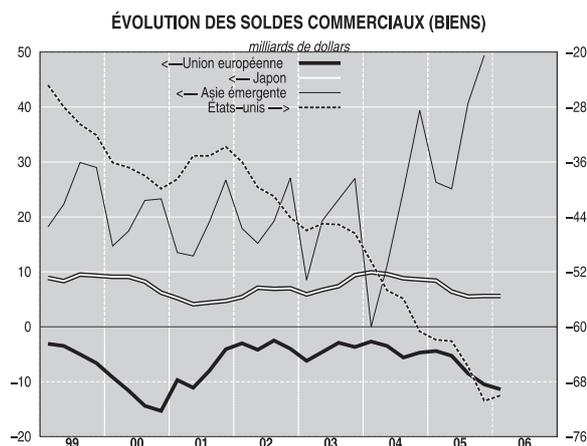
Vers une convergence des rythmes d'activité entre zones mais un maintien, voire une nouvelle aggravation, des déséquilibres mondiaux

L'année 2006 serait non seulement exceptionnelle en terme de commerce mondial, mais elle marquerait aussi le début d'une phase de convergence des

rythmes d'activité entre zones industrialisées (cf. *tableau 2*). Ainsi, alors que les États-Unis commenceraient à plafonner (+3,5% de croissance en 2006, comme l'an passé), les pays européens seraient en accélération : la zone euro dépasserait 2% de croissance (après +1,4% en 2005) et le Royaume-Uni atteindrait +2,4% (contre +1,8% l'an passé). Parallèlement, la reprise de l'économie japonaise se confirmerait, une progression du PIB de 3,2% étant attendue (après +2,6% en 2005), tandis que le reste de la zone asiatique conserverait elle aussi son élan.

Entre les grandes zones industrialisées, les écarts dans les dynamiques des demandes intérieures resteraient néanmoins notables. Toutefois, fait marquant, la consommation des ménages en zone euro montrerait des signes d'accélération (cf. *fiche « Conjoncture dans la zone euro »*) : certes des phénomènes temporaires soutiendraient la dynamique (notamment en Allemagne, avec l'organisation de la coupe du monde de football et l'effet d'anticipation de la hausse de TVA annoncée pour 2007), mais ce serait plus fondamentalement la croissance plus rapide que l'an passé de l'emploi et la poursuite de la baisse du taux d'épargne qui soutiendraient cette inflexion à la hausse. En matière d'investissement des entreprises, une scission relativement claire s'opérerait toujours entre les pays européens d'une part, plus prudents, et les États-Unis et le Japon d'autre part.

En Asie du Sud-est, l'activité est restée soutenue au premier trimestre de 2006. Le glissement annuel de la production industrielle (hors Chine) est resté supérieur à 7% en mars, soit un rythme similaire à celui enregistré en moyenne ces six derniers mois. Dans cette zone, la croissance resterait encore dynamique à l'horizon de la fin de l'année. Les entreprises semblent, d'une manière générale, pouvoir faire face à l'augmentation de leurs coûts de production en comprimant leurs marges. Dans la plupart des pays, la persistance de cours élevés du pétrole ne devrait en effet que marginalement affecter l'activité manufacturière. Ce phénomène est d'ailleurs corroboré par l'évolution récente des indicateurs conjoncturels avancés des principaux pays de la zone. Cependant, le ralentissement de l'investissement productif observé depuis le deuxième tri-



mestre de 2004 (hors Chine), sans doute lié à la fois au renchérissement des cours pétroliers et aux relèvements passés des taux d'intérêt, pourrait se poursuivre.

Enfin, les pays exportateurs de pétrole profiteraient encore à plein cette année de l'envolée du prix du baril. Sur la base des comportements observés en 2005, ils resteraient toutefois prudents sur l'utilisation de la manne pétrolière (cf. *encadré*), leurs propensions à consommer les recettes additionnelles sous forme d'importations supplémentaires étant bien inférieures à celles constatées lors des chocs des années 70 (50% actuellement, contre 75% précédemment selon le FMI). Même le recyclage des pétrodollars sous forme de placements financiers aurait évolué par rapport aux épisodes précédents : pour les pays de l'Opep par exemple, ils seraient moins destinés à des investissements de portefeuille et des dépôts bancaires à l'étranger, pour être davantage recyclés en réserves de changes, ou encore investis dans les marchés locaux (boursiers et immobiliers) et dans des fonds spéculatifs.

Le rééquilibrage de la croissance entre zones n'étant que timide, les déséquilibres mondiaux se maintiendraient encore à l'horizon de la fin de l'année. C'est

TABLEAU 2 : PIB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2005				2006				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.			
Ensemble	0,7	0,7	0,7	0,5	0,9	0,8	0,6	0,5	3,1	2,6	2,9
États-Unis	0,9	0,8	1,0	0,4	1,3	0,8	0,7	0,6	4,2	3,5	3,5
Japon	1,3	1,3	0,3	1,1	0,8	0,9	0,6	0,6	2,3	2,6	3,2
Royaume-Uni	0,2	0,5	0,4	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	3,1	1,8	2,4
Zone euro, dont :	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	1,8	1,4	2,1
Allemagne	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	0,8	0,5	0,5	1,1	1,2	1,8
Italie	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,6	0,3	0,2	0,2	0,9	0,1	1,3
Espagne	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	3,1	3,4	3,1

■ Prévission

Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

d'ailleurs déjà ce que l'on a pu constater dans les pays industrialisés début 2006 (cf. graphique 3). En Asie émergente, les excédents commerciaux se sont amplifiés depuis mi-2004 -tirés notamment par la

Chine- et cette situation devrait perdurer dans les prochains trimestres, en faisant toutefois l'hypothèse que les devises asiatiques ne s'ajustent pas brusquement, vis-à-vis du dollar notamment. ■

ENCADRÉ : LE RECYCLAGE DES PÉTRODOLLARS

Les recettes pétrolières des pays exportateurs de pétrole sont passées de 260 milliards environ en 2002 à plus de 600 milliards en 2005⁽¹⁾ selon le Fond Monétaire International (FMI). Ce surplus de 350 milliards de dollars représente près de 40% du PIB *ex ante* de ces pays, soit un niveau intermédiaire entre celui atteint lors du premier choc pétrolier et celui observé au moment du second (cf. 48% en 1973-76 et 31% en 1978-81).

Le recyclage de ces pétrodollars semble avoir évolué par rapport aux épisodes précédents. La propension à dépenser les recettes supplémentaires serait plus faible (50% contre 75%), et les fonds épargnés, difficiles à recenser, auraient été investis dans des produits financiers plus diversifiés que par le passé. Cette manne pétrolière aurait finalement peu joué sur les déséquilibres mondiaux : la hausse des cours pétroliers a simplement contribué à creuser les déficits courants des régions qui en connaissaient déjà un, typiquement celui des États-Unis. Dans le cas français, le solde commercial bilatéral avec les fournisseurs de pétrole s'est très largement dégradé entre 2003 et 2005, suggérant ainsi que le recyclage des pétrodollars sous forme d'achat de produits français est relativement limité, de l'ordre de 20%.

Une propension à dépenser les recettes pétrolières additionnelles plus faible que dans les années 70

Depuis 2002, les pays exportateurs de pétrole ont dépensé une part moins importante de leur revenus additionnels que lors des chocs pétroliers antérieurs. Leurs importations en part de PIB sont d'ailleurs restées globalement stables ces dernières années. Même en termes absolus, l'augmentation des importations correspond à moins de la moitié des revenus additionnels (contre 3/4 dans les années 70).

Des écarts significatifs apparaissent néanmoins suivant les pays. Les plus faibles taux de dépenses reviennent aux pays du Golfe. A contrario, l'Iran a dépensé une part importante de ses recettes pétrolières. En moyenne, les surplus budgétaires ont augmenté de 11 points de PIB sur la période 2002-2005 dans l'ensemble des pays exportateurs de pétrole.

Des fonds investis dans des produits financiers beaucoup plus diversifiés que par le passé

De l'aveu des institutions internationales (FMI et Banque des Règlements Internationaux notamment), il est relativement ardu de se faire une idée précise de l'allocation de l'épargne des pays exportateurs de pétrole. Seul un tiers

des fonds susceptibles d'être investis peut être identifié (contre la moitié lors des épisodes précédents). Deux sources d'information en particulier sont mobilisables : l'état des réserves des banques centrales et le recyclage des pétrodollars sous forme de dépôts bancaires. Or les réserves des banques centrales des pays exportateurs ont certes augmenté de 90 milliards de dollars en 2005, mais cela représente moins d'un tiers des surplus courants. En outre, contrairement aux épisodes des années 70, peu de pétrodollars ont été accumulés sous forme de dépôts bancaires (moins d'un tiers des surplus courants accumulés dans les banques recensées par la BRI). En réalité, dans certains pays, comme la Russie, l'Arabie Saoudite ou les Émirats Arabes Unis, les gouvernements ont confié leurs surplus à des sociétés d'investissement ou des fonds de stabilisation du pétrole, et ces investissements sont difficiles à répertorier.

De façon générale, les pays exportateurs de pétrole disposent d'opportunités d'investissement plus diversifiées que dans les années 70. Les marchés boursiers locaux se sont développés et l'immobilier est en plein boom dans certaines régions, notamment au Moyen-Orient. Mais comme le suggère la faible hausse des réserves officielles par rapport aux surplus courants, la majeure partie des recettes pétrolières a été investie à l'étranger. Sur ce dernier point cependant, la détention par les pays de l'OPEP de bons du Trésor américains a baissé en 2005. On ne peut cependant pas écarter l'hypothèse que des achats aient été réalisés via Londres, Genève ou Hong-Kong.

Le recyclage des pétrodollars a surtout joué aux États-Unis, où il a atténué les pressions sur le coût de financement

Le recyclage de la manne pétrolière, même si elle correspond à une part assez faible du PIB mondial (1,0% actuellement, contre 1,5% environ lors des épisodes précédents), est susceptible de jouer sur les déséquilibres mondiaux.

À court terme, la hausse des cours pétroliers dégrade les balances courantes des pays importateurs de pétrole et, à l'inverse, conduit à des excédents courants dans les zones exportatrices. Par la suite, qu'ils dépensent ou qu'ils épargnent leurs recettes pétrolières (i.e. quel que soit le mécanisme de recyclage des pétrodollars), le comportement des pays exportateurs de pétrole a une incidence sur la résorption des déséquilibres courants via deux canaux de recyclage :

- Si les pays exportateurs de pétrole dépensent leurs recettes (canal de l'absorption), une partie des flux entrants de pétrodollars ressort pour payer les importations de biens et services, ces dernières provenant

(1) L'ensemble des estimations présentées ici, mises à part celles présentées sur la France, sont reprises du FMI.

notamment des pays importateurs de pétrole. Ceci restreint d'autant les déficits commerciaux des pays importateurs vis-à-vis des pays exportateurs.

- Si les pays exportateurs de pétrole épargnent leurs revenus (canal des comptes courants), cela peut dans un premier temps détourner des ressources financières de l'investissement ou de la consommation dans les pays importateurs. Les importations de ces derniers s'en trouvent mécaniquement amoindries, ce qui contribue à limiter leurs déficits courants. Ce phénomène est néanmoins amorti par le fait que les pays exportateurs de pétrole placent en partie leurs pétrodollars dans des actifs étrangers, ce qui limite la remontée des taux d'intérêt dans les pays importateurs : la demande intérieure des pays importateurs est alors moins affectée par les resserments des politiques monétaires opérés par les banques centrales nationales en raison de la remontée de l'inflation.

Sur la période récente en réalité, la hausse des cours pétroliers a simplement contribué à creuser les déficits courants des régions qui en connaissaient déjà un, typiquement celui des États-Unis. Dans ce pays, le recyclage des pétrodollars a surtout atténué les pressions sur le coût de financement, ces dernières ayant été induites par la sortie de capitaux engendrée par le haut niveau des cours pétroliers. En revanche, les revenus pétroliers qui ont été dépensés par les pays exportateurs n'ont pas joué un rôle direct important dans la réduction du déficit courant américain. Les pays exportateurs de pétrole importent en effet de moins en moins de produits en provenance des États-Unis (cf. baisse de 5 points entre 1981 et 2004 de la part des importations venant des États-Unis dans l'ensemble de leurs importations de biens). Même en supposant que les pays exportateurs de pétrole dépensent tous leurs revenus additionnels, le déficit courant des États-Unis est appelé à se creuser de 25 milliards de dollars supplémentaires (0,2 point de PIB). Ainsi, les pays exportateurs de pétrole n'ont pas été les acteurs principaux du creusement du déficit courant américain (cf. illustration sur le solde commercial, graphique 1). Pour autant, les surplus courants des pays exportateurs de pétrole représentent environ 40% du déficit courant américain en 2005, soit le double de 2004.

Un effet plutôt limité du recyclage des pétrodollars sur le solde commercial français

Dans le cas de la France, le diagnostic est identique : on constate un effet limité du recyclage des pétrodollars sur le solde commercial.

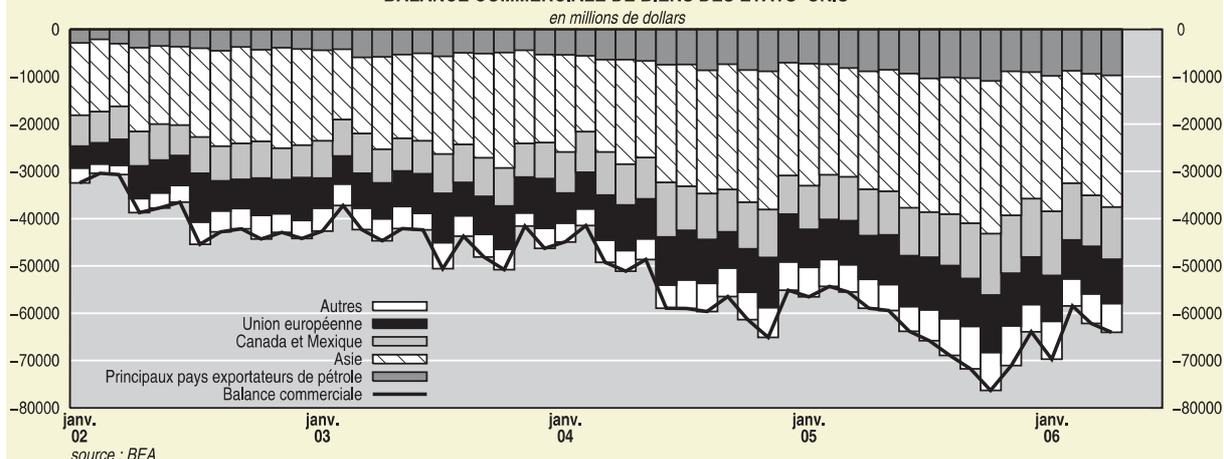
Depuis janvier 2005, les Douanes publient les importations françaises d'hydrocarbures par pays, non plus en considérant le pays d'origine mais le pays de provenance. Il y a donc un biais à la hausse pour les pays transitaires comme l'Allemagne ou la Belgique, notamment concernant les flux de pétrole brut provenant respectivement de Russie (et plus généralement des pays de la CEI) et de Norvège.

Au contraire, le poids de l'Opep dans les importations françaises reste relativement stable. Afin de corriger de ce biais technique, on fait l'hypothèse que les poids des différents fournisseurs sont restés relativement constants. Plus précisément, on enlève à partir de janvier 2005 un pourcentage fixe des flux comptabilisés comme provenant du pays transitaire et on le réaffecte aux importations en provenance du pays fournisseur. De cette façon, la moyenne du poids de chaque pays sur les quatre trimestres de 2005 est supposée égale à sa moyenne sur 2003-2004. Les flux ainsi corrigés sont représentés sur le graphique 2 par pays d'origine.

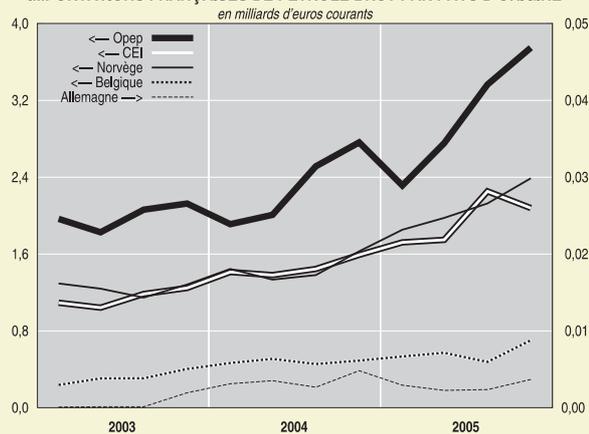
Il ressort de ces séries corrigées une nouvelle lecture de la structure bilatérale du creusement du déficit commercial français. Après prise en compte de cette rupture statistique, 80% des importations de pétrole brut de la France en 2005 sont bien issues de ses trois grands fournisseurs : l'Opep, la CEI et la Norvège. Ces flux ont bien connu une forte augmentation entre 2003 et 2005 (+10,8 milliards d'euros), ce qui représente 80% de la hausse des importations de pétrole brut totales de la France telles que retracées par les Comptes nationaux trimestriels. **Ceci représente par ailleurs 70% du creusement du déficit commercial énergétique, les flux de pétrole raffiné restant relativement équilibrés.**

1

BALANCE COMMERCIALE DE BIENS DES ÉTATS-UNIS



IMPORTATIONS FRANÇAISES DE PÉTROLE BRUT PAR PAYS D'ORIGINE



sources : Douanes, calculs Insee

Cette correction statistique permet également d'infirmar l'hypothèse d'un recyclage des pétrodollars en produits français. En effet, alors que les seules importations de pétrole brut progressent de 10,8 milliards d'euros en provenance de ces trois pays, les exportations de la France à destination de ces pays n'ont augmenté que de 2,2 milliards d'euros, soit **un taux de recyclage de seulement 20%**. Le solde commercial bilatéral de la France avec ses fournisseurs de pétrole s'est donc très largement dégradé entre 2003 et 2005. ■

Références bibliographiques

- « Oil prices and global imbalances », World Economic Outlook, avril 2006
- « Petrodollar recycling and global imbalances », CESifo's International Spring Conference, mars 2006
- « The international banking market », BIS Quarterly Review, décembre 2005
- « OPEC Revenues Fact Sheet », Energy information Administration, janvier 2006

Principaux pays partenaires de la zone euro

Pourtant touchés par l'envolée des cours du pétrole et des matières premières, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon connaîtraient des rythmes d'activité soutenus en 2006. Dans les trois pays, la consommation des ménages se montrerait dynamique, portée par la vigueur des revenus réels. Le marché du travail y serait en effet porteur, tandis qu'outre-Manche et outre-Atlantique la progression des prix resterait essentiellement alimentée par les effets de diffusion du choc énergétique et que la sortie de déflation de l'économie nippone se confirmerait.

Un autre point commun rapprocherait les trois principaux pays partenaires de la zone euro : tous verraient leurs flux d'échanges commerciaux culminer en début d'année. Pour autant, seul le Japon tirerait réellement parti de cette embellie, la contribution du commerce extérieur y étant attendue nettement positive.

En matière d'investissement, aucune ligne directrice unifiée ne se dégagerait, de sorte que les spécificités nationales s'exprimeraient pleinement cette année. Ainsi, alors que l'investissement résidentiel bénéficierait de la meilleure orientation des marchés immobiliers au Royaume-Uni et au Japon, il marquerait le pas aux États-Unis après avoir connu des rythmes de progression records ces dernières années. Quant à l'investissement productif, il accélérerait au Royaume-Uni, resterait soutenu aux États-Unis et se modérerait au Japon. Les enquêtes auprès des industriels et l'évolution des commandes témoignent de ces évolutions contrastées.

Au total, le taux de croissance se stabiliserait entre 2005 et 2006 aux États-Unis (+3,5%), tandis que les PIB japonais et britannique accéléreraient respectivement à +3,2% et +2,4% (contre +2,6 et +1,8% l'an passé).

Portée par la dynamique du pouvoir d'achat, la consommation des ménages serait soutenue au Royaume-Uni, au Japon et aux États-Unis

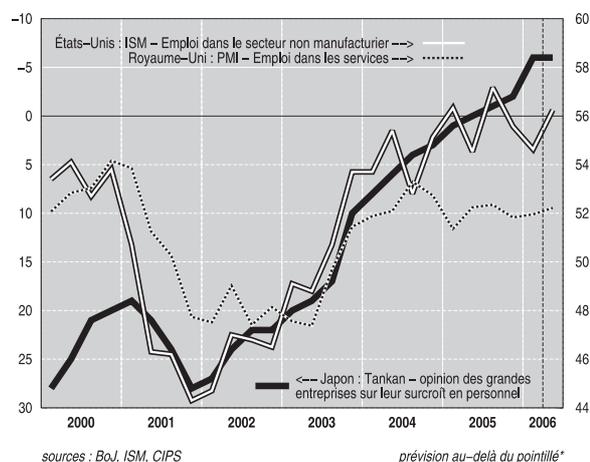
En 2006, le marché du travail serait relativement porteur dans les trois grands pays partenaires de la zone euro. Les créations d'emploi bénéficieraient partout du dynamisme passé de l'activité. Un mouvement de reprise s'est d'ailleurs déjà amorcé au Royaume-Uni et au Japon. En effet, après avoir re-

culé de 0,2% au quatrième trimestre de 2005, l'emploi a de nouveau progressé en début d'année dans ces deux pays (+0,4% et +0,3% respectivement). Au vu des dernières données d'enquête (cf. graphique 1), cette embellie devrait perdurer dans les trimestres à venir : les soldes d'opinion relatifs à l'évolution de l'emploi britannique se sont récemment améliorés, tant dans le secteur manufacturier que dans les services ; de la même façon, les résultats du Tankan du premier trimestre confirment que les entreprises nippones auraient mis fin à leur situation de sureffectif. En outre au Japon, le nombre des demandes d'emploi demeure supérieur à celui des offres d'emploi, et ce depuis décembre 2005. L'évolution de l'emploi serait également assez favorable dans les prochains mois aux États-Unis. Néanmoins, après s'être maintenues aux alentours de 175 000 par mois au premier trimestre, les créations d'emploi s'y modéreraient d'ici la fin de l'année en lien avec le fléchissement attendu de l'activité : s'il est vrai qu'elles ont marqué le pas en avril et mai, l'opinion des entrepreneurs sur l'évolution de l'emploi dans le secteur non manufacturier reste bien orientée.

Parallèlement, les salaires progresseraient à des rythmes soutenus outre-Manche et outre-Atlantique ; ils connaîtraient même une nette accélération au Japon. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les indicateurs mensuels sont déjà orientés à la hausse en début d'année (glissements annuels respectifs de

1

OPINION DES ENTREPRENEURS SUR L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI



Note de lecture

*Prévision pour le Japon et moyenne sur les deux premiers mois pour les deux autres pays

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2005				2006				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.			
ÉTATS-UNIS (37,2%)⁽¹⁾											
PIB	0,9	0,8	1,0	0,4	1,3	0,8	0,7	0,6	4,2	3,5	3,5
Consommation	0,9	0,8	1,0	0,2	1,3	0,7	0,8	0,7	3,9	3,5	3,3
Investissement privé ⁽²⁾	1,7	2,3	2,0	1,0	2,3	1,3	0,7	0,7	9,7	8,1	6,2
<i>Investissement privé hors logement</i>	1,4	2,1	2,0	1,1	3,1	2,0	1,7	1,7	9,4	8,6	8,6
<i>Investissement logement</i>	2,3	2,6	1,8	0,7	0,7	0,0	-1,0	-1,0	10,3	7,1	2,1
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,5	0,6	0,7	-0,2	1,1	0,6	0,5	0,2	2,2	1,8	2,2
Exportations	1,8	2,6	0,6	1,2	3,5	2,0	1,8	1,8	8,4	6,9	8,5
Importations	1,8	-0,1	0,6	2,9	3,1	1,8	1,7	1,7	10,7	6,3	8,4
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,0	1,1	1,2	0,3	1,5	0,9	0,8	0,6	4,6	4,1	3,7
<i>Variations de stocks</i>	0,1	-0,5	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,3	-0,5
ROYAUME-UNI (5,6%)⁽¹⁾											
PIB	0,2	0,5	0,4	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	3,1	1,8	2,4
Consommation	0,0	0,3	0,5	0,7	0,2	0,8	0,6	0,6	3,6	1,7	2,2
Investissement total	0,8	0,2	2,7	-0,5	1,5	1,1	0,8	0,8	5,1	3,2	3,9
<i>Investissement des entreprises</i>	-0,3	1,0	1,2	-0,9	1,7	1,2	1,0	1,0	3,3	2,0	3,5
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	-3,9	4,4	0,6	-1,3	1,0	1,0	0,5	0,5	6,2	1,5	2,1
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	19,3	-12,6	15,4	3,4	1,5	0,5	0,5	0,5	13,1	14,4	9,5
Consommation publique ⁽⁵⁾	0,3	0,7	1,4	1,2	0,7	0,5	0,5	0,5	2,9	2,7	3,4
Exportations	0,4	3,4	0,9	2,2	4,7	2,0	1,5	1,5	4,6	5,6	10,7
Importations	-1,3	2,5	2,3	1,0	5,5	1,7	1,4	1,4	6,7	5,3	10,8
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	0,2	0,3	1,1	0,7	0,6	0,8	0,6	0,6	3,8	2,3	2,8
<i>Variations de stocks</i>	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,5	0,1	-0,4	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,1	-0,4
JAPON (14,8%)⁽¹⁾											
PIB	1,3	1,3	0,3	1,1	0,8	0,9	0,6	0,6	2,3	2,6	3,2
Consommation	1,4	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	1,9	2,1	2,3
Investissement total	1,1	1,5	1,3	0,0	2,0	1,8	1,0	1,0	1,0	3,4	5,2
<i>Investissement privé</i>	1,4	1,8	1,5	0,6	2,8	1,5	0,9	0,9	4,1	6,1	6,2
<i>Investissement privé hors logement</i>	2,5	2,4	1,5	0,2	3,1	2,0	1,0	1,0	4,7	7,8	7,0
<i>Investissement logement</i>	-1,3	-1,9	1,6	2,1	1,1	1,5	1,5	1,5	2,0	-0,7	5,4
<i>Investissement public</i>	-1,0	1,1	0,6	-2,5	-0,6	1,5	0,5	0,5	-8,8	-5,9	-0,5
Consommation publique	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	2,0	1,7	0,6
Exportations	-0,2	3,5	3,1	3,8	2,7	2,5	2,0	2,0	13,9	7,0	11,8
Importations	-0,1	2,2	3,1	-0,6	3,5	2,2	1,8	1,8	8,5	6,3	8,5
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,4	0,7	0,6	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	1,7	2,3	2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,3	-0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,2	0,0	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,2	0,6

 Prévission

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissement publics.

(4) Postes non renseignés dans le compte provisoire.

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

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

+4,2% au premier trimestre et de +3,7% en mai pour le salaire horaire moyen). Dans les deux pays, les bas niveaux de taux de chômage (5,3% en avril et 4,6% en mai resp.) sont susceptibles de jouer sur les futures revendications salariales. À cela s'ajouterait, dans le cas des États-Unis, la remontée très récente des anticipations d'inflation engendrée par l'envolée des prix de l'essence. Mais dans la mesure où la progression des composantes sous-jacentes de l'inflation y demeurerait limitée, les augmentations de salaires n'alimenteraient pas de tensions inflationnistes. Enfin au Japon, après avoir reculé au premier trimestre de 2006 (-1,8%), les salaires

devraient rapidement ré-accélérer. Les négociations salariales de printemps (*shunto*) qui se sont achevées fin avril ont en effet permis aux syndicats d'obtenir des hausses de rémunérations pour la première fois depuis cinq ans, même si celles-ci sont très variables d'un secteur à un autre.

Dans les trois pays, ces mouvements combinés de l'emploi et des salaires viendraient alimenter la progression du revenu dans les trimestres à venir. Dans le même temps, les tensions inflationnistes resteraient toujours maîtrisées au Royaume-Uni et aux États-Unis (cf. graphique 2). L'intervention des

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	1,5
Salaire moyen par tête	2,9	4,3	4,4	4,5
Revenu disponible brut nominal	4,3	6,1	4,2	5,8
Déflateur de la consommation privée	1,9	2,6	2,8	2,7
Taux d'épargne en niveau	2,1	1,8	-0,5	-0,7
Royaume-Uni				
Emploi salarié	1,0	1,0	1,0	0,9
Salaire moyen par tête	3,5	3,6	3,8	4,0
Revenu disponible brut nominal	4,7	3,4	4,1	4,3
Déflateur de la consommation privée	1,9	1,2	1,9	2,2
Taux d'épargne	5,4	4,3	5,0	5,0
Japon				
Emploi total	-0,3	0,2	0,4	0,6
Salaire moyen par tête	-1,2	-1,5	0,8	1,9
Revenu disponible brut nominal	-1,2	0,4	0,5	1,7
Déflateur de la consommation privée	-0,9	-0,6	-0,8	-0,2
Taux d'épargne	4,0	3,1	2,4	2,4

■ Prévission

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

banques centrales contribuerait d'ailleurs à contenir l'évolution des prix. En raison du dynamisme de l'activité et du léger dépassement de la cible d'inflation (+2,2% en mai), les marchés anticipent que la Banque d'Angleterre relèvera prochainement ses taux directeurs. Ce resserrement surviendrait vraisemblablement après un an de statu quo, à l'occasion de la réunion du mois d'août au cours de laquelle celle-ci réviserait traditionnellement le scénario de croissance et d'inflation. La Réserve fédérale américaine a de son côté continûment opéré des hausses de taux depuis juin 2004. Et le profil de l'inflation aux États-Unis serait avant tout dicté par le glissement annuel de la composante énergétique, qui ne connaîtrait pas de réelle dégrèvement avant le troisième trimestre de cette année. Au Japon enfin, l'évolution, tant de l'indice des prix à consommation que du déflateur de la consommation, signale d'ores et déjà la sortie progressive de la situation déflationniste qui pénalisait l'économie depuis plusieurs années (*cf. encadré*).

Sur l'ensemble de l'année, les gains de pouvoir d'achat ainsi dégagés alimenteraient le dynamisme de la consommation. Les dépenses des ménages japonais conserveraient leur élan, d'autant que la confiance a atteint au premier trimestre de 2006 son plus haut niveau depuis juin 1991. Au Royaume-Uni, un facteur supplémentaire jouerait dans le redressement marqué de la consommation : la reprise tangible du marché de l'immobilier en permettant une revalorisation des actifs, se traduirait par un recours croissant des ménages au mécanisme de refinancement hypothécaire pour financer leurs dépenses. Les ventes au détail présentent d'ailleurs un acquis très favorable fin mai (+1,7%).

Enfin, la consommation des ménages américains serait un peu moins dynamique que l'an passé. Après un premier trimestre exceptionnellement fort, les dépenses se tempèreraient en effet pour revenir davantage en ligne avec la progression du revenu réel. En mai, les ventes au détail ont du reste augmenté de façon timide et la confiance des ménages a baissé ces derniers mois. Dans ce contexte, alors que le taux d'épargne s'était sensiblement replié l'an passé (de 1,8% en 2004 à -0,5%), il se stabiliserait presque en 2006 (-0,7%).

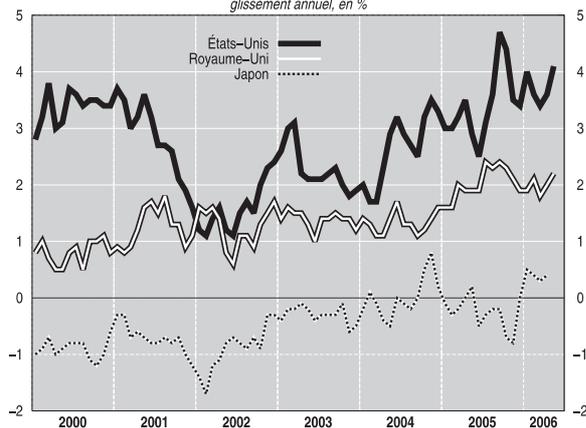
L'évolution de l'investissement serait dominée par des spécificités nationales : la composante résidentielle se redresserait vivement au Royaume-Uni et au Japon mais marquerait le pas aux États-Unis, tandis qu'en matière d'investissement productif, le regain britannique se démarquerait du dynamisme, maintenu ou à peine modéré, des deux autres pays

Alors qu'il se redresserait au Royaume-Uni et au Japon, l'investissement résidentiel marquerait le pas aux États-Unis. Outre-Manche, l'investissement en logement reprendrait, bénéficiant à la fois de l'orientation favorable du pouvoir d'achat et d'un taux d'intérêt hypothécaire bas : en témoigne la remontée récente des prix de l'immobilier. Il retrouverait aussi un certain dynamisme au Japon sous l'effet du retour en territoire positif des prix de l'immobilier après quinze ans de marasme : c'est d'ailleurs ce que suggère le rebond des mises en chantier

2

PRIX À LA CONSOMMATION

glissement annuel, en %



sources : BLS, ONS, Ministry of Public Management–Home Affairs–Posts and Telecom

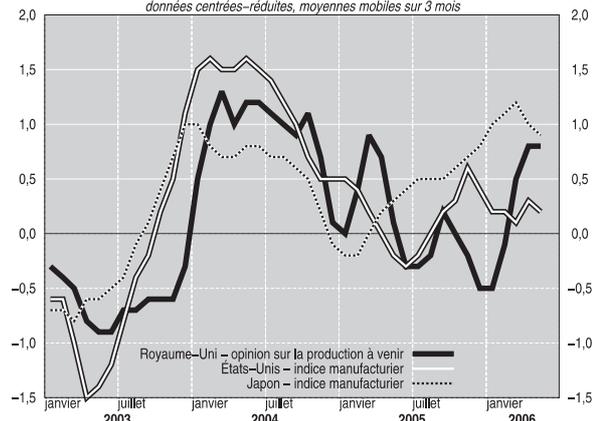
enregistré au premier trimestre. À l'inverse, le ralentissement de l'investissement résidentiel survenu cet hiver aux États-Unis s'accroîtrait encore, puisque les mises en chantier ont à nouveau reculé depuis le mois de février et que les ventes de logement ont poursuivi leur mouvement de repli entamé à la mi-2005. D'autres éléments sont venus confirmer le tassement récent du marché immobilier américain (cf. dossier « *Marché immobilier américain : quels risques ?* »). Les demandes de prêts hypothécaires par exemple ont montré des signes de fléchissement, après avoir vraisemblablement atteint un point haut dans le courant du second semestre de 2005. Parallèlement, l'accessibilité au logement s'est détériorée depuis la mi-2004, sous l'effet de la flambée des prix et de la remontée des taux d'intérêt. Dans ce contexte, la confiance sur le marché immobilier s'est sensiblement dégradée depuis la fin de l'année dernière.

Les disparités en matière de dynamique d'investissement non résidentiel seraient également marquées entre les trois pays cette année. Alors qu'il accélérerait outre-Manche, l'investissement des entreprises conserverait sa dynamique aux États-Unis mais ralentirait au Japon. Les enquêtes de conjoncture fournissent une première indication sur cette divergence d'évolution (cf. graphique 3). Ainsi, comme le suggère la Confederation of British Industry (CBI), les anticipations des industriels britanniques se sont nettement améliorées depuis février, à la faveur de la reprise de l'activité manufacturière (+0,7% au premier trimestre, après quatre trimestres de déclin). Aux États-Unis, par delà les fluctuations, l'indicateur avancé ISM manufacturier s'est maintenu sur les cinq premiers mois de l'année au niveau moyen de 2005. Parallèlement, les soldes d'opinion relatifs aux commandes sont repartis à la hausse depuis deux mois dans le secteur non manufacturier. *A contrario*, les résultats de l'enquête Tankan du premier trimestre attestent de l'intention des entrepreneurs japonais de modérer leurs investissements en biens d'équipement au cours des trimestres à venir, en lien

3

ENQUÊTES DE CONJONCTURE DANS L'INDUSTRIE

données centrées-réduites, moyennes mobiles sur 3 mois



sources : CBI, ISM, PMI

avec des anticipations de profit orientées à la baisse. De même, l'indicateur PMI manufacturier souligne un effritement des perspectives des industriels.

Les dépenses d'investissement des entreprises nippones ralentiraient donc progressivement courant 2006 après le rebond enregistré en début d'année. À cet égard, les commandes de machines, qui constituent un indicateur avancé de l'investissement à un horizon de trois à six mois, ont reculé lors du premier trimestre de 2006 et le Cabinet Office anticipe un nouveau repli au deuxième trimestre (-2,5% en variation trimestrielle). De plus, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé en début d'année. À l'inverse, à la faveur du dynamisme recouvré du secteur manufacturier, l'investissement productif gagnerait de la vigueur cette année au Royaume-Uni. Les conditions de financement y resteraient en outre toujours extrêmement favorables. Malgré l'envolée des prix des matières premières et de l'énergie, les perspectives d'une consommation dynamique d'une part, et de bons débouchés à l'étranger d'autre part, devraient encourager les entrepreneurs à investir au cours des prochains trimestres. L'investissement serait toutefois modéré par le relâchement récent des tensions sur l'appareil productif. Enfin, aux États-Unis, le plafonnement du commerce international à des sommets historiques et l'amorce d'un fléchissement de la demande des ménages inciteraient les entreprises à davantage de prudence dans les prochains mois. Toutefois, la production industrielle présente un acquis favorable à la fin mai (+1,2%) et le taux d'utilisation des capacités de production se trouve proche de celui observé courant 2000. En outre, les conditions de financement ne se sont que légèrement durcies en dépit des remontées des taux directeurs. Les capacités d'autofinancement se sont restaurées et les taux de profit et de marge ont atteint des niveaux inégalés depuis 30 ans (supérieurs respectivement à 10% et 25%). Mais les commandes en biens d'équipement se sont néanmoins graduellement affaïssées, si bien

qu'après un début d'année particulièrement dynamique, les dépenses d'investissement s'atténueraient.

Si dans les trois pays les flux d'échanges commerciaux auraient culminé début 2006, cette année encore, la contribution du commerce extérieur à la croissance ne serait positive qu'au Japon

Au premier trimestre de 2006, les flux commerciaux se sont montrés extrêmement soutenus, notamment au Royaume-Uni, où les échanges ont été particulièrement intenses avec la zone euro. Mais sur l'ensemble de l'année, seul le Japon tirerait réellement parti de la vigueur du commerce mondial. Ses exportations continueraient en effet de bénéficier d'un environnement international porteur, d'autant que l'activité économique est appelée à rester dynamique chez ses principaux partenaires asiatiques. Dans ce contexte, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait nettement positive en 2006. La configuration inverse se profilerait aux États-Unis et au Royaume-Uni : dans ces deux pays, la progression des importations, entretenues par la vigueur de la demande intérieure, l'emporterait sur celle pourtant vive des exportations.

L'essor des échanges reste naturellement tributaire des rythmes d'activité attendus dans les trois grands pays partenaires de la zone euro. Il pourrait de ce fait

être hypothéqué si des aléas à la baisse sur la croissance de ces économies venaient à se matérialiser. Aux États-Unis par exemple, la dégradation assez rapide du climat conjoncturel dans le secteur immobilier pourrait augurer un repli plus abrupt que prévu de l'investissement résidentiel. L'évolution de la consommation des ménages resterait de son côté conditionnée par celle de l'inflation. Or, si le reflux des prix anticipé à l'automne venait à être reporté, les dépenses des ménages s'en trouveraient directement pénalisées, à moins d'un nouveau creusement du taux d'épargne. Dans le cas du Japon, ce sont surtout les anticipations de durcissement de la politique monétaire qui pourraient briser l'élan des dépenses. À l'opposé, un regain plus fort qu'attendu de l'investissement productif dans les trois pays conduirait à soutenir davantage que prévu l'affermissement du commerce mondial cette année.

Plus fondamentalement, les scénarii présentés ici reposent sur une stabilisation des taux de change à des niveaux proches des derniers cours connus (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Or, si la baisse du dollar venait à se confirmer, l'environnement international pourrait être un peu moins dynamique qu'anticipé. À titre illustratif, le modèle INTERLINK de l'OCDE estime qu'une dépréciation de 10% du dollar pénaliserait de 0,1 point environ la croissance des pays de l'OCDE à l'horizon d'un an. ■

Le changement de cap de la politique monétaire intervenu en mars dernier envoyait le signal de la fin de la déflation au Japon

La Banque du Japon a mis officiellement fin à sa politique d'injection massive de liquidités en direction du secteur bancaire le 9 mars 2006, afin de revenir progressivement à une politique monétaire plus classique de gestion par les taux directeurs. Depuis lors, les tensions sur les taux d'intérêt à long terme se sont d'ailleurs graduellement accrues. Ainsi par exemple, les taux sur les emprunts d'État à 10 ans ont augmenté de 30 points de base entre les mois de mars et mai 2006.

La Banque centrale signalait par son changement de politique qu'elle considérait que le Japon était sur le point de sortir de la situation de déflation qui grevait son économie depuis 1998. Elle se basait sur l'évolution favorable de l'indice des prix sous-jacent observée depuis la fin-2005 (cf. *infra*) mais également sur les perspectives de croissance soutenue liées notamment au raffermissement de la demande intérieure. La Banque du Japon n'a pas fixé de cible d'inflation très précise mais a évoqué une fourchette de variation pour le glissement annuel des prix sous-jacent comprise entre 0% et 2%.

Un retour en territoire positif des prix qui pourrait être partiellement remis en cause avec la révision de l'indice des prix à la consommation

Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation hors produits frais est en progression constante depuis juin 2005. Il est repassé en zone positive en novembre et s'établit en avril 2006 à +0,5%. Ce phénomène s'explique par l'évolution combinée des prix de plusieurs produits : la persistance de cours élevés du pétrole qui contribue à maintenir le glissement annuel des prix des produits pétroliers aux alentours de +10%, l'affaiblissement progressif de l'impact baissier des prix du riz mais surtout, une remontée du glissement annuel des prix des produits industriels (cf. *graphique A*). Ce dernier facteur est le plus déterminant car il souligne le fait que les entreprises nippones commencent à répercuter la hausse de leurs prix de production - liée notamment au renchérisse-

ment des prix de l'énergie - sur leurs prix de ventes au lieu de comprimer leurs marges bénéficiaires. En effet, la progression simultanée de l'emploi et des salaires dynamise les dépenses des ménages et laisse ainsi aux entrepreneurs japonais des marges de manœuvre plus importantes pour augmenter leurs prix.

Quant aux prix de l'immobilier, ils s'affichent à la hausse dans les grandes villes japonaises depuis le mois de septembre 2005 (+1,3% en glissement annuel en mars 2006 après +0,1% en septembre 2005) et ce après 15 années de baisse ininterrompue (cf. *graphique B*).

Toutefois, différents éléments pourraient modérer la progression des prix à la consommation au Japon dans les trimestres à venir. Ce serait tout d'abord le cas avec la révision de l'indice des prix prévue pour août 2006. À cette occasion en effet, les coefficients de pondération seront renouvelés, mais surtout, de nouveaux produits seront inclus dans le panier de référence et notamment des biens liés à l'informatique dont les prix diminuent rapidement. Au total, l'impact baissier sur le glissement annuel de l'indice des prix sous-jacent serait estimé à 0,3 point⁽¹⁾. Parallèlement, la réforme de la santé, de même que de nouvelles baisses de prix dans la téléphonie mobile et l'électricité, devraient tirer l'indice des prix sous-jacent à la baisse, ce qui n'est au demeurant pas nécessairement catastrophique : une baisse de prix qui découle d'un progrès technique ne s'interprète pas comme une baisse de prix qui résulte d'enchaînements récessifs.

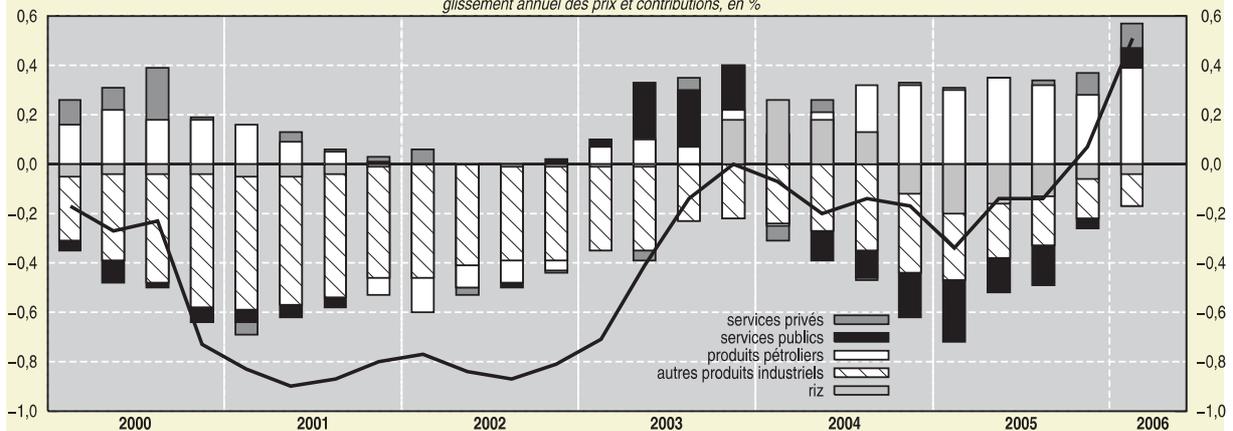
Par ailleurs, sur la base d'une mesure alternative de l'évolution des prix, à savoir celle du déflateur de la consommation des ménages ou, plus généralement, le déflateur du PIB, l'arrêt du recul des prix apparaît moins franc. De fait, le déflateur de la consommation s'établit à -0,2% en glissement annuel pour le premier trimestre de

(1) Cf. « Révision de 2005 de l'indice japonais des prix à la consommation : Evolution méthodologique » Conseil Economique et Social des Nations Unies.

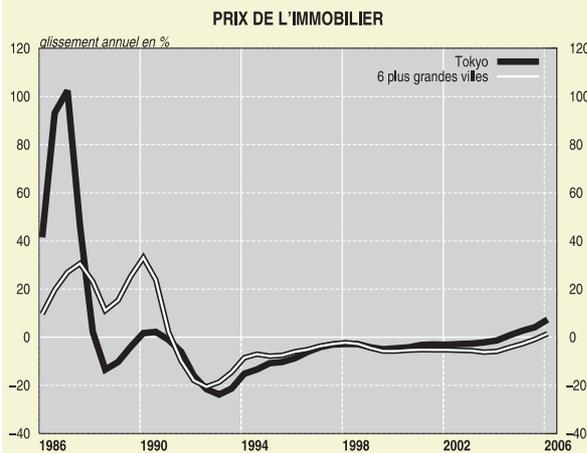
A

IPC SOUS-JACENT ET CONTRIBUTIONS

glissement annuel des prix et contributions, en %



source : Statistics Bureau

B

2006 (après -0,8% le trimestre précédent). Quant au déflateur du PIB il est toujours en repli à -1,2% après -1,6% au quatrième trimestre de 2005.

La reprise récente du crédit, rendue possible par l'apurement du système bancaire, signale plus clairement la sortie de déflation

Suite à l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 90, les banques japonaises ont fait face à des montants très importants de créances douteuses. Le processus d'apurement qui s'en est suivi s'est traduit par un resserrement du crédit bancaire, notamment en direction des entreprises. On observe ainsi dans un premier temps une stagnation puis, à partir de 1995, une forte baisse des encours de crédit pour les principaux établissements financiers (cf. graphique C).

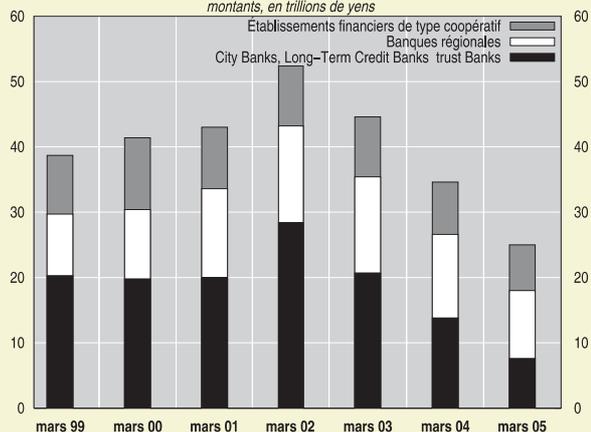
Cependant, des progrès significatifs ont été accomplis dans la réduction de l'encours des créances douteuses depuis 2002 (cf. graphique D). En effet, les résultats de

l'enquête menée par la Financial Services Agency en mars 2005 indiquent que ce montant a été réduit de moitié par rapport à mars 2002. Dans ce contexte, le taux de créances douteuses s'est vu ramené à 5% du PIB en mars 2005 alors qu'il s'élevait à près de 11% trois ans auparavant.

Dans ce contexte plus favorable, la progression des encours de crédit s'est accélérée fin 2005 et les

D

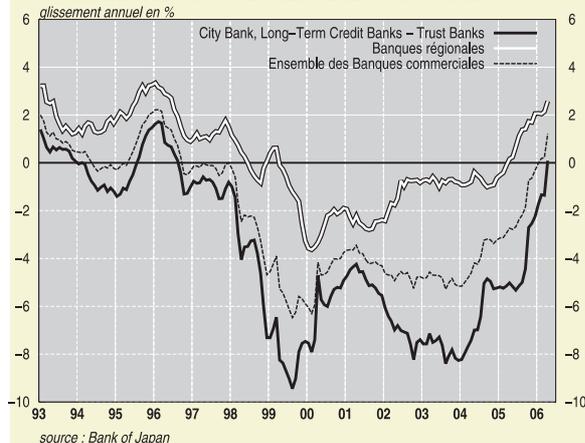
MONTANT DES CRÉANCES DOUTEUSES DÉTENUES PAR LES BANQUES DE DÉPÔTS



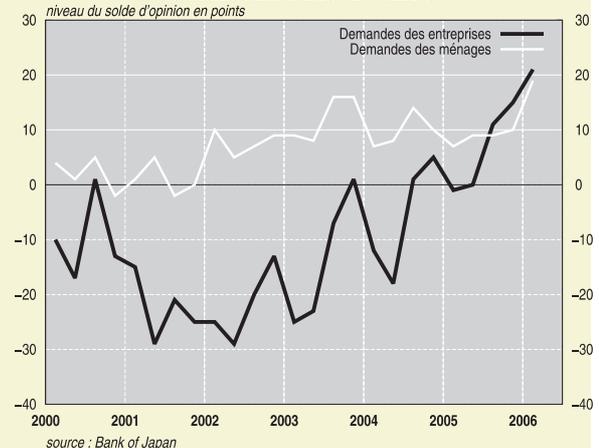
perspectives d'octrois de nouveaux crédits sont bien orientées début 2006. Les résultats de l'enquête d'avril menée par la Banque du Japon auprès des établissements bancaires les plus importants⁽²⁾ confirment en effet la remontée des demandes de crédits émanant des entreprises et des ménages qui s'est amorcée à partir de la mi-2005 (cf. graphique E). ■

C

ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DE CRÉDITS DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS BANCAIRES

**E**

OPINION DES GRANDES BANQUES JAPONAISES SUR LES DEMANDES DE CRÉDITS



Conjoncture dans la zone euro

La croissance du PIB de la zone euro a été forte au premier trimestre de 2006 : +0,6%, après +0,3% au quatrième trimestre de 2005. Le rebond de la consommation des ménages et des exportations a soutenu la production industrielle européenne en début d'année. Cependant, selon les pays de la zone, la croissance a été très inégale : la progression des PIB allemand et français est demeurée en deçà de la moyenne de la zone tandis que celle de l'Espagne est restée très forte.

Sur l'année 2006, l'amélioration du marché de l'emploi et la poursuite de la baisse du taux d'épargne des ménages dynamiseraient la consommation privée, tandis que la bonne tenue de la demande mondiale continuerait de soutenir les exportations de la zone. Ainsi, les échanges extérieurs cesseraient de pénaliser la croissance de l'activité. En revanche, l'amélioration du climat conjoncturel ne se traduirait pas par une franche accélération de l'investissement. Au total, le PIB de la zone euro progresserait de 2,1%, après +1,4% en 2005.

Les trois grands pays (France, Allemagne, Italie) ont un différentiel d'acquis de croissance de 0,3 point au premier trimestre. Au second semestre, les rythmes de croissance de l'Allemagne et de la France rattraperaient la moyenne de la zone tandis que l'Italie resterait à la traîne.

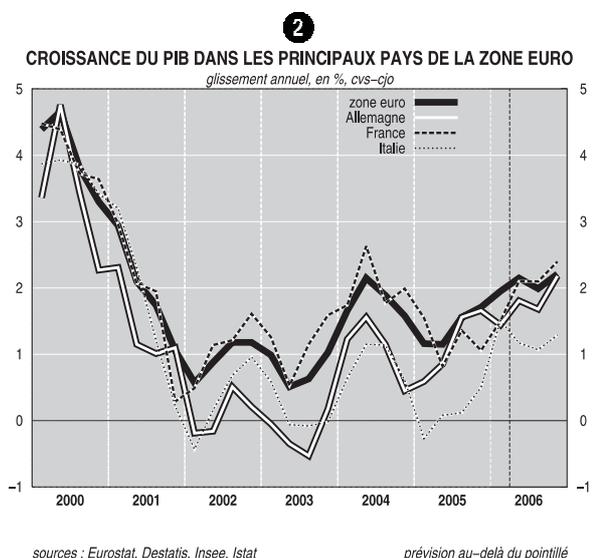
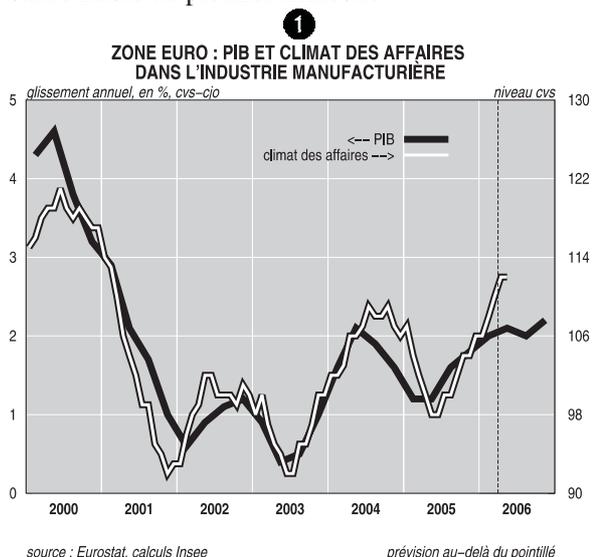
En 2006, l'activité de la zone euro se redresserait sans franche reprise

Les résultats du premier trimestre ont confirmé le caractère temporaire de l'essoufflement de l'activité observé fin 2005. Ils témoignent du dynamisme retrouvé des échanges extérieurs mais aussi d'une timide consolidation des déterminants internes de la croissance, en particulier de la consommation des ménages.

Tirée par les demandes interne et externe, la production industrielle a accéléré en début d'année et présente en avril un acquis de croissance de +1,8% pour 2006. La production industrielle allemande est restée parmi les plus dynamiques de la zone (+3,5% d'acquis en avril pour 2006) et distance celles de l'Italie (+0,8%) et de la France (-0,1%).

En dépit de la hausse des cours du brut et de l'euro, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie témoignent encore en mai d'une bonne tenue du climat des affaires confirmant l'optimisme observé depuis mi-2005 (cf. graphique 1).

La croissance du PIB demeurerait donc forte en zone euro sur l'ensemble de l'année. Au cours de l'année, les croissances de l'activité en France et en Allemagne convergeraient pour rattraper celle de la zone (cf. graphique 2) et distanceraient celle de l'Italie. Toutefois, les chiffres annuels pour les grands pays ne feraient pas apparaître de reprise franche, en raison notamment d'un acquis de croissance faible au premier trimestre.



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

(en %)

	Évolutions trimestrielles												Moyennes annuelles			
	2004				2005				2006				2003	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.	3 ^e T.	4 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4%)⁽¹⁾																
PIB	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	0,8	0,5	0,5	-0,2	1,1	1,2	1,8
Consommation des ménages	0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,2	0,0	0,3	-0,5	0,6	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	1,2
FBCF totale	-1,9	-0,3	0,9	-0,4	-1,0	0,3	1,5	0,6	-0,6	0,7	1,0	0,9	-0,7	-1,5	0,2	1,9
Consommation publique	-1,0	-0,5	0,4	-1,9	0,5	1,5	0,4	-1,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,1	-1,6	0,1	0,2
Exportations	3,3	3,2	-0,5	0,5	2,1	1,1	4,9	0,5	4,6	2,3	1,9	1,7	2,3	8,3	6,6	11,1
Importations	1,6	2,0	2,4	0,5	-1,1	2,1	5,2	1,1	4,5	2,0	1,7	1,5	5,0	6,1	5,5	11,6
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2	0,3	0,5	-0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	1,2
<i>Variations de stocks</i>	0,0	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	0,4	0,0	0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,2	0,4
<i>Commerce extérieur</i>	0,7	0,6	-1,0	0,0	1,2	-0,3	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,9	0,8	0,9	0,2
ITALIE (17,9%)⁽¹⁾																
PIB	0,4	0,3	0,2	-0,4	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	1,3
Consommation des ménages	0,6	-0,2	-0,2	0,3	-0,7	0,6	0,5	-0,1	0,8	0,2	0,2	0,2	1,0	0,5	0,1	1,4
FBCF totale	1,5	1,0	-0,8	-0,5	-1,3	1,9	1,0	-1,6	1,7	1,0	0,7	0,7	-1,5	1,9	-0,4	2,7
Consommation publique	0,3	-0,2	-0,1	0,4	0,9	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,1	0,6	1,2	0,4
Exportations	-1,1	2,7	0,3	-0,7	-1,6	2,5	-0,4	1,2	2,5	1,0	1,0	1,0	-2,2	2,5	0,7	5,5
Importations	-0,7	0,7	0,4	1,8	-1,7	2,0	0,2	1,0	1,6	1,2	1,2	1,2	1,0	1,9	1,8	4,8
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,7	0,0	-0,3	0,2	-0,5	0,7	0,5	-0,4	0,8	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	0,2	1,5
<i>Variations de stocks</i>	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,1	-0,3	-0,1	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	-0,4
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	0,5	0,0	-0,6	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,2	-0,3	0,2
ESPAGNE (10,2%)⁽¹⁾																
PIB	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	2,9	3,1	3,4	2,6
Consommation des ménages	0,7	1,0	1,4	1,5	0,7	1,0	1,1	1,2	0,6	0,5	0,5	0,5	2,6	4,4	4,4	2,7
FBCF totale	0,3	1,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,1	2,1	1,3	1,2	1,1	1,0	5,6	4,9	7,2	4,8
Consommation publique	2,3	2,3	1,7	1,2	-0,2	1,1	1,9	1,7	-0,1	1,0	1,0	1,0	4,8	6,0	4,5	3,1
Exportations	1,9	0,0	1,4	-1,0	-1,8	2,7	2,2	-1,2	5,1	1,0	1,4	1,4	3,6	3,3	1,0	6,8
Importations	2,8	1,7	3,4	2,0	-1,0	3,3	3,3	0,9	4,4	1,5	1,9	1,9	6,0	9,3	7,1	8,8
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,9	1,3	1,5	1,8	0,9	1,2	1,3	1,6	0,7	0,8	0,8	0,8	4,2	5,0	5,3	3,5
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-1,5	-1,8	-1,9	-0,9
ZONE EURO (27,8%)⁽²⁾																
PIB	0,8	0,4	0,3	0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8	1,8	1,4	2,1
Consommation des ménages	0,6	0,1	0,2	0,9	0,1	0,3	0,5	0,1	0,7	0,6	0,4	0,4	1,2	1,4	1,4	1,9
FBCF totale	0,5	0,5	0,3	0,6	0,2	1,4	1,0	0,2	0,3	1,0	1,0	0,9	0,8	1,8	2,6	2,8
Consommation publique	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,3	0,6	0,7	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3	1,7	1,0	1,3	1,5
Exportations	1,9	2,3	0,6	0,8	-0,2	1,5	2,8	0,7	3,1	1,6	1,5	1,5	1,3	6,1	4,0	7,9
Importations	1,3	2,1	1,9	1,5	-1,0	2,0	2,9	1,3	2,5	1,9	1,7	1,5	3,1	6,2	4,9	8,3
Contributions :																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	0,2	0,3	0,6	0,1	0,6	0,7	0,1	0,5	0,6	0,5	0,5	1,2	1,4	1,6	2,0
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	0,1	-0,4	-0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,1

Prévision

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

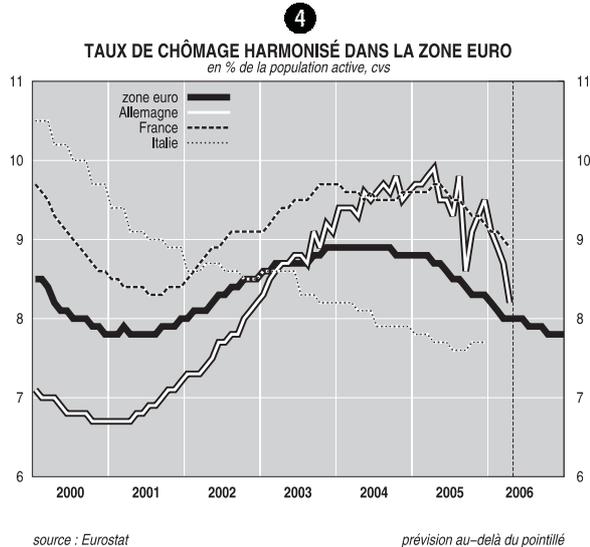
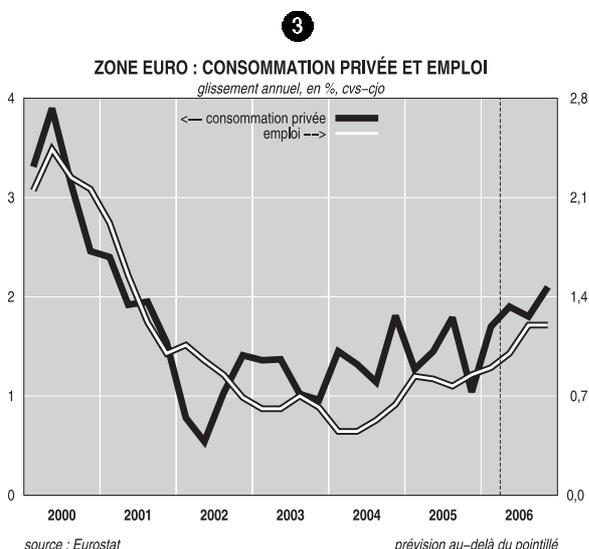
sources : Eurostat, Destatis, Ine, Istat

La consommation privée accélérerait légèrement grâce à l'amélioration de l'emploi et au repli du taux d'épargne des ménages

En 2006, les fondamentaux laissent présager un redémarrage de la consommation privée en zone euro (cf. graphique 3). En effet, si l'accélération salariale ne compenserait pas la hausse prévue de l'inflation, la reprise graduelle du marché de l'emploi, dont la croissance atteindrait +1,1%, favoriserait le revenu des ménages qui accélérerait cette année (+1,5% en pouvoir d'achat après +0,7% en 2005). La baisse du chômage se poursuivrait pour atteindre 7,8% de la population active à la fin de l'année (cf. graphique 4). Au sein de la zone, l'accélération de l'emploi présenterait cependant des disparités nationales. En Allemagne, l'année 2006 marquerait surtout la fin des pertes d'emplois. À l'opposé, l'économie espagnole continuerait de créer de nombreux emplois par son dynamisme.

En outre, après cinq années d'atonie, la consommation des ménages allemands entrerait dans une phase de reprise, renforcée au deuxième trimestre par la coupe du monde de football (+0,3 point de consommation, cf. dossier « Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise ») et au second semestre par l'anticipation de la hausse de TVA sur la consommation de biens durables, notamment d'automobiles. L'accélération de la consommation des ménages de la zone serait donc plus forte que ne le suggéreraient ses déterminants traditionnels et se traduiraient par une baisse du taux d'épargne (11,8% en 2006 après 12,2% en 2005).

Au total, malgré la baisse comptable de la consommation privée aux Pays-Bas suite à la réforme du système de santé (cf. Note de conjoncture de décembre 2005, p. 57), la consommation privée de la zone euro accélérerait en 2006 (+1,9% après +1,4% en 2005).

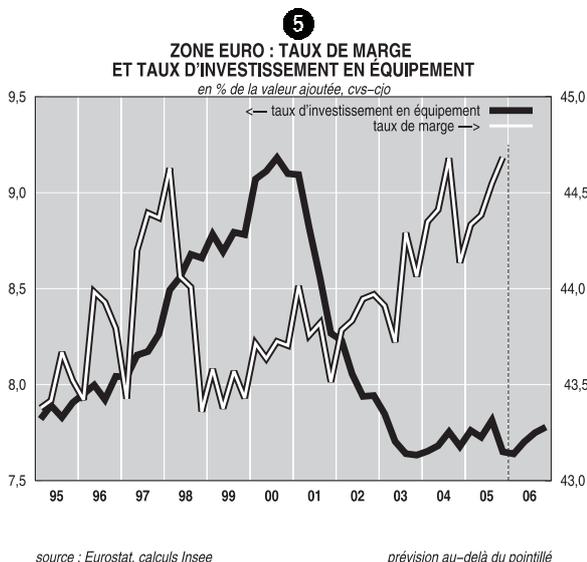


*Le taux de chômage harmonisé est le taux de chômage au sens du BIT publié par Eurostat, il diffère des taux de chômage publiés par les instituts de statistiques nationaux.

L'accélération de la consommation publique en 2006 s'expliquerait par un effet comptable symétrique. En effet, la réforme du système de santé aux Pays-Bas, prévoyant le transfert de 9 milliards d'euros de dépenses de santé des ménages vers les dépenses des administrations publiques dynamiserait la consommation publique (+1,5% après +1,3% en 2005). En dehors des Pays-Bas, les dépenses gouvernementales seraient contenues. En Allemagne et en Italie, sous l'impulsion des gouvernements récemment élus, la maîtrise des dépenses publiques serait même renforcée pour se conformer au cadre du Pacte de stabilité et de croissance.

L'investissement productif n'accélérerait pas

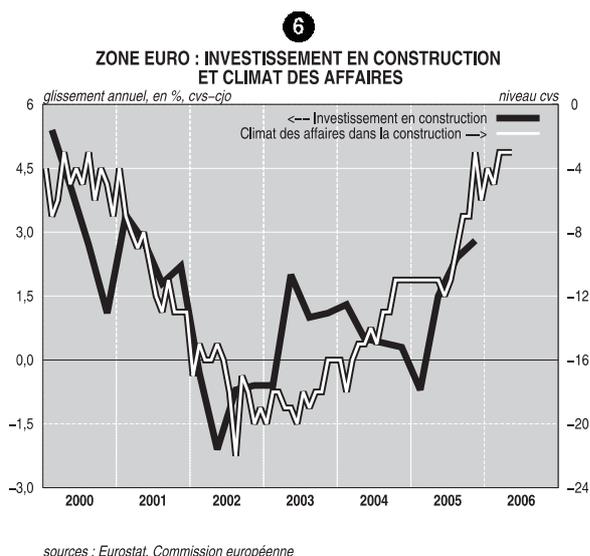
En zone euro, l'amélioration continue du climat conjoncturel se traduirait par la poursuite de la progression de l'investissement des entreprises. En effet, la bonne tenue des perspectives, tant intérieures qu'extérieures, et les tensions observées sur les capacités de production depuis la fin 2005 favoriseraient



raient la consolidation de l'investissement productif. Par ailleurs, en dépit des perspectives de hausse des taux d'intérêt, les conditions financières demeurent accommodantes et les bénéficiaires passés continueraient de faciliter les projets d'investissement (cf. graphique 5).

Cependant, le dynamisme de l'investissement des entreprises demeure fragile. D'une part, les difficultés industrielles persistent dans certains pays de la zone (notamment en Italie et en France). D'autre part, la reprise de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, ne se confirmerait pas nécessairement au-delà de l'année 2006. Enfin, les résultats du quatrième trimestre de 2005 ont montré la fragilité de la reprise, toujours soumise à des aléas extérieurs.

Au total, compte tenu du ralentissement observé en début d'année, la progression de l'investissement productif en 2006 ne dépasserait pas le rythme atteint en 2005. Les disparités nationales demeurent fortes : en Italie et dans une moindre mesure en Allemagne, les entreprises accéléreraient leurs investissements alors qu'en France le rythme de croissance de 2005 serait maintenu.



En ce qui concerne l'investissement en construction, malgré le repli du premier trimestre expliqué par un hiver prolongé, l'optimisme des entrepreneurs, en particulier en Allemagne et en France, permet d'envisager une légère accélération en 2006 (cf. graphique 6). Au total, l'investissement progresserait de 2,8% en 2006, après +2,6% en 2005.

Les échanges extérieurs pénaliseraient moins la croissance

À partir du deuxième trimestre de 2006, la progression des exportations retrouverait le rythme suggéré par l'évolution de ses déterminants. La compétitivité se détériorerait au second semestre en raison de l'appréciation du taux de change effectif de l'euro intervenue depuis mars (+4,0% en termes nominaux en trois mois). Toutefois, la forte demande mondiale adressée à la zone (+1,6% par trimestre) favoriserait les exportations extra-zone tout au long de l'année (cf. graphique 7). À cet égard, l'opinion des indus-

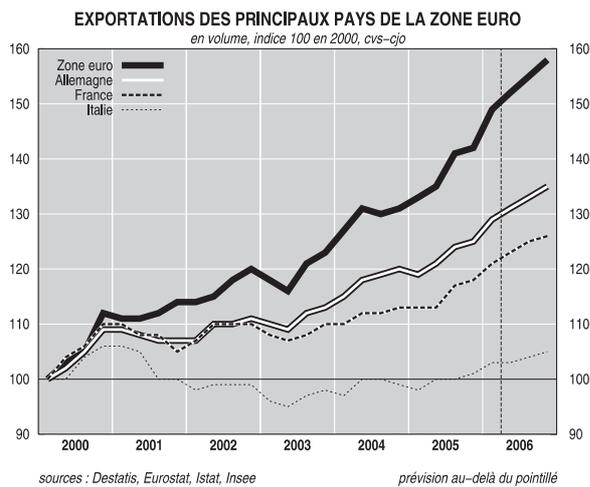


ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %)

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

■ Prévision (modèle MZE)
Sources : Eurostat



triels sur les carnets de commandes à l'exportation est toujours favorable. Au total, compte tenu du fort acquis de croissance au premier trimestre (+5,4%), le rythme de croissance annuelle des exportations serait en 2006 le double de celui atteint en 2005.

Les performances de l'Italie en matière d'exportations resteraient néanmoins décevantes alors que l'économie transalpine perd continûment des parts de marché depuis 1999 (cf. graphique 8) ; l'accélération du commerce mondial en début d'année a partiellement profité à ses exportations, qui restent inférieures aux évolutions de la demande mondiale. À l'inverse, l'Allemagne, continuerait de se distinguer par la vigueur de ses exportations. L'amélioration de la compétitivité-coût des entreprises du fait du recul des salaires réels et la spécialisation sectorielle toujours favorable soutiendrait encore le dynamisme des exportations en 2006. Sur l'ensemble de l'année, les exportations allemandes progresseraient de 11,1%.

En lien avec la vigueur de la demande étrangère, mais aussi avec l'accélération de la consommation, les importations seraient également dynamiques. Au total, les échanges extérieurs pénaliseraient à peine la croissance en 2006 (-0,1 point après -0,3 point en 2005). ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Le début de l'année 2006 a été marqué par une nouvelle accélération des prix de l'énergie suite à la montée du prix du baril de Brent au-dessus de 70 dollars. Après s'être repliée à 2,2% en fin d'année 2005, l'inflation de la zone euro s'est ainsi redressée à 2,5% en mai 2006. Parallèlement, l'inflation sous-jacente⁽¹⁾ est restée pratiquement stable à 1,3% en mai. Ce chiffre recouvre des disparités dans la dynamique des prix entre les différents pays de la zone.

Sous les hypothèses d'un prix du pétrole brut stabilisé à 70 dollars le baril et d'un taux de change euro-dollar à 1,27, l'inflation de la zone euro baisserait légèrement à 2,4% en juin 2006. Elle diminuerait à 2,2% en fin d'année, après être passée temporairement en-dessous de 2,0% en raison de l'effet de base du choc pétrolier de l'automne 2005. L'inflation sous-jacente afficherait 1,5% en décembre, reflétant une diffusion du choc énergétique très contenue et l'absence d'effets salariaux de second tour.

Sous les hypothèses d'une stabilisation du prix du baril de pétrole à un haut niveau et d'un euro fort, l'inflation en zone euro demeurerait au-dessus de 2% en fin d'année 2006

Avec un prix du baril de pétrole franchissant la barre des 70\$, l'inflation en zone euro s'est redressée à 2,5% en mai 2006, après s'être repliée à 2,2% en dé-

cembre 2005. Ainsi, en début d'année 2006, le dynamisme des prix de l'énergie a continué de dicter le profil de l'inflation d'ensemble au sein de la zone.

Sous l'hypothèse d'un cours du Brent proche de 70 dollars le baril et d'un taux de change de 1,27 dollar pour un euro, l'inflation en zone euro s'atténuerait légèrement pour s'établir à 2,2% en décembre 2006, après +2,4% en juin (cf. tableau 1 et graphique 1). Cette évolution ne se ferait pas sans quelques heurts en lien notamment avec la sortie de glissement à l'automne 2006 des taux d'inflation records de septembre et octobre 2005 consécutifs au choc énergétique. L'inflation en zone euro côtoierait alors temporairement par le bas les 2%.

Après une amorce de reflux en fin d'année 2005, au sortir du choc pétrolier enregistré à l'automne dernier, les prix de l'énergie ont à nouveau accéléré au début de l'année 2006. Le dégonflement attendu de la composante énergétique de l'inflation n'a donc pas eu lieu et, avec un baril de Brent dépassant désormais 70\$, le glissement annuel des prix de l'énergie a atteint 12,9% en mai. En prévision, avec une hypothèse de stabilisation du prix du baril de brut et d'un taux de change d'un euro pour 1,27 dollar, l'inflation énergétique se réduirait à 10,3% en décembre après un creux à l'automne. La persistance d'un glissement élevé s'explique en partie par l'alignement attendu des prix du gaz et de l'électricité sur celui du pétrole dans différents pays de la zone.

Le glissement annuel des prix de l'alimentation s'est redressé en ce début d'année (+2,0% en mai 2006, après +1,7% en décembre 2005). En prévision, il

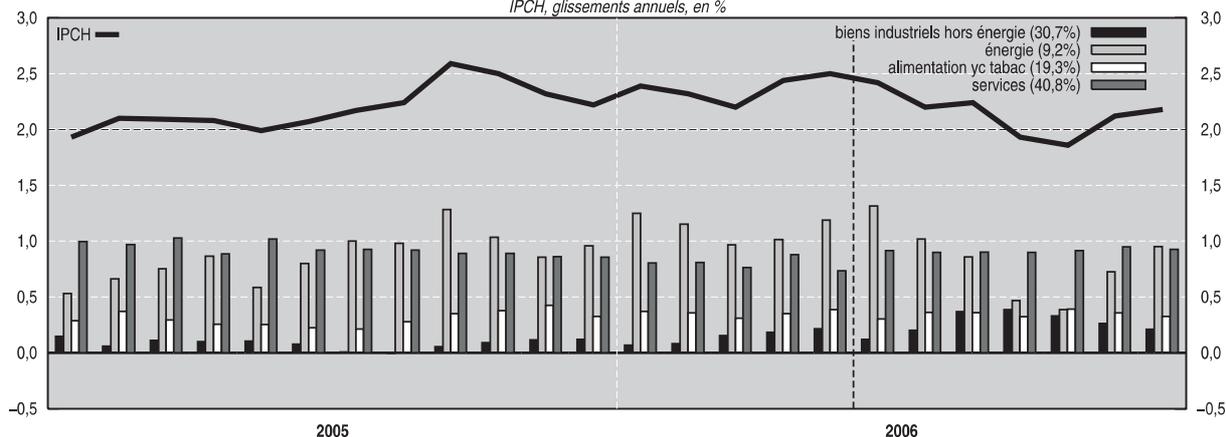
(1) Mesurée comme l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (pondération 2006)	Glissement annuel					Moyenne annuelle		
	juin 2005	déc. 2005	mai 2006	juin 2006	déc. 2006	2004	2005	2006
Ensemble (100,0%)	2,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,3%)	1,1	1,7	2,0	1,6	1,7	2,3	1,6	1,8
dont Produits Alimentaires (15,3%)	0,4	1,4	1,8	1,2	1,4	1,0	0,7	1,5
Boissons alcoolisées et tabac (4,0%)	3,9	2,7	2,8	2,8	2,5	7,5	4,9	2,6
Énergie (9,2%)	9,4	11,2	12,9	14,3	10,3	4,5	10,1	10,2
Inflation sous-jacente (71,5%)	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	1,8	1,4	1,4
dont Produits manufacturés (30,7%)	0,2	0,4	0,7	0,4	0,7	0,8	0,3	0,7
Services (40,8%)	2,2	2,1	1,8	2,2	2,3	2,6	2,3	2,2

■ Prévision
source : Eurostat

1
DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO
contributions des grands postes
IPCH, glissements annuels, en %



sources : Eurostat, prévision Insee

prévision au-delà du pointillé

s'établirait à 1,7% en décembre 2006, après +1,6% en juin. La diffusion des hausses passées des prix du pétrole et des matières premières serait en partie compensée par des comportements de marges toujours aussi agressifs dans ce secteur.

L'inflation sous-jacente atteindrait 1,5% en décembre 2006 : pas de risque de spirale inflationniste

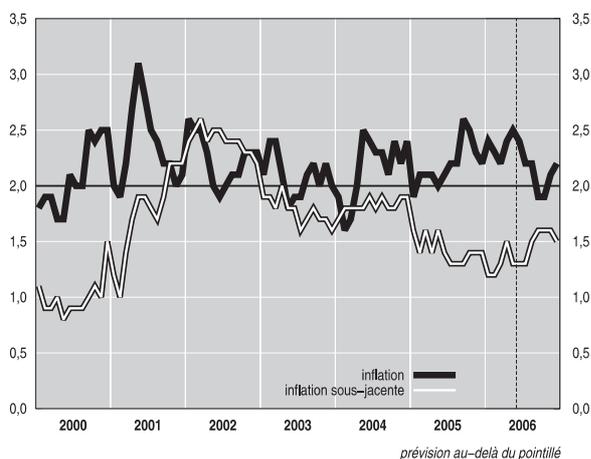
L'inflation sous-jacente est restée pratiquement stable en ce début d'année (+1,3% en mai 2006, après +1,4% en décembre 2005). Elle remonterait légèrement d'ici la fin de l'année, affichant 1,5% en décembre 2006. Dans un contexte de croissance plus soutenue dans la zone euro, les hausses passées du prix du pétrole et des matières premières se répercuteraient de manière plus marquée sur les autres secteurs. Cependant, la récente appréciation de l'euro tendrait à limiter ces effets de diffusion. Au-delà, un effet de second tour sur les salaires apparaît très improbable (cf. graphique 2).

Le rythme de progression des prix des services, première composante de l'inflation sous-jacente, oscille autour de 2% depuis le début de l'année : leur glissement annuel est passé de 2,1% en décembre 2005 à 1,8% en mai 2006. En prévision, les prix des services accéléreraient légèrement (+2,3% en décembre 2006, après +2,2% en juin) mais ce dynamisme resterait contenu en raison de la poursuite de la modération salariale en zone euro. Certains secteurs, comme les services de transports, pourraient néanmoins relayer avec plus de force les flambées successives du cours du brut, ce qui constitue un léger aléa haussier à cette prévision.

La légère progression des prix dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, s'est traduite par un accroissement de leur glissement annuel (+0,7% en mai 2006, après +0,4% en décembre 2005). En prévision, ce glissement serait stable à +0,7% en décembre 2006. Les hausses passées des prix des matières premières n'auraient qu'un impact limité sur le profil de l'inflation dans ce secteur au second semestre de 2006. L'effet combiné d'un euro fort et d'efforts tarifaires importants expliquerait cette retenue.

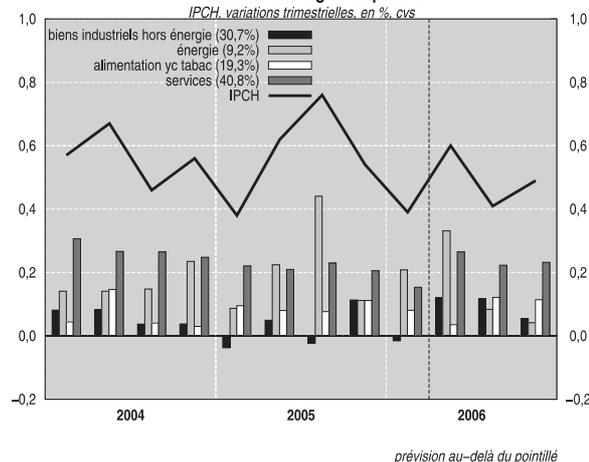
2

INFLATION ET INFLATION SOUS-JACENTE EN ZONE EURO



3

DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO : contributions des grands postes
IPCH, variations trimestrielles, en % cvs



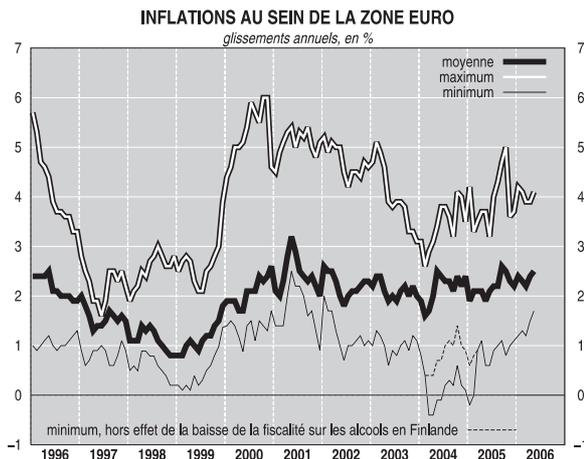
Des écarts d'inflation sous-jacente marqués au sein de la zone euro

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont légèrement réduits en lien avec la persistance de niveaux élevés de l'inflation énergétique. En témoignent les contributions de la composante énergétique à l'inflation du mois de mai dans les différents pays de la zone ; ces contributions sont désormais extrêmement proches. Ainsi, l'écart maximal s'est établi à 2,4 points⁽²⁾ en mai 2006, après 2,6 points en décembre 2005.

En revanche, les écarts d'inflation sous-jacente se sont creusés : l'écart maximal pour le mois de mai, observé entre l'Espagne et la Finlande, a atteint 2,3 points. Par ailleurs, la Grèce, l'Irlande et le Luxembourg affichent un taux d'inflation sous-jacente supérieur à 2%, alors que celui des Pays-Bas et de l'Allemagne est en deçà de 1%. Ces signes laissent présager des réactions très différentes des économies européennes aux effets de diffusion du choc pétrolier.

(2) Ce chiffre correspond à l'écart d'inflation Espagne-Finlande. Les données du mois de mai 2006 pour le Portugal ne sont pas encore disponibles.

4



Enfin, 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'est établi à -0,1 point en mai 2006. Il resterait faible en prévision (cf. graphique 5). À cet égard, les profils de l'IPCH en France et en zone euro envisagés en prévision sont très proches. ■

5

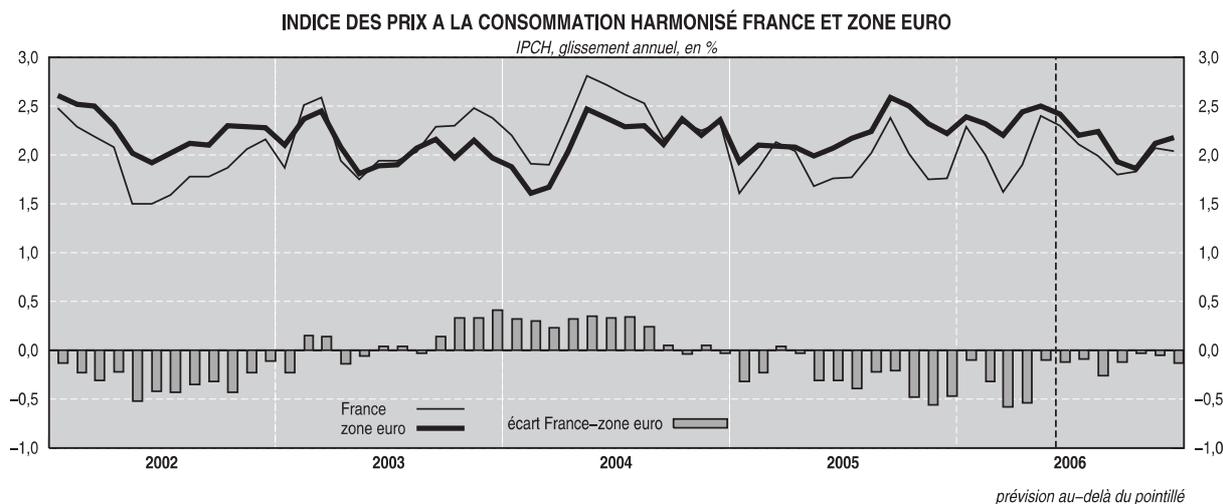


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

(glissements annuels de l'IPCH, en %)

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	mai 2005	mai 2006	mai 2005	mai 2006	mai 2005	mai 2006
Allemagne	1,6	2,1	0,9	0,4	6,0	13,6 (1,5)
Autriche	2,0	2,1	1,5	1,4	6,9	10,5 (0,9)
Belgique	2,3	2,8	1,2	1,6	9,5	13,2 (1,3)
Espagne	3,0	4,1	2,5	2,9	6,8	14,3 (1,3)
Finlande	0,6	1,7	0,6	0,6	1,5	13,1 (0,9)
France	1,7	2,4	1,6	1,4	6,4	12,6 (1,1)
Grèce	3,2	3,3	3,4	2,3	10,8	14,3 (1,1)
Irlande	2,1	3,0	2,0	2,1	11,6	13,1 (1,1)
Italie	2,3	2,3	2,2	1,7	8,1	10,5 (0,7)
Luxembourg	3,7	3,6	1,5	2,2	13,5	15,8 (1,8)
Pays-Bas	1,0	1,8	0,6	0,9	8,2	11,0 (1,1)
Portugal	1,8	-	1,8	-	6,8	-
Zone euro	2,0	2,5	1,6	1,3	6,8	12,9 (1,2)

NB : Dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses. Les données du mois de mai 2006 ne sont pas disponibles pour le Portugal. source : Eurostat, calculs Insee

Pétrole et matières premières

Après avoir gagné 8\$ au mois d'avril, le prix du baril de Brent s'est maintenu à 70\$ en moyenne en mai. Cette hausse est largement imputable à la crise iranienne. Mais d'autres facteurs ont également contribué à soutenir les cours : l'application de la réforme environnementale sur la composition de l'essence aux États-Unis, les attaques contre des compagnies pétrolières au Nigeria, ainsi que les craintes d'interruption de la production en Irak, au Venezuela et plus récemment en Bolivie. Sur fond de tensions géopolitiques persistantes, le prix du baril de Brent devrait continuer d'osciller autour de 70\$ à l'horizon de la prévision (cf. tableau 1). En termes réels, il se rapprocherait alors des niveaux atteints lors du second choc pétrolier.

Les cours des matières premières importées hors énergie ont de leur côté poursuivi leur hausse au premier trimestre de 2006, principalement ceux des matières industrielles. En raison de la vigueur de la demande mondiale, ils accéléreraient nettement cette année par rapport à 2005.

Depuis le début du deuxième trimestre, le prix du baril de pétrole a évolué autour de 70\$, largement en lien avec l'absence de résolution de la crise iranienne (cf. graphique 1)

Fin mars 2006, le Conseil de Sécurité des Nations Unies a demandé à l'Iran de suspendre ses activités nucléaires dans un délai de 30 jours, sous peine de sanctions économiques. Téhéran a rejeté la proposition, ce qui a encore tendu le contexte. Les intervenants sur le marché pétrolier ont craint non seulement que l'Iran n'interrompe ses exportations de pétrole, mais aussi qu'il ne bloque le détroit d'Ormuz, passage stratégique pour le trafic pétrolier qui relie le Golfe persique à la mer d'Oman et par le-

quel transitent environ 16 millions de barils par jour (soit près de 20% de la production mondiale de brut).

Le dossier du nucléaire iranien reste aujourd'hui la principale préoccupation du marché. L'Iran est en effet le deuxième pays producteur de l'Opep et fournit environ 4 millions de barils par jour (mb/j), soit 5% de la production mondiale. L'évolution du prix du baril de Brent est donc toujours conditionnée par celle de la crise iranienne.

Les craintes d'une rupture d'approvisionnement chez les pays consommateurs et la poursuite de tensions géopolitiques dans certains pays producteurs ont également favorisé la montée des cours

Aux États-Unis, premier consommateur mondial de pétrole, l'inquiétude reste vive au sujet du risque de pénurie d'essence cet été. L'entrée en vigueur de nouvelles réformes environnementales est susceptible de faire ralentir la production de carburant. Les raffineurs doivent en effet remplacer l'additif⁽¹⁾ actuellement utilisé dans l'essence - jugé trop polluant - par de l'éthanol, ce qui pourrait entraîner des pénuries locales de carburant. Or les stocks américains d'essence sont actuellement à un bas niveau (cf. graphique 2) et la « driving season⁽²⁾ » vient de débuter. Dans cette situation tendue, le président américain G.W. Bush a évoqué un possible assouplissement de la législation sur la composition de l'essence.

(1) Le MTBE : éther de méthyle et de butyle tertiaire.

(2) Période de forte consommation de carburants aux États-Unis lors des grands départs en vacances ; elle débute le dernier lundi du mois de mai (Memorial Day) et s'achève début septembre.

TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

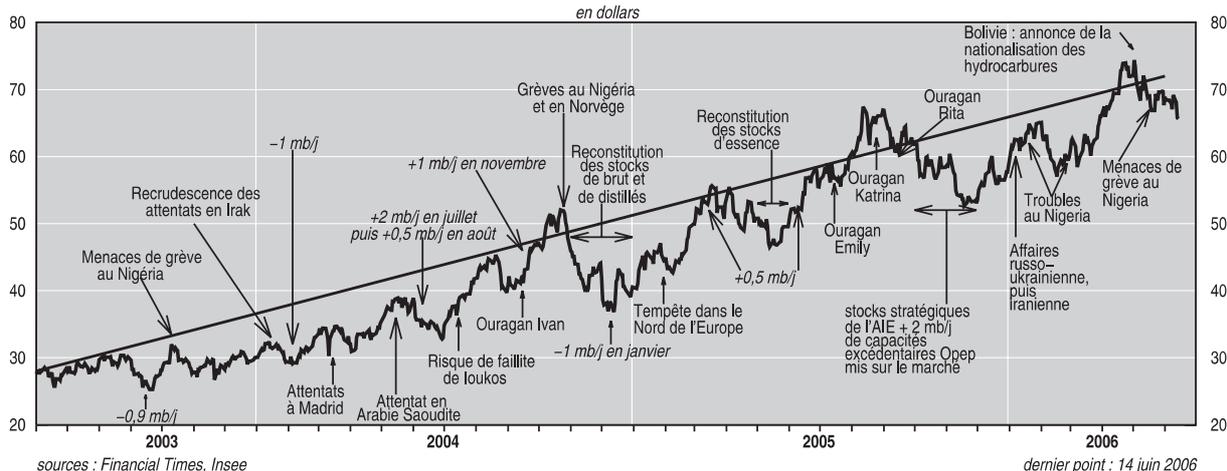
(en millions de barils par jour)

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2005				2006				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.			
Baril de «brent daté» en dollars	47,6	51,6	61,5	56,9	61,8	70,0	70,0	70,0	38,2	54,4	68,0
Taux de change euro-dollar	1,31	1,26	1,21	1,19	1,20	1,26	1,27	1,27	1,24	1,24	1,25
Baril de «brent daté» en euros	36,3	41,0	50,8	47,9	51,5	55,6	55,1	55,1	30,8	44,0	54,3

Prévisions

Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

ÉVOLUTION DU BARIL DE BRENT DEPUIS 3 ANS



Note de lecture :

En italique, les décisions de hausse ou de baisse des quotas de production Opep

Au Nigeria, fournisseur de pétrole privilégié des États-Unis, la production est amputée de 20% depuis février (environ 500 000 barils par jour), en raison d'attaques menées par des militants séparatistes dans le delta du Niger qui réclament l'indépendance de la région. En outre, des salariés de la deuxième compagnie pétrolière du pays, ExxonMobil, ont récemment menacé de se mettre en grève, afin d'obtenir une revalorisation de leurs salaires. Ces deux facteurs exercent une pression d'autant plus importante sur les cours que le Nigeria produit un brut « léger », très recherché en raison de sa forte teneur naturelle en essence.

En Irak, de nombreux sabotages et un regain récent de violence dans le Sud du pays sont venus perturber la production de pétrole. Par ailleurs, au Venezuela, le gouvernement a pris le contrôle début avril de deux champs pétroliers étrangers, dont les propriétaires ont refusé de signer un accord d'association avec la compagnie nationale PDVSA. En Bolivie

enfin, le président Evo Morales a annoncé début mai la nationalisation de tous les champs d'hydrocarbures du pays. Il a ainsi lancé un ultimatum de six mois à toutes les compagnies pétrolières étrangères pour qu'elles remettent leurs titres de propriété et toute la production des hydrocarbures à la compagnie nationale. L'application de ces nouveaux contrats d'exploitation se fait d'ores et déjà sous le contrôle de l'armée.

Alors que le marché serait globalement excédentaire, les troubles géopolitiques persistants maintiendraient les cours du brut autour de 70\$ jusqu'à la fin de l'année

Le niveau relativement bas des stocks américains d'essence inquiète actuellement les opérateurs. Cependant, à l'horizon des deux prochains trimestres, l'offre devrait pouvoir répondre aux besoins de la demande (cf. tableaux 2 et 3). L'Opep se veut en outre rassurante et n'envisage pas de baisser ses quotas de production. Elle se dit prête également à réactiver la mise à disposition de 2 mb/j supplémentaires. Par ailleurs, en mai, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) a nettement corrigé à la baisse sa prévision de demande mondiale de pétrole pour 2006 : +1,5% par rapport à 2005, contre +1,8% prévu dans son rapport d'avril. Cette variation s'explique essentiellement par la révision de la demande de pétrole émanant des États-Unis au premier semestre de l'année. Le maintien du prix élevé du baril commencerait selon l'agence à avoir un impact sur la consommation américaine de pétrole.

Néanmoins, la poursuite des tensions géopolitiques et la perspective de la saison des ouragans cet été devraient exercer une pression continue sur le prix du baril.

STOCKS COMMERCIAUX AMÉRICAINS D'ESSENCE

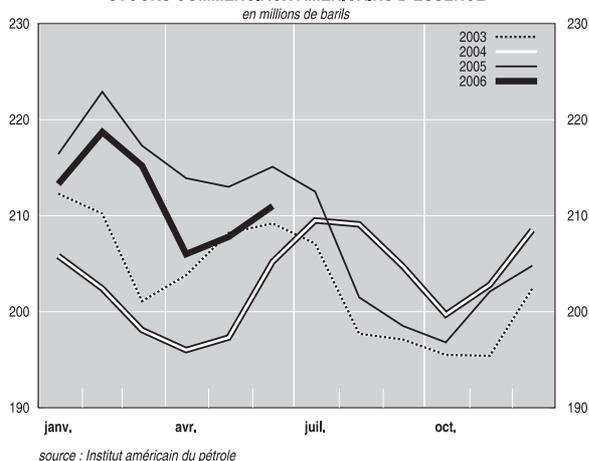


TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles								Données mensuelles		
	2005				2006				février 2006	mars 2006	avril 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	28,0	28,0
Production de pétrole brut ⁽¹⁾	27,0	27,5	28,1	28,3	28,2	28,0	28,0	28,0	28,1	27,6	27,9
Irak⁽¹⁾	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	1,8	2,0	1,9
Total OPEP, production de NGLs^(2,3)	4,7	4,7	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,3	4,4	4,4
Total (y compris NGLs^(2,3)) non Opep	50,3	50,5	49,7	50,0	50,6	50,7	51,3	52,3	50,5	50,6	50,7
dont : Amérique du Nord ⁽²⁾	14,4	14,6	13,7	13,7	14,2	14,2	14,3	14,5	14,1	14,1	14,1
Russie ⁽²⁾	9,3	9,4	9,5	9,6	9,5	9,7	9,8	10,0	9,6	9,7	9,7
Europe ⁽²⁾	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	5,4	5,4	5,7	5,7	5,3	5,5
PRODUCTION TOTALE^(1,2)	83,7	84,5	84,0	84,3	84,8	85,1	85,8	86,9	84,7	84,5	85,0

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

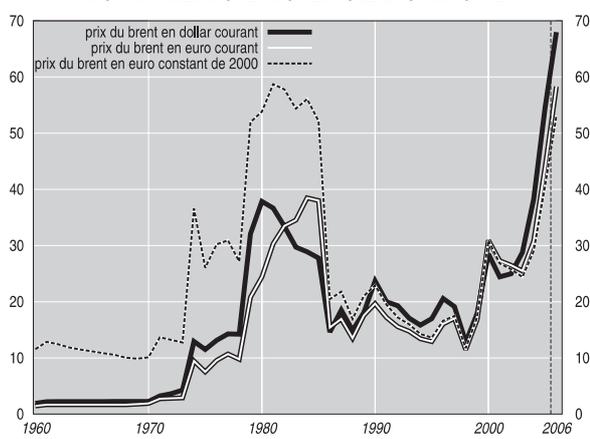
(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

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

En 2006, le prix réel du pétrole se rapprocherait ainsi des niveaux atteints lors du second choc pétrolier

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent en moyenne à 68\$ en 2006, le prix moyen du baril importé par la France s'établirait en euros constants de 2000 à 53,1€, précisément entre les niveaux de 1979 et 1980 (cf. graphique 3). Il serait ainsi inférieur au prix maximum de 58,7€ atteint en 1981 suite au second choc pétrolier.

3
ÉVOLUTION SUR LONGUE PÉRIODE DU PRIX RÉEL MOYEN DU PÉTROLE BRUT IMPORTÉ


sources : Financial Times, Banque de France, Insee

prévision au-delà du pointillé

Note de lecture :

Le graphique ci-dessus présente les évolutions du prix moyen annuel du baril de pétrole brut importé par la France depuis 1960. Les prix sont indiqués en dollars et en euros courants. Un prix « en euros constants de 2000 » est également calculé, en tenant compte de l'évolution du déflateur de la consommation des ménages pour apprécier l'évolution temporelle du prix réel du pétrole brut importé. Les prix indiqués correspondent à des moyennes annuelles. Pour l'année 2006, sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent à 70\$ dès le deuxième trimestre, le prix moyen du baril importé s'établirait à 68\$, soit 58,3€. En euros constants, ce prix serait de 53,1€, inférieur au niveau maximum de 58,7€ atteint en 1981.

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	25,1	25,5	25,9	26,0	-0,6	-0,9	0,7	-0,3	-1,2	1,6	1,5	0,6
Europe	16,4	16,0	16,3	16,5	16,7	15,8	16,2	16,6	-1,7	-2,6	2,1	1,0	1,0	-5,2	2,7	2,0
Chine	6,6	6,4	6,6	6,8	6,7	7,0	7,0	7,2	-0,8	-2,1	3,4	2,0	-0,7	3,7	0,1	3,3
Monde	84,6	82,5	83,3	84,2	85,0	83,5	84,7	86,4	1,0	-2,5	1,0	1,1	1,0	-1,7	1,4	2,0

■ Prévisions

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

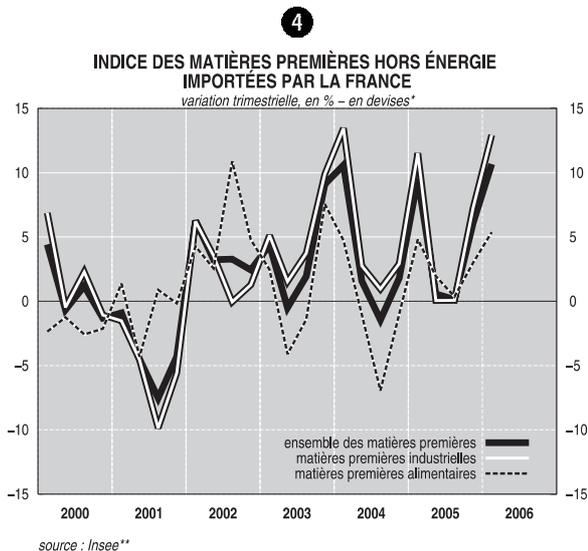
Après avoir augmenté fin 2005, les prix des matières premières hors énergie ont continué sur leur lancée au premier trimestre de 2006. Sur l'ensemble de cette année, ils accéléreraient par rapport à l'an passé

Début 2006, les cours des matières premières hors énergie ont poursuivi leur ascension (+10,7% après +6,1% au dernier trimestre de 2005) pour atteindre des rythmes de croissance proches de ceux observés un an plus tôt (cf. graphique 4). Cette hausse s'explique essentiellement par la flambée des prix des matières industrielles (+12,9% après +7,3% fin 2005), tandis que les cours des matières alimentaires ont progressé plus modérément (+5,4% après +3,0%).

Cette fois encore, c'est la forte augmentation des prix des matières minérales (+14,1%) qui est à l'origine de la progression des cours des matières industrielles début 2006. Plus précisément, les prix des métaux non ferreux et précieux ont enregistré respectivement des rythmes de croissance de +15,8% et +14,5% au premier trimestre de cette année. Les prix du cuivre, du nickel, de l'aluminium, du plomb et du zinc ont atteint des sommets, tandis que ceux du titane et du minerai de manganèse se sont repliés. En revanche, les prix de tous les métaux précieux se sont appréciés, certains dépassant des rythmes de croissance de 20% (l'argent et le palladium notamment). Par ailleurs, à l'issue des négociations entre sidérurgistes et sociétés minières, le prix du minerai de fer devrait finalement progresser de 19% en 2006.

La montée des cours des matières industrielles s'explique aussi par la hausse, à peine plus modérée, des prix des matières agro-industrielles (+10,7% contre +2,5% fin 2005). Celle-ci tient principalement à la forte augmentation du prix du caoutchouc naturel (+13,7%), elle-même liée au niveau élevé des cours du pétrole qui accroît sa compétitivité par rapport aux fibres synthétiques. D'autres matières ont également contribué à soutenir les prix agro-industriels : c'est le cas notamment des bois sciés de conifères, dont les prix se sont accrus de 7,2%, et, dans une moindre mesure, des fibres textiles naturelles, des cuirs et de la pâte à papier (croissance inférieure à 5%).

Enfin, la hausse des cours des matières alimentaires (+5,4% après +3,0% au quatrième trimestre de 2005) s'explique, comme en fin d'année dernière,



* 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")

par l'envolée du prix du sucre : +36,9% au premier trimestre de 2006 après +25,1%. Celui-ci est resté soutenu par les prévisions selon lesquelles le Brésil, son premier producteur mondial, va consacrer une part encore plus importante de canne à sucre à la production d'éthanol en cette période de prix élevés du pétrole. Le pays utilise déjà plus de 50% de sa récolte de canne à la production de ce biocarburant, bien moins cher que l'essence ou le gazole. L'indice des prix des matières alimentaires a également été tiré par l'augmentation des prix des denrées tropicales (+8,3%), et plus précisément du café. Les prix des céréales - du maïs surtout - ont quant à eux progressé de 7,3%. Finalement, seuls les cours des oléagineux ont diminué en début d'année (-1,2%), la baisse des prix des fèves de soja, des huiles de palme et de tournesol ayant compensé la hausse de ceux de l'huile d'olive et des tourteaux de soja.

Ces tendances globalement haussières semblent persister au deuxième trimestre de 2006. L'indice général des prix des matières premières hors énergie s'est en effet accru de 9% environ en mai (après +8% en avril) : les prix des matières premières industrielles ont augmenté de plus de 12% (après +11%), tandis que les prix des matières alimentaires se sont légèrement repliés (-0,2% après +0,5%). Au total en 2006, les prix des matières industrielles et alimentaires devraient accélérer par rapport à 2005. ■

Financement de l'économie

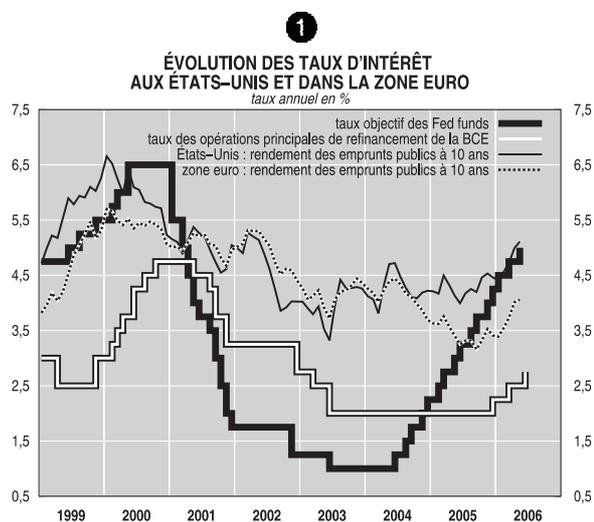
Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi dans la zone euro et les marchés anticipent des relèvements des taux directeurs au Japon et au Royaume-Uni. Dans le même temps, la Réserve Fédérale américaine laisse planer le doute sur l'évolution future de ses taux directeurs après 16 relèvements consécutifs de 25 points de base. En avril, alors que l'idée d'une pause dans le relèvement des taux américains prenait corps, le dollar a fortement chuté. En mai, un durcissement du discours de la Fed et la publication d'une inflation américaine plus forte que prévu ont entraîné une forte correction à la baisse des marchés boursiers.

Malgré la hausse des taux d'intérêt et du taux de change de l'euro, qui s'est établi au dessus de 1,27 dollar, les conditions monétaires et financières demeurent relativement favorables dans la zone euro. De fait, le recours au crédit continue de progresser, alimentant une forte croissance de la masse monétaire. Le crédit à l'habitat est particulièrement dynamique, dans un contexte de forte hausse des prix de l'immobilier.

Après un seizième relèvement consécutif en mai, une stabilisation des taux directeurs américains demeure encore incertaine

En mai 2006, le taux objectif des Fed funds a été relevé pour la seizième fois consécutive d'un quart de point par la Réserve Fédérale américaine (Fed). Le principal taux directeur américain atteint désormais 5,0% (cf. graphique 1). Dans le communiqué accompagnant cette décision, la Fed indique qu'une poursuite du cycle de relèvement des taux peut s'avérer nécessaire, mais que son ampleur et son calendrier dépendront de l'évolution de l'environnement économique. Le communiqué souligne que le ralentissement du marché immobilier et l'effet des hausses passées des taux d'intérêt devraient induire une modération de la croissance économique. La Fed note par ailleurs que la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières a également un effet modérateur sur la croissance, mais implique des risques inflationnistes.

Depuis le début de l'année 2006, les taux d'intérêt se sont significativement redressés aux États-Unis, sur toutes les échéances. Ceci est lié à la poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine, mais également à la publication de données



économiques meilleures que prévu et enfin à la hausse des anticipations d'inflation, du fait de l'envolée des prix du pétrole et des autres matières premières. Dans le même temps, la pente de la courbe des taux des titres publics américains, qui s'était considérablement affaiblie en 2005, s'est accentuée : l'écart entre le taux à trois mois et le taux à 10 ans de la dette publique est passé de 10 points de base environ en janvier à 30 points de base environ en mai. Par ailleurs, les écarts de rendement entre les titres d'entreprises et les titres de la dette publique restent faibles au regard des données historiques.

Dans la zone euro, la remontée des taux d'intérêt et du taux de change impliquent un durcissement des conditions monétaires, qui restent cependant favorables

Le Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) a relevé de 25 points de base ses taux directeurs le 8 juin 2006. Il s'agissait du troisième mouvement de ce type depuis décembre dernier. Le principal taux directeur de la zone euro (taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement) atteint désormais 2,75%. Le Conseil des Gouverneurs est confiant dans la reprise économique mais s'inquiète des tensions inflationnistes que pourraient faire naître la hausse des cours pétroliers et la forte croissance du crédit et de la masse monétaire. Il estime

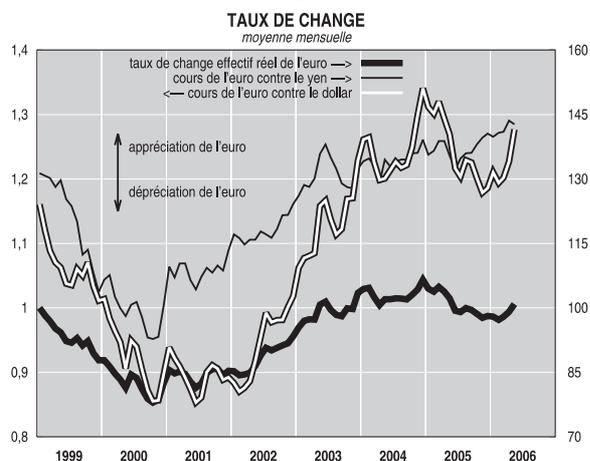
nécessaire de rester vigilant à l'égard de l'évolution des prix et pourrait donc procéder à de nouvelles hausses de taux d'intérêt.

Notons par ailleurs que la plupart des banques centrales des autres pays industrialisés sont, à l'instar de la Fed et de la BCE, engagées dans une phase de resserrement monétaire. En particulier, la Banque du Japon a annoncé son intention de cesser, probablement d'ici à la fin de l'année, sa politique de « taux zéro ». La Banque d'Angleterre, qui maintient son principal taux directeur inchangé à 4,50% depuis août 2005, pourrait décider prochainement de le relever selon une majorité d'économistes et d'opérateurs de marché.

Soutenus par la hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et par le resserrement de la politique monétaire européenne, les taux longs ont sensiblement augmenté dans la zone euro depuis le début de l'année, passant de 3,4% en janvier à 4,1% en mai. L'écart de rendement entre les titres émis par les entreprises de la zone euro et les titres d'État est stable sur le début de l'année 2006 pour les titres à moyen terme (1 à 3 ans) et en légère hausse pour les titres à plus long terme (7 à 10 ans). Il demeure cependant réduit pour toutes les échéances.

L'euro avait fortement baissé en 2005 face au dollar, en raison de meilleures perspectives de croissance outre-Atlantique et du creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro. Début 2006, le resserrement de la politique monétaire européenne, l'amélioration de l'activité économique dans la zone euro et la perspective d'une fin prochaine des relèvements de taux aux États-Unis favorisent un redressement de l'euro (cf. graphique 2). Par ailleurs, la monnaie américaine reste pénalisée par le double déficit (public et extérieur) des États-Unis. Le mouvement à la baisse sur le dollar s'est précipité courant avril : la publication des minutes de la réunion de la Fed de mars et le discours prononcé le 27 avril par le président de la Fed devant le Congrès ont augmenté le nombre d'opérateurs sur le marché anticipant une pause dans le relèvement des taux directeurs américains. Par ailleurs, la publi-

2

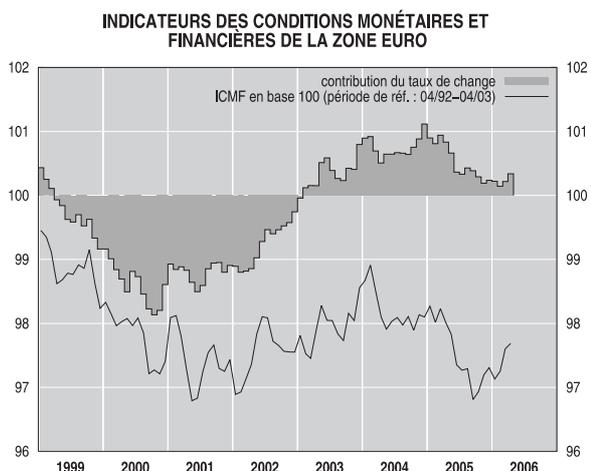


sources : DataInSight, DGTPE

cation d'un communiqué du G7 appelant les pays émergents à rendre leurs systèmes de change plus flexibles a accentué la chute du dollar. Le taux de change de l'euro s'est ainsi établi au-dessus de 1,27 dollar en mai, alors qu'il avait atteint 1,18 dollar en novembre 2005. En prévision, le taux de change de l'euro est supposé stable à 1,27 dollar.

La hausse de l'euro et la remontée des taux d'intérêt à court comme à long terme impliquent un durcissement des conditions monétaires et financières dans la zone euro depuis le début de l'année (cf. graphique 3). Toutefois, celles-ci demeurent favorables par rapport aux années précédentes, la remontée des taux d'intérêt étant encore modeste.

3

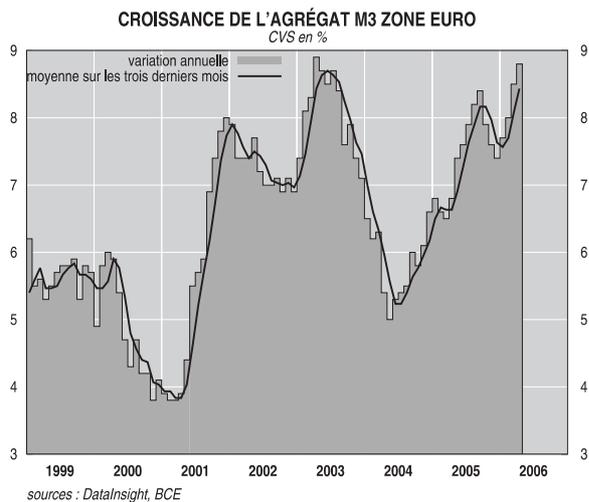


sources : DataInSight, DGTPE, Insee, BCE

Dans la zone euro comme en France, la masse monétaire et les crédits restent très dynamiques

Ces conditions monétaires et financières toujours favorables se traduisent par une croissance de la liquidité encore très élevée. Ainsi, après un léger fléchissement au quatrième trimestre de 2005, lié à des réallocations de portefeuille, la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est de nouveau redressée depuis le début de l'année 2006 (cf. graphique 4). En glissement annuel, elle a atteint 8,8 % en avril et excède ainsi largement la valeur de référence de 4,5% établie par la BCE. Le recours au crédit, soutenu par des taux d'intérêt encore modérés, demeure le principal moteur de cette forte croissance de la masse monétaire. Le glissement annuel de l'encours de crédits des Institutions Financières Monétaires (IFM) au secteur privé a atteint 11,3% en avril 2006, soit son plus haut niveau depuis 1990. Le glissement annuel de l'encours de crédits des IFM aux ménages s'est établi à 9,8% en avril, avec une croissance particulièrement forte des crédits à l'habitat (12,1% sur un an). Les crédits aux entreprises non financières ont pour leur part progressé de 10,9% sur un an. Celles-ci sont beaucoup moins enclines à se financer sur le marché que par le crédit : les émissions d'actions cotées n'ont augmenté que de 0,9% sur un an en février 2006, tandis

4

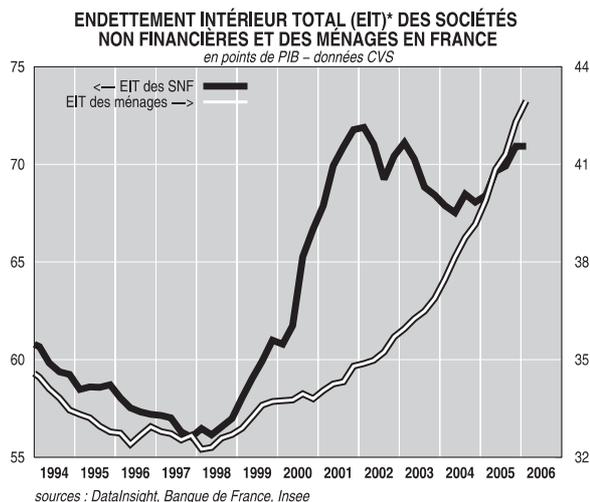


que les financements par émission d'autres titres ont progressé de 2,8%. Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro d'avril 2006, les perspectives de demande de crédits sont toujours orientées à la hausse, même si elles sont perçues comme moins favorables qu'à la fin de 2005 pour les crédits au logement.

La contribution de la France à la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est accrue de 10,2% en glissement annuel en avril 2006. Comme dans l'ensemble de la zone euro, la croissance des crédits est très élevée, avec des progressions annuelles de 12,0% pour les crédits aux ménages et de 10,7% pour les crédits aux sociétés non financières en avril 2006. Le glissement annuel des crédits à l'habitat atteint désormais 15,4%. Le dynamisme des crédits se traduit par une forte hausse de l'endettement intérieur total, qui augmente de 11,8% en glissement annuel pour les ménages et de 6,9% pour les sociétés non financières en avril 2006 (cf. graphique 5).

Jusqu'à la mi-mai, les cours boursiers étaient orientés à la hausse dans les principaux pays industrialisés, du fait de perspectives économiques favorables et de bons résultats financiers de la part des entreprises. Cependant, le communiqué de la Fed consécutif à sa décision de politique monétaire du 10 mai, qui ne ferme pas la porte à de nouvelles hausses de taux, et la publication d'une inflation américaine plus forte que prévu en avril, avec un glissement annuel des prix à la consommation de 3,5%, ont provoqué une forte chute des cours. En une dizaine de jours, les hausses des indices boursiers enregistrées depuis le début de l'année ont été effacées dans la zone euro et au Japon (cf. graphique 6). Quoique moins importante, la baisse des cours a été également sensible aux États-Unis. Les indices boursiers des pays émergents et les cours des matières premières ont également baissé fortement. ■

5



* 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.

6

