



Fiches Thématiques

International

Synthèse internationale

En 2007, la croissance mondiale resterait soutenue, malgré le net ralentissement de l'économie américaine attendu à partir du quatrième trimestre. Elle serait toujours forte dans les pays émergents, Chine en tête. Dans la zone euro et au Japon, elle fléchirait légèrement en fin d'année.

Au premier semestre de 2008, l'activité économique mondiale ralentirait. En effet, la hausse du prix du pétrole de cet automne pèserait sur la consommation des ménages. De plus, le durcissement des conditions de financement, occasionné par la crise financière, freinerait l'investissement dans les grands pays industrialisés. Enfin, les premiers effets indirects de la crise immobilière se feraient sentir sur la demande intérieure américaine, au-delà de l'effet direct sur l'investissement des ménages, et par voie de conséquence sur les exportations à destination des États-Unis.

À l'horizon de la mi-2008, on peut identifier trois aléas à la baisse : une nouvelle hausse du prix du pétrole, une aggravation de la crise du marché immobilier américain, mais surtout une propagation amplifiée des perturbations financières et bancaires. À l'inverse, le dynamisme des économies émergentes pourrait atténuer plus significativement que prévu le ralentissement de la croissance mondiale.

Un fléchissement de l'activité mondiale à l'horizon de la mi-2008

En octobre, l'indice PMI⁽¹⁾ mondial dans l'industrie a diminué, retrouvant son niveau de la mi-2005, tandis que l'indicateur dans les services indique un net repli depuis le mois de juin (cf. graphique 1). La progression de la production industrielle mondiale⁽²⁾ pourrait ainsi revenir en dessous de +5,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2007, après +6,3 % en 2006. La croissance mondiale fléchirait donc, essentiellement par le fait des principaux pays industrialisés : le glissement annuel du PIB y serait de +2,3 % à la fin de 2007, après +2,7 % au trimestre précédent.

À l'horizon de la mi-2008, le ralentissement se poursuivrait dans les principaux pays industrialisés (cf. tableaux). Aux États-Unis, l'effet du retournement du marché immobilier continuerait de peser fortement sur la croissance d'ici la mi-2008. Par ailleurs, la consommation des ménages serait fragilisée par les effets de richesse, tant immobilière que financière (avec la morosité des bourses), et par une moindre progression de l'emploi. La croissance américaine serait ainsi faible, inférieure au potentiel, à l'horizon de la mi-2008. L'activité de la

(1) Purchasing Manager Index : enquête auprès des directeurs d'achats.

(2) États-Unis, Union européenne, Japon, Chine, Inde, Russie, Canada, Amérique latine hors Venezuela, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

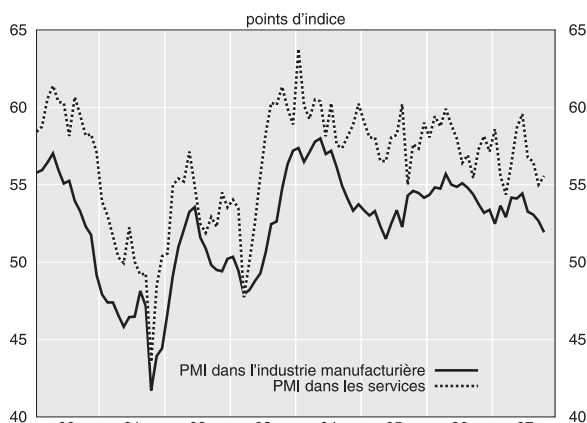
Tableau 1
Ensemble des pays industrialisés : équilibre ressources-emplois en volume

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	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.			
PIB	1,0	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	0,4	2,8	2,4	1,5
Consommation privée	0,8	0,6	0,3	0,8	0,5	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	2,4	2,3	1,5
Consommation publique	0,9	0,2	0,3	0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,3	0,3	1,6	1,8	1,2
Investissement	1,2	1,0	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	-0,7	-0,4	-0,2	3,5	0,5	-0,9
Exportations	3,3	1,3	0,5	2,7	0,9	1,3	3,4	2,0	1,4	1,4	8,6	6,7	6,0
Importations	2,4	0,9	0,3	0,6	1,1	-0,2	1,6	1,0	0,5	0,5	6,5	2,9	2,4
Contributions à la croissance													
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,6	0,3	0,7	0,5	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	2,5	2,0	1,2
Stocks	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
Extérieur	0,1	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4

Prévision

Sources : données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

1 - Des anticipations conjoncturelles en repli



Source : JP Morgan / NTC

zone euro ralentirait aussi : l'investissement productif pourrait avoir dépassé le pic du cycle amorcé en 2003, et le marché de l'immobilier présente des signes de faiblesse dans plusieurs pays de la zone. De plus, la contribution des échanges extérieurs deviendrait négative au premier semestre de 2008, en raison de l'appréciation de l'euro et du fléchissement de la demande mondiale. Au Royaume-Uni, après une très bonne année 2007, la croissance faiblirait au premier semestre de 2008 sous l'effet d'un ralentissement de la demande intérieure, en particulier de la consommation des ménages. Au Japon, l'activité progresserait modérément d'ici la fin de l'année. La demande intérieure y demeurerait handicapée par l'absence de redressement des salaires.

La croissance resterait forte dans les grands pays émergents, notamment la Chine, l'Inde et la Russie, mais subirait également un léger ralentissement. Notamment, le point haut du cycle d'investissement semble avoir été atteint en Asie à la mi-2007. Au total, les déséquilibres mondiaux de balance commerciale se réduiraient un peu à l'horizon de la mi-2008 : le déficit extérieur américain se contracterait en part de PIB, mais l'Asie continuerait de dégager des surplus commerciaux im-

portants, sans inflexion par rapport au passé récent.

Au total, le glissement annuel du PIB mondial fléchirait légèrement à +4,4 % à la fin du premier semestre de 2008, contre +5,0 % en début d'année 2007 (cf. graphique 3). Dans cet environnement international moins porteur, la demande mondiale adressée à la France progresserait sur un rythme plus modéré à l'horizon de la mi-2008. En fin de période de prévision, elle croîtrait à un rythme inférieur à sa moyenne de longue période.

Des politiques monétaires soumises à des injonctions contradictoires dans les principaux pays industrialisés

Les marchés financiers mondiaux sont affectés depuis le mois d'août par de fortes turbulences, à la suite de la crise aux États-Unis du marché des prêts hypothécaires à haut risque (dits « *subprime* ») : les tensions sur les taux à court terme perdurent, malgré l'action des banques centrales, et des écarts importants demeurent entre les taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois et les taux directeurs. Cette crise, comme le ralentissement de l'activité, pourrait suggérer des politiques monétaires accommodantes, alors que les tensions inflationnistes plaideraient au contraire pour un durcissement. Enfin, la prise en compte des évolutions des taux de change, notamment de l'euro vis-à-vis du dollar, induirait un biais haussier aux États-Unis et baissier en zone euro (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). La Fed et la banque d'Angleterre assoupliraient, au moins provisoirement, leur politique monétaire pour soutenir l'activité, alors que la zone euro devrait plutôt opter pour le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel. Une hausse des taux n'est toutefois pas exclue en zone euro si les tensions inflationnistes persistent. Le Japon constituerait la seule exception : sa situation économique (fragilité de la croissance, peu de tensions inflationnistes, impact sensible de la crise financière) justifierait le *statu quo*, mais la volonté

Tableau 2
PIB des principaux pays industrialisés

	en %												
	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	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.			
Ensemble	1,0	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	0,4	2,8	2,4	1,5
États-Unis	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	0,9	1,2	0,3	0,3	0,4	2,9	2,2	1,7
Japon	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,8	-0,5	0,4	0,2	0,5	0,5	2,4	1,8	1,1
Royaume-Uni	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	2,8	3,1	1,6
Zone euro, dont :	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,7	0,5	0,4	0,4	2,9	2,6	1,4
Allemagne	0,9	1,3	0,7	1,0	0,5	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	3,1	2,7	1,6
Italie	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	1,9	1,8	0,9

Prévision
Sources : données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

de la Banque centrale japonaise de normaliser dès que possible ses taux directeurs, en les montant, semble toujours très présente.

demeurerait faible au Japon, mais continuerait d'augmenter en zone euro.

Les prix des matières premières entraîneraient la hausse de l'inflation

Le cours du baril de *brent* s'est nettement accru depuis août, passant de 70 à plus de 90 dollars en novembre. Il fluctuerait autour de 90 dollars sur l'ensemble de la période de prévision (contre 75 dollars dans le point de conjoncture d'octobre - cf. fiche « *Pétrole et matières premières* »). Par ailleurs, les prix agricoles (céréales et produits laitiers notamment) poursuivraient leur hausse récente en raison du déséquilibre entre l'offre et la demande (cf. fiche « *Prix à la consommation* »).

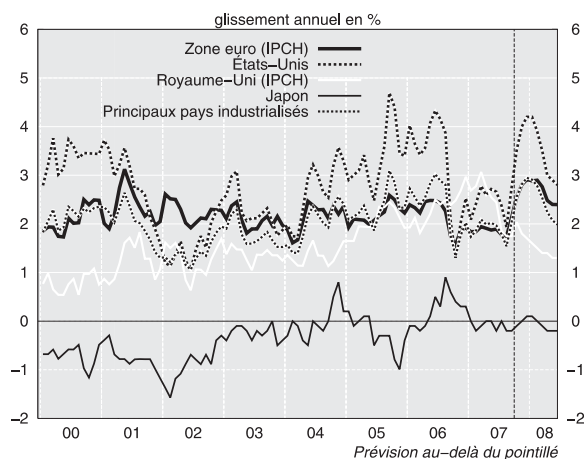
Cette nette augmentation des prix des matières premières énergétiques et alimentaires se répercuterait sur les prix à la production et à la consommation. Mesurée en glissement annuel, l'inflation dans les principaux pays industrialisés continuerait ainsi de progresser jusqu'au début de 2008, avant de refluer légèrement à l'horizon de la prévision (cf. graphique 2). L'inflation sous-jacente resterait toutefois globalement stable, l'impact désinflationniste du ralentissement de l'activité contrebalançant les effets de diffusion des hausses des prix des matières premières et de l'énergie. L'inflation sous-jacente baisserait légèrement aux États-Unis,

Principal aléa : l'impact de la crise financière sur l'économie réelle

Le cours du baril de pétrole pèse ainsi de nouveau sur l'économie mondiale et un niveau bas des stocks américains d'essence pourrait remettre en cause notre hypothèse sur le cours du baril. À l'inverse, un ralentissement plus brutal qu'anticipé de l'activité mondiale ou un apaisement des tensions géopolitiques favoriserait la détente des cours, en dessous des 90 dollars envisagés.

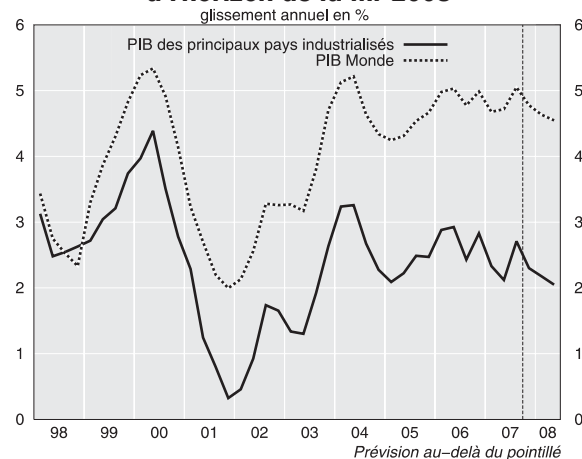
Mais l'impact de la crise financière constitue le principal aléa entourant ce scénario de prévision, le durcissement des conditions de financement et l'accroissement de l'aversion au risque pourraient réduire l'investissement au-delà de ce qui est inscrit dans le scénario. De plus, la situation du marché immobilier aux États-Unis pourrait se dégrader au-delà de nos prévisions et pèserait davantage sur la consommation des ménages américains. La croissance des États-Unis s'en ressentirait d'autant, et les effets de contagion aux régions exportant massivement outre-Atlantique, notamment l'Asie, pourraient se matérialiser. À l'inverse, la résistance des économies émergentes pourrait atténuer plus significativement que prévu le ralentissement de la croissance mondiale. ■

2 - Prix à la consommation



Sources : instituts statistiques nationaux, Banque mondiale, calculs et prévisions Insee

3 - Un fléchissement de l'activité mondiale à l'horizon de la mi-2008



Sources : instituts statistiques nationaux, Banque mondiale, calculs et prévisions Insee

Principaux pays partenaires de la zone euro

Aux États-Unis, la croissance a surpris à la hausse au troisième trimestre de 2007 (+1,2%), mais cette excellente performance ne devrait pas se reproduire dans les trimestres qui viennent : la croissance américaine ne devrait être que de 0,3 % à 0,4 % au cours des prochains trimestres. La persistance de la crise immobilière et la hausse de l'inflation alimentaire et énergétique pèsent sur la demande des ménages. Le durcissement des conditions de financement devrait par ailleurs limiter l'accès au financement des emprunteurs, ménages et entreprises, et contribuer à freiner leurs dépenses.

Au Royaume-Uni, l'économie évoluerait sur un rythme modéré (+0,6 % au quatrième trimestre de 2007, puis +0,3 % par trimestre au premier semestre de 2008) : la consommation des ménages devrait ralentir fortement, affectée par le redressement de l'inflation et le fléchissement des prix de l'immobilier.

Au Japon, la croissance pâtirait du ralentissement international et d'une consommation toujours faible. La croissance serait en outre heurtée, tirée vers le bas au quatrième trimestre puis vers le haut au premier semestre 2008, par des fluctuations exceptionnelles de l'investissement en construction, imputables au durcissement des normes d'octroi des permis de construire mis en œuvre en juin 2007. Après une croissance de 0,2 % seulement au quatrième trimestre de 2007, l'économie japonaise rebondirait à +0,5 % par trimestre au premier semestre 2008.

La croissance américaine fléchirait à l'horizon du premier semestre de 2008

Au cours des trimestres à venir, la croissance américaine devrait être tirée vers le bas par la hausse de l'inflation et la propagation au reste de l'économie des effets de la crise immobilière. L'investissement résidentiel reculerait à nouveau (-5,6 % au quatrième trimestre de 2007, puis -5,5 % et -4,0 % respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2008). Différents signaux semblent en effet indiquer une poursuite des difficultés du marché immobilier : d'une part, la confiance des promoteurs immobiliers ainsi que les ventes de logements anciens baissent depuis février ; d'autre part, le niveau des stocks de logements, exprimé en termes de mois de ventes, reste élevé. Le taux d'investisse-

ment résidentiel ne semble d'ailleurs pas avoir atteint les creux observés lors des crises immobilières précédentes (cf. graphique 1).

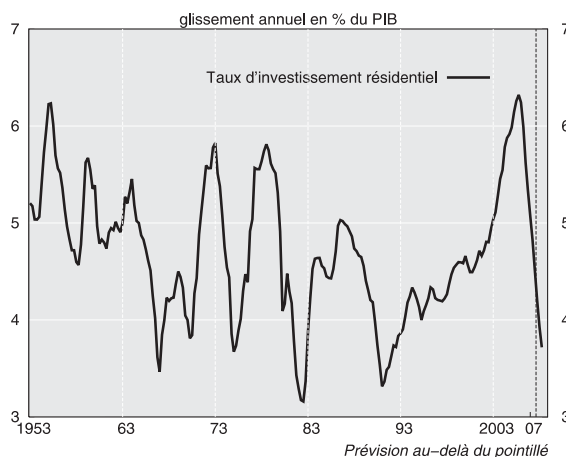
Ce recul persistant de l'investissement en logement s'accompagne désormais d'un recul des prix de l'immobilier, qui devrait peser sur la consommation au cours des prochains trimestres (cf. encadré du dossier « Richesse patrimoniale et consommation » dans cette note).

L'emploi devrait progressivement ralentir à l'horizon de l'été 2008, en lien avec une activité un peu moins dynamique. Les salaires ralentiraient également très légèrement, de +1,0 % par trimestre en 2007 à +0,9 % par trimestre au premier semestre 2008, sous l'effet de la légère dégradation du marché du travail.

De plus, l'inflation serait poussée à la hausse par l'envolée des cours des matières premières alimentaires (céréales et produits laitiers notamment) : elle dépasserait 3,0 % en glissement annuel à la fin de l'année, avant de revenir à 2,5 % à la mi-2008. Au total, le pouvoir d'achat du revenu ne progresserait plus que faiblement au cours des deux prochains trimestres (+0,4 % par trimestre).

Enfin, la consommation pourrait être également freinée par le durcissement des conditions d'octroi du crédit. La consommation des ménages américains devrait ainsi s'infléchir progressivement à l'horizon de la mi-2008 : sa croissance ne serait plus que de 0,4 % à 0,5 % au premier semestre 2008.

1 - Poursuite de la baisse du taux d'investissement résidentiel aux États-Unis



Source : BEA, calculs Insee

Côté investissement des entreprises aussi, le ralentissement en octobre de l'indice de la production industrielle en biens d'équipement et la baisse du taux d'utilisation des capacités laissent anticiper un repli de la croissance au quatrième trimestre de 2007 (+0,8 %). Les difficultés grandissantes de financement des entreprises (cf. fiche « *Financement de l'économie* ») et les faibles anticipations de croissance ne seraient pas propices à un rebond de l'investissement : l'atonie devrait persister au premier semestre de 2008.

Cependant, à cet horizon, le commerce extérieur soutiendrait la croissance. Sur les trois prochains trimestres, les importations devraient ralentir en lien avec la demande intérieure. Avec une stabilisation du taux de change autour de 1,45 \$/€ et compte tenu notamment du dynamisme des im-

portations de la zone euro, les exportations américaines croîtraient toujours vivement : 2,5 % au quatrième trimestre puis 2,0 % par trimestre au premier semestre de 2008.

Le principal aléa pour l'économie américaine reste lié à la crise immobilière et à la crise financière qui en a découlé. Le marché immobilier pèse de plus en plus sur la croissance américaine : directement via l'investissement en logement des ménages et indirectement via l'effet de richesse sur la consommation ; les tensions sur les marchés financiers pourraient entraîner un durcissement supplémentaire des conditions d'accès au crédit. Inversement, la consommation pourrait rester dynamique si les effets de richesse étaient surestimés et la dé-

Tableau 1
États-Unis, Royaume-Uni et Japon : équilibre ressources-emplois en volume

	en %										
	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2006		2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (37,2 %)⁽¹⁾											
PIB	0,3	0,5	0,2	0,9	1,2	0,3	0,3	0,4	2,9	2,1	1,6
Consommation	0,7	1,0	0,9	0,3	0,7	0,6	0,5	0,4	3,1	2,9	1,7
FBCF privée ⁽²⁾	-1,2	-1,8	-1,1	0,8	-0,1	-1,6	-1,8	-1,2	2,4	-3,2	-3,8
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,2	0,9	-0,1	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4	1,8	2,0	1,7
Exportations	1,4	3,4	0,3	1,8	4,4	2,5	2,0	2,0	8,4	8,0	7,9
Importations	1,3	0,4	1,0	-0,7	1,0	0,8	0,0	0,0	5,9	2,3	1,1
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,3	0,5	0,4	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2	2,9	1,9	0,9
<i>Variations de stocks</i>	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,5	0,7
ROYAUME-UNI (5,6 %)⁽¹⁾											
PIB	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	2,8	3,1	1,6
Consommation	0,2	1,1	0,7	0,8	1,0	0,5	0,3	0,3	2,0	3,1	1,6
FBCF totale	2,7	3,3	1,1	-0,9	1,6	0,4	0,2	0,2	8,2	5,6	1,2
Consommation publique ⁽⁴⁾	0,5	0,7	0,5	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	2,5	1,9	1,6
Exportations	-13,0	0,2	0,2	0,2	2,7	1,9	0,2	0,2	10,3	-4,1	3,1
Importations	-10,1	-0,5	1,1	-0,4	3,9	1,5	0,6	0,7	9,8	-1,9	4,1
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	1,4	0,7	0,4	1,0	0,5	0,3	0,3	3,2	3,3	3,3
<i>Variations de stocks</i>	0,2	-0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,3	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5
JAPON (14,8 %)⁽¹⁾											
PIB	-0,1	1,3	0,8	-0,5	0,4	0,2	0,5	0,5	2,4	1,8	1,1
Consommation	-0,9	1,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	2,0	1,7	0,9
FBCF totale	-0,5	2,1	0,3	-2,6	-0,8	-1,4	1,4	1,4	1,3	-0,8	0,2
Consommation publique	0,4	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	0,2
Exportations	2,2	1,0	3,2	1,0	2,6	1,5	1,2	1,2	9,6	7,9	4,9
Importations	-0,2	-0,3	1,0	0,7	-0,2	0,5	0,5	0,5	4,2	1,5	1,5
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,6	1,1	0,5	-0,4	0,0	0,0	0,4	0,4	1,4	0,9	0,6
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,4	0,2	0,4	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,8	1,0	0,7

Prévision

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissements publics.

(4) Inclut la consommation des institutions à but non lucratif

Sources : BEA, ONS, Economic and Social Research Institute, calcul Insee.

préciation passée du dollar, favorable aux exportations, pourrait soutenir la croissance américaine au-delà des prévisions.

Ralentissement de la demande des ménages britanniques

Comme celle des États-Unis, l'économie du Royaume-Uni devrait ralentir nettement début 2008 du fait du retournement de son marché immobilier. L'investissement des ménages, encore dynamique fin 2007 (+1,0 % attendu au quatrième trimestre de 2007), ralentirait (+0,5 % par trimestre au premier semestre de 2008) du fait de la hausse passée des taux et du durcissement des conditions d'octroi du crédit.

L'effet de richesse immobilière qui a soutenu la demande des ménages en 2007 s'atténuerait largement au fur et à mesure que les prix de l'immobilier ralentiraient, voire diminueraient. Les ménages pourraient par conséquent extraire moins de liquidités du marché hypothécaire.

En outre, le pouvoir d'achat des ménages britanniques ralentirait légèrement. Au troisième trimestre, les salaires britanniques auraient retrouvé de la vigueur, mais par la suite, ces hausses de salaires marqueraient le pas en raison du ralentissement de la productivité. De plus, comme 60 % des prêts sont souscrits à taux variable, les quatre hausses successives de taux d'intérêt renchériraient le remboursement du crédit et grèveraient le budget des ménages. Enfin, la forte augmentation des prix des matières premières, notamment le pétrole et l'alimentation, devrait se répercuter sur les prix à la consommation dès la fin de 2007.

La consommation des ménages s'essoufflerait donc à partir de la fin 2007, après avoir été vigoureuse depuis le début de 2007 (+1,0 % au troisième trimestre, cf. graphique 2). La demande des ménages ralentirait progressivement à partir du quatrième trimestre de 2007.

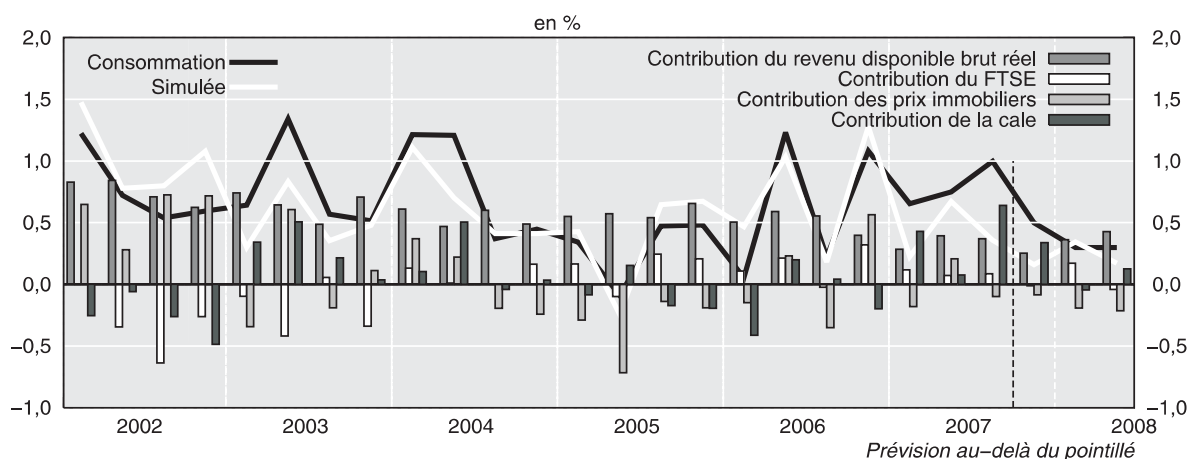
De plus, l'investissement des entreprises, qui n'a cessé de ralentir en 2007, ne progresserait pas à l'horizon de prévision du fait de la dégradation des perspectives de demande et des hausses passées des taux du crédit.

Les dernières enquêtes font d'ailleurs état d'une détérioration du climat des affaires. Selon l'enquête du mois d'octobre de la fédération des chefs d'entreprises britanniques, les anticipations de production dans l'industrie sont à nouveau retombées, après une légère amélioration au troisième trimestre. Il en est de même pour les dernières enquêtes auprès des directeurs d'achats dans le secteur des services, dont les indices diminuent depuis septembre.

Les créations d'emploi sont restées bien orientées aux deuxième et troisième trimestres. Le taux de chômage a donc continué de baisser (2,6 % en octobre selon la norme nationale). Dans les trimestres à venir, cette bonne tenue du marché de l'emploi s'atténuerait au fur et à mesure que l'activité ralentirait.

Au total, après un cycle économique vigoureux, la croissance outre-Manche serait freinée au quatrième trimestre de 2007 (+0,6 %) et au premier semestre de 2008 (+0,3 % par trimestre), essentiellement en raison du ralentissement marqué de la demande des ménages. Sur 2007, l'économie britannique aurait néanmoins connu une bonne année, le PIB progressant de 3,1 % en moyenne annuelle. Par la suite, l'activité fléchirait et l'acquis de croissance pour 2008 ne serait que de +1,6 % au mois de juin. Le principal aléa entourant cette prévision concerne l'ampleur du ralentissement du marché de l'immobilier et son impact sur la consommation.

2 - La consommation britannique fléchirait avec le ralentissement des prix immobiliers



Sources : calculs Insee, ONS, Financial Times

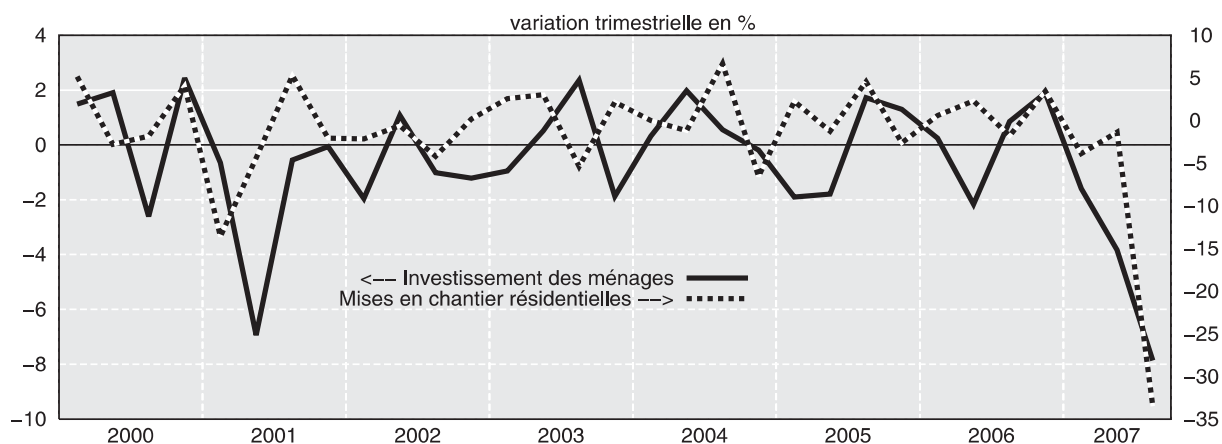
Japon : la faiblesse de la demande intérieure pénaliserait la croissance

Fin 2007, le Japon ne sera toujours pas véritablement parvenu à sortir de la déflation. Le ralentissement de la demande intérieure qui s'annonce ne laisse guère présager d'amélioration sur ce plan. Même si le renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières contribue à faire revenir l'inflation au-dessus de zéro, l'économie nipponne reste caractérisée par des pressions déflationnistes persistantes. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) resterait négative à l'horizon du premier semestre de 2008.

Les salaires, dont la baisse s'est accentuée au troisième trimestre de 2007 (-1,6 % en glissement annuel, après déjà -1,5 % au trimestre précédent), ne devraient pas redémarrer à court terme : les entreprises nipponnes sont toujours soumises à des contraintes sur leurs coûts de production en raison de la hausse des prix des matières premières.

L'emploi est certes mieux orienté. Selon l'enquête Tankan de septembre, un nombre croissant d'entreprises se déclarent en situation de sous-effectif. L'emploi pourrait donc progresser dans les trimestres à venir et corriger un troisième trimestre anormalement faible (-0,6 % après +0,5 % au trimestre

3- Chute temporaire de l'investissement des ménages au Japon



Sources : Economic and Social Research Institute, Ministry of Land, Infrastructure and Transport

Tableau 2
États-Unis, Royaume-Uni et Japon : comptes des ménages

en %

	Moyennes annuelles			
	2005	2006	2007	2008*
États-Unis				
Emploi salarié non agricole	1,7	1,9	1,3	0,7
Salaire moyen par tête	3,3	4,3	4,5	2,8
Revenu disponible brut nominal	4,7	5,9	5,8	4,2
Déflateur de la consommation privée	2,9	2,8	2,5	2,2
Taux d'épargne en niveau	0,5	0,4	0,6	0,7
Royaume-Uni				
Emploi total	1,0	0,9	0,6	0,6
Salaire moyen par tête	4,0	4,0	3,6	2,1
Revenu disponible brut nominal	5,5	3,6	2,8	2,9
Déflateur de la consommation privée	2,4	2,4	2,1	1,1
Taux d'épargne	5,6	5,0	3,0	3,3
Japon				
Emploi total	0,4	0,4	0,4	0,1
Salaire moyen par tête	0,4	1,3	-0,1	0,5
Revenu disponible brut nominal	0,2	1,8	0,7	-
Déflateur de la consommation privée	-0,8	-0,3	-0,5	0,2
Taux d'épargne en niveau (net)	3,0	3,3	2,9	-

Prévision

* acquis de croissance au deuxième trimestre

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

précédent). Mais cette progression de l'emploi ne suffirait pas à compenser l'impact négatif des baisses de salaire réel sur le revenu des ménages.

La confiance des ménages japonais s'est ainsi effritée récemment, affectant notamment leurs intentions d'achat de biens durables, et les demandes de prêts à la consommation ont reculé. La croissance de la consommation demeurerait donc faible au cours des trimestres à venir.

L'affaiblissement de la demande intérieure et la dégradation de l'environnement international pénaliseraient l'investissement des entreprises à l'horizon du premier semestre de 2008. L'enquête Tankan et les commandes de machines corroborent ce diagnostic. En début d'année 2008, l'investissement en biens d'équipement rebondirait modestement.

En matière de commerce extérieur, l'économie nipponne continuerait de bénéficier du relatif dynamisme de l'activité de ses principaux partenaires asiatiques au cours des prochains trimestres. Au troisième trimestre de 2007, les exportations ont progressé sous l'effet d'un marché asiatique toujours porteur et du rebond temporaire de la demande en provenance des États-Unis. Par la suite, les exportations ralentiraient cependant progressivement sous les effets combinés du fléchissement

de la croissance mondiale et de l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar (+9,0 % entre juillet et fin novembre). Les importations resteraient modérées au cours des trimestres à venir en raison d'une demande intérieure peu vigoureuse.

En fin d'année 2007 puis début 2008, un élément exceptionnel viendrait perturber le profil de la croissance japonaise : les conséquences du durcissement des normes d'octroi des permis de construire, intervenu au mois de juin, qui en a considérablement rallongé les délais d'obtention. Les mises en chantier ont ainsi chuté à partir de juin, entraînant une baisse spectaculaire de l'investissement en logement des ménages (-7,9 % au troisième trimestre 2007 et -7,0 % attendu au quatrième trimestre), et de l'investissement en construction des entreprises. Les mesures prises par les autorités japonaises pour résorber les goulots d'étranglement ont toutefois permis une reprise des mises en chantier en octobre, qui augure de croissances très positives de l'investissement en construction, des ménages et des entreprises, au premier semestre 2008. La croissance de l'économie japonaise serait donc artificiellement tirée vers le bas au quatrième trimestre de 2007 (+0,2 %), puis vers le haut, au premier semestre 2008 (+0,5 % par trimestre), par ces fluctuations exceptionnelles de l'investissement en construction. ■

Conjoncture dans la zone euro

Au troisième trimestre de 2007, le PIB de la zone euro a rebondi (+0,7 %). Ce rebond a été commun aux principaux pays de la zone, où l'activité avait ralenti au trimestre précédent.

Les perspectives pour la fin de l'année 2007 et le début de l'année 2008 se sont néanmoins dégradées selon les dernières enquêtes de conjoncture. Après avoir globalement stagné en début d'année suite à la hausse de la TVA allemande, la consommation des ménages de la zone euro serait à nouveau le principal soutien de la croissance. Mais elle subirait à l'horizon de prévision le ralentissement du pouvoir d'achat imputable aux poussées des prix alimentaires et énergétiques. L'investissement productif aurait dépassé le pic du cycle amorcé en 2003, alors que le marché de l'immobilier présente des signes de fragilité dans plusieurs pays de la zone. Enfin, les échanges extérieurs ne contribueraient plus à la croissance, en raison du ralentissement de l'économie mondiale et de l'appréciation de l'euro.

En 2007, le PIB de la zone euro aurait encore crû à un rythme soutenu (+2,6 %). Mais, cette performance proche de celle de 2006 masque un ralentissement de l'activité amorcé au deuxième trimestre. Au premier semestre de 2008, la croissance serait ainsi de 0,4 % seulement par trimestre, un rythme inférieur à la croissance potentielle.

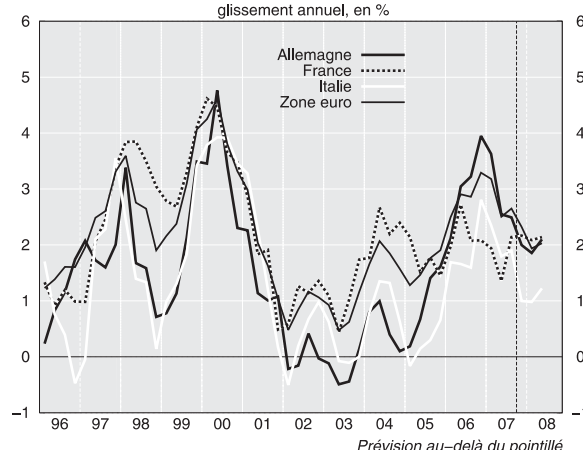
En 2007, la croissance de la zone euro aurait conservé un rythme soutenu

Après une forte croissance en 2006 (+2,9 %), l'activité en zone euro ne décélérerait que légèrement en moyenne annuelle sur 2007 (+2,6 %). Néanmoins, depuis le pic du quatrième trimestre de 2006, un ralentissement progressif est à l'œuvre. Ce pic est commun à tous les principaux pays de la zone, à l'exception notable de la France : restée en retrait de l'accélération de l'activité observée chez ses voisins en 2006, elle ne connaît pas non plus de ralentissement significatif (cf. graphique 1).

Le rebond de la croissance au troisième trimestre (+0,7 %) s'accompagne pourtant d'une dégradation des enquêtes de conjoncture dans l'industrie apparue en avril et amplifiée au cours des mois sui-

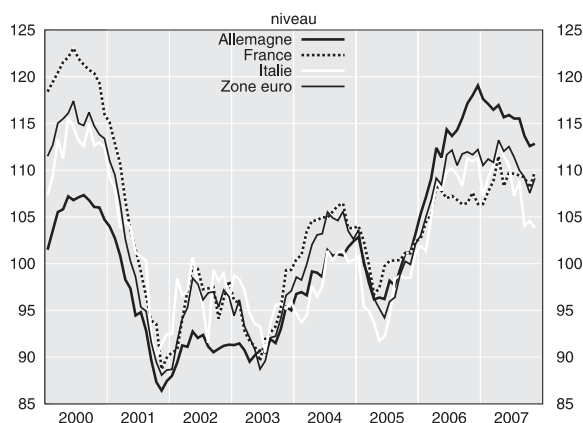
vants. Les enquêtes de conjoncture dans les services ont commencé elles-aussi à se dégrader en septembre. Tous les pays de la zone euro sont concernés à l'exception de la France où les enquêtes étaient restées en marge de l'amélioration de celles de ses partenaires en 2006 (cf. graphique 2). Dans leur ensemble, les enquêtes suggèrent ainsi que le sursaut de l'été, qui comportait des éléments de correction d'un deuxième trimestre anormalement bas, ne serait que temporaire : la production industrielle ralentirait sur la fin de l'année. L'activité dans le secteur des services qui suit habituellement avec une plus grande inertie les retournements des enquêtes resterait néanmoins encore assez sou-

1 - PIB dans les principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, Destasi, Insee, Istat

2 - Indicateurs synthétiques (IS) des enquêtes de conjoncture dans l'industrie



Sources : Commission européenne, Ifo, Insee, calculs Insee

tenue. Le PIB de la zone euro ralentirait (+0,5 % de croissance au quatrième trimestre de 2007, puis +0,4 % sur les deux premiers trimestres de 2008). L'acquis de croissance pour 2008 serait de +1,4 % en milieu d'année.

Les contributions des principaux postes de la demande à la croissance du PIB en 2007 continueraient de présenter les mêmes différences au sein des trois grands pays de la zone euro que l'an passé (cf. graphique 3). D'une part, la consommation demeurerait le principal moteur de la croissance en France et en Italie, alors qu'elle devrait avoir reculé en Allemagne, son rebond à partir du deuxième trimestre ne suffisant pas à compenser le repli du début d'année imputable à la hausse de

TVA. D'autre part, les exportations seraient restées le pilier de la croissance allemande en 2007, malgré un environnement international nettement moins porteur ; ils l'auraient amputée en France et en Italie. En revanche, l'investissement se serait tassé dans chacun de ces trois pays, semblant manifester l'épuisement du cycle d'expansion commencé en 2003.

Au niveau de l'ensemble de la zone, la croissance des principaux postes de la demande apparaît relativement plus équilibrée que l'an passé, le ralentissement de la demande intérieure étant compensé par une contribution significative des échanges extérieurs.

Tableau 1
PIB de la zone euro et des principaux pays de la zone euro

en %

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2008 acq.
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4 %) ⁽¹⁾														
PIB	0,9	1,3	0,7	1,0	0,5	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,0	3,1	2,7	1,6
Consommation des ménages	0,8	0,2	0,4	0,8	-2,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,1	1,1	-0,2	1,5
FBCF totale	-2,2	6,1	1,2	1,9	2,1	-1,2	0,6	1,6	0,1	0,4	1,3	7,0	5,4	1,5
Consommation publique	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,8	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,5	0,9	1,9	0,3
Exportations	4,9	1,8	3,3	5,3	-0,3	0,8	3,1	1,9	1,5	1,5	7,4	12,9	8,5	5,9
Importations	3,8	0,7	3,5	1,3	2,3	-1,8	3,9	1,9	1,5	1,5	6,9	11,5	6,5	5,6
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,2	1,2	0,6	0,7	-0,5	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	2,1	1,2	1,2
Variations de stocks	0,0	-0,4	0,1	-1,6	2,0	-1,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Commerce extérieur	0,7	0,5	0,0	1,9	-1,0	1,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	1,1	1,2	0,4
ITALIE (17,9 %) ⁽¹⁾														
PIB	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	1,9	1,8	0,9
Consommation des ménages	0,5	0,5	0,7	0,2	0,7	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,5	1,9	1,0
FBCF totale	1,8	0,9	-1,0	2,2	0,6	0,2	1,5	0,8	0,6	0,6	-0,2	2,5	3,0	2,4
Consommation publique	-0,3	-0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	1,5	-0,3	0,1	0,3
Exportations	2,2	1,5	-1,9	4,1	0,2	-1,4	0,9	0,4	0,4	0,4	0,0	5,4	2,3	1,1
Importations	1,2	0,4	2,0	1,8	-1,2	-0,2	2,4	0,8	0,6	0,6	1,0	4,4	2,5	2,8
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,4	0,2	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	1,3	1,8	1,1
Variations de stocks	-0,1	-0,1	1,1	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,1	0,2
Commerce extérieur	0,3	0,3	-1,0	0,6	0,4	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	-0,5
ZONE EURO (27, 8%) ⁽²⁾														
PIB	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,7	0,5	0,4	0,4	1,6	2,9	2,6	1,4
Consommation des ménages	0,7	0,4	0,5	0,5	0,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,6	1,9	1,5	1,5
FBCF totale	0,6	2,7	0,9	1,6	1,8	0,0	0,9	0,7	0,4	0,5	2,8	5,1	4,7	1,8
Consommation publique	1,0	0,2	0,5	0,4	0,9	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	1,4	1,9	2,0	0,8
Exportations	3,0	1,5	1,0	3,0	0,9	0,8	2,5	1,4	1,0	1,0	4,7	7,7	6,3	4,2
Importations	2,2	1,2	1,7	1,7	1,4	0,1	2,7	1,5	1,2	1,2	5,5	7,4	5,6	4,6
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,5	0,7	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	1,7	2,5	2,2	1,4
Variations de stocks	-0,2	0,0	0,3	-0,4	0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Commerce extérieur	0,3	0,1	-0,2	0,5	-0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	0,3	-0,1

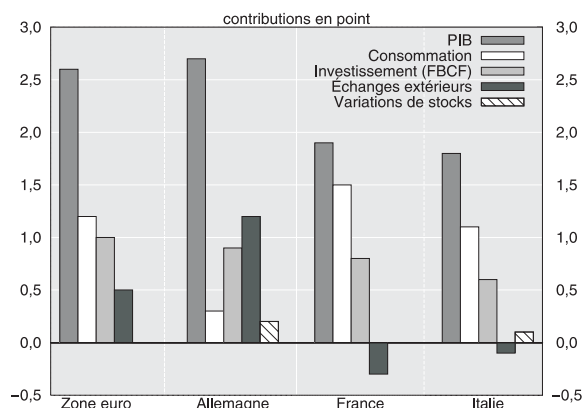
■ Préviation

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

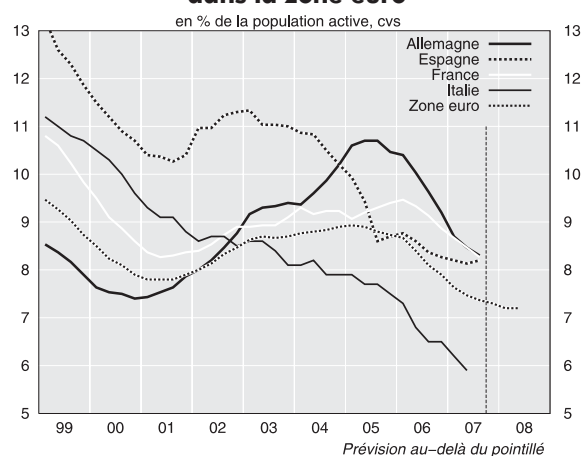
Source : Eurostat

3 - Contributions au PIB (prévision) dans les principaux pays de la zone euro en 2007



Sources : Eurostat, Destatis, Insee, Istat

4 - Taux de chômage harmonisés dans la zone euro



Source : Eurostat

La consommation des ménages subirait la hausse de l'inflation

En 2007, le revenu des ménages de la zone aurait encore accéléré par rapport à 2006 (+4,2 % après +3,7 %, cf. tableau 2) avec l'amélioration sensible du marché du travail : l'emploi augmente-

rait de 1,9 %. La décrue du taux de chômage (cf. graphique 4) favoriserait ainsi la hausse des salaires (+2,3 %). En Allemagne, la modération salariale à l'œuvre depuis le début des années 2000 semble toucher à sa fin. Néanmoins, la diffusion des hausses de salaires négociées dans certaines branches à l'ensemble de l'économie reste lente. En Italie, à l'inverse, les salaires marquent un net ralentissement, qui s'atténuerait toutefois sur l'horizon de prévision : de nouvelles revalorisations dans la fonction publique sont programmées pour début 2008. Les efforts de réduction du déficit budgétaire dans les grands pays de la zone euro (Allemagne et Italie principalement) ne se seraient pas traduits en 2007 par un accroissement des impôts directs sur le revenu des ménages.

D'ici la mi-2008, emploi et salaires poursuivraient leur croissance en zone euro sur un rythme soutenu, mais le surcroît d'inflation alimentaire et énergétique attendu au cours des prochains trimestres pénaliserait la progression du pouvoir d'achat des ménages (cf. fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »). Celui-ci aurait encore accéléré sur l'ensemble de 2007 (+2,2 % après +1,6 % en 2006) grâce au ralentissement des prix en début d'année mais décélérerait nettement sur le premier semestre de 2008 : l'acquis de croissance du pouvoir d'achat pour 2008 serait de +1,3 % seulement en milieu d'année.

La consommation des ménages est redevenue le principal soutien à la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres de 2007 (+0,3 point de contribution), après avoir stagné en début d'année. Elle ralentirait néanmoins en moyenne annuelle (+1,5 % après +1,9 % en 2006). D'une part, elle a subi le recul de la consommation allemande au premier trimestre suite à la hausse de la TVA. D'autre part, après une forte hausse en début d'année, le taux d'épargne des ménages serait resté élevé les trimestres suivants. Il diminuerait par la suite en réponse au ralentissement du pouvoir d'achat du revenu, permettant aux ménages de maintenir la croissance de leur consommation. Sur

Tableau 2
Zone euro : compte des ménages

variations trimestrielles et croissance en moyennes annuelles, en %

	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2008 acq.
	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.				
Coût du travail	0,9	1,1	0,5	0,8	1,5	0,9	0,8	1,1	1,1	0,8	2,5	3,4	4,1	3,1
- emploi salarié	0,3	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3	0,9	1,6	1,9	1,2
- coûts salariaux unitaires	0,6	0,5	0,2	0,4	0,9	0,3	0,5	0,7	0,7	0,5	1,6	1,9	2,1	1,9
Revenu disponible brut (RDB)	0,6	1,1	0,7	1,0	1,2	0,9	1,2	1,0	1,0	0,8	3,2	3,7	4,2	3,2
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,4	13,5	13,3	13,6	14,3	14,0	14,1	13,7	13,7	13,8	13,8	13,4	14,0	13,7
Déflateur de la consommation des ménages	0,5	0,6	0,5	0,2	0,4	0,6	0,5	1,1	0,6	0,2	2,1	2,2	2,0	2,0
Masse salariale réelle	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,3	0,3	0,0	0,5	0,6	0,5	1,3	2,1	1,2
- coûts salariaux unitaires réels	0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,5	-0,3	0,0	-0,4	0,1	0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,1
Pouvoir d'achat	0,1	0,6	0,3	0,8	0,7	0,3	0,7	-0,1	0,4	0,6	1,1	1,6	2,2	1,3

Prévision

Sources : Eurostat, calculs Insee

le premier semestre de 2008, la consommation des ménages resterait ainsi le principal soutien de la croissance et progresserait de 0,4 % en rythme trimestriel.

Le ralentissement de l'investissement signalerait la fin du cycle

L'investissement en équipement a ralenti depuis le début de 2007, après quatre années d'accélération. Depuis six mois déjà, les entrepreneurs européens signalent en effet une diminution du taux d'utilisation des capacités de production, et les producteurs de biens d'équipement anticipent une poursuite du ralentissement de l'investissement (cf. graphique 5). Le cycle d'investissement amorcé en 2003 semble ainsi s'achever en Allemagne. Ce retournement devrait aussi concerner l'Italie, bien que ce pays soit resté jusque-là en marge du cycle européen : comme ses partenaires, l'Italie serait touchée par la dégradation des perspectives d'activité et par le durcissement des conditions de financement, en raison de la montée passée des taux d'intérêt et des turbulences financières apparues au cours de l'été 2007 (cf. fiche « Financement de l'économie »). Fin 2007, l'investissement en équipement serait toutefois ponctuellement soutenu en Allemagne par l'arrêt de mesures fiscales avantageuses début 2008. Il progresserait en zone euro encore de 6,1 % en 2007, après +7,2 % en 2006, mais l'acquis de croissance pour 2008 s'élèverait à seulement +2,7 % en milieu d'année.

L'investissement en construction n'a rebondi que modérément après le recul du deuxième trimestre, lui-même faisant suite au pic d'activité de l'hiver 2006/2007 particulièrement doux. La construction allemande, dont la croissance avait été forte en 2006 après 10 années de crise du secteur, semble déjà ralentir. En France aussi le secteur a ralenti en 2007. De plus, dans plusieurs pays de la zone euro (Espagne, Finlande, Irlande), les craintes de récession du secteur immobilier se sont considérablement renforcées. En 2007, l'investissement en construction aurait tout de même encore progressé rapidement (+4,3 %, comme en 2006). En revanche, l'acquis de croissance pour l'année prochaine ne serait que de +0,3 % mi-2008.

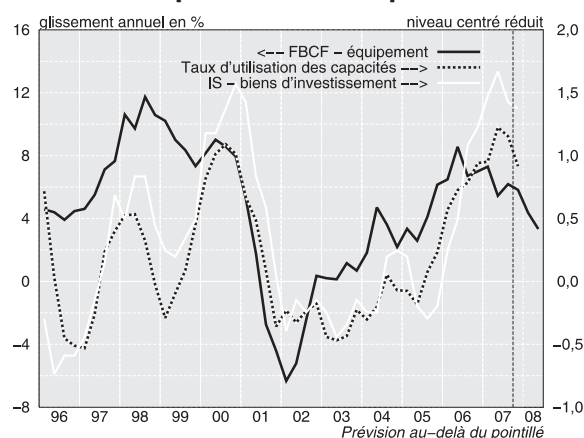
Les échanges extérieurs de la zone euro subiraient le ralentissement de l'économie mondiale

La dégradation de l'environnement international de la zone euro (cf. fiche « Conjoncture internationale ») ne s'est pas encore traduite par un ralentissement prononcé de ses exportations. Depuis un an, la demande mondiale qui lui est adressée (intra- et extra-zone) a pourtant été nettement moins dynamique qu'au cours des années précédentes (+5,0 % en glissement annuel moyen, contre plus

de +10,0 % entre 2003 et 2006 en moyenne) et le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié de près de 5,0 %. Au troisième trimestre de 2007, les exportations ont même encore accéléré (+2,5 %) mais les échanges extérieurs n'ont plus contribué à la croissance. Sur l'horizon de prévision, les exportations devraient ralentir progressivement (+1,4 % au quatrième trimestre de 2007 puis +1,0 % par trimestre au premier semestre de 2008), freinées par la demande mondiale et les pertes de compétitivité-prix liées à l'appréciation du taux de change de l'euro (cf. graphique 6).

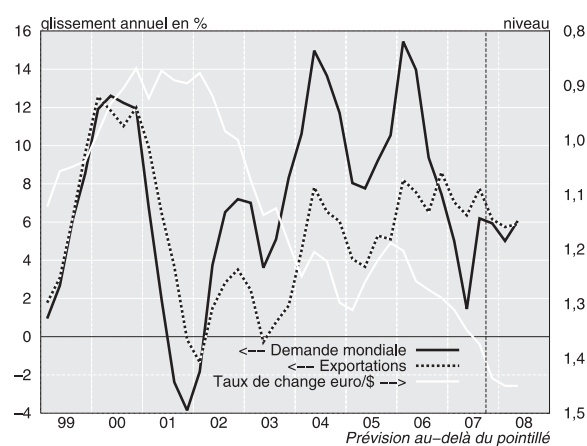
Au cours du premier semestre de 2007, les importations de la zone euro ont été relativement peu dynamiques en comparaison des évolutions des demandes intérieure et étrangère. Cette atonie serait compensée au cours des prochains trimestres, avec une croissance de 1,5 % au quatrième trimestre de 2007 puis de 1,2 % par trimestre sur la première moitié de l'année 2008. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement négative sur la période de prévision. ■

5 - FBCF en équipement et indicateurs conjoncturels des enquêtes



Sources : Eurostat, calculs Insee

6 - Zone euro : exportations, demande mondiale et taux de change



Sources : DGTPE, Eurostat, calculs Insee

Encadré 1- Le nouveau taux de chômage au sens du BIT... en Allemagne

Lors de la publication des chiffres de septembre 2007, le taux de chômage allemand au sens du Bureau international du travail (BIT) a subi de fortes révisions à la hausse en niveau : +2,1 points en avril 2007 (cf. graphique). La source utilisée pour son calcul a changé ; comme en France, l'office fédéral allemand des statistiques, Destatis, s'appuie désormais sur une enquête sur les forces de travail en continu qui répond aux exigences européennes du Labor Force Survey (LFS)⁽¹⁾.

Avant octobre 2007 : l'enquête emploi annuelle et l'enquête téléphonique MTS

Avant 2005, une enquête LFS annuelle permettait de calculer, une seule fois par an, un taux de chômage au sens du BIT. Des évolutions mensuelles de ce taux étaient ensuite estimées à partir des variations du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'agence fédérale de l'emploi. En janvier 2005 et conformément aux recommandations européennes, Destatis a remplacé l'enquête LFS annuelle par une enquête LFS en continu. La taille de l'échantillon devait permettre de calculer chaque mois un taux de chômage BIT à partir de cette seule enquête, avec pour objectif de se passer des données de l'agence de l'emploi. L'institut avait en effet jugé que ces données administratives ne constituaient plus un indicateur pertinent pour rendre compte des variations mensuelles du chômage au sens du BIT⁽²⁾. En raison de problèmes méthodologiques, l'utilisation mensuelle de l'enquête LFS en continu ne fut pas possible dans l'immédiat. En accord avec Eurostat et le temps de pallier ces problèmes, Destatis calcula alors le chômage BIT à partir de l'enquête téléphonique mensuelle MTS (ILO Monthly Telephone Survey), enquête pilote sur l'emploi menée depuis avril 2003. 30 000 personnes étaient interrogées chaque mois sur la base du volontariat, avec par conséquent un taux de non réponse élevé (50 % à la 1^{ère} interrogation et 10 % supplémentaire à chaque nouvelle interrogation). L'enquête MTS fut la seule source pour le calcul du taux de chômage de juin 2003 à avril 2007⁽³⁾. Par rapport à l'enquête LFS annuelle, l'utilisation de MTS induisit une forte révision à la baisse du taux de chômage BIT allemand ainsi qu'une grande volatilité de la série.

Depuis octobre 2007 : l'enquête emploi en continu

Fin octobre 2007, après d'importantes améliorations méthodologiques, Destatis a publié une nouvelle série mensuelle du taux de chômage du BIT, calculée à partir de l'enquête LFS en continu. Celle-ci est intégrée au Mikrozen-

zus, la plus vaste enquête mensuelle auprès des ménages en Europe, qui existe depuis 50 ans. Dans le segment concernant l'enquête LFS, 35 000 personnes sont interrogées tous les mois.

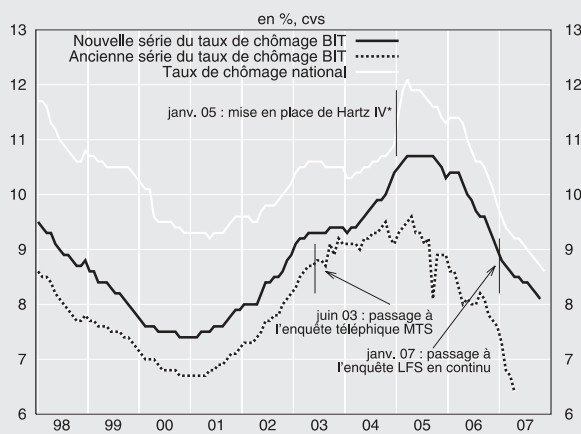
La nouvelle série brute est disponible à partir de janvier 2007. Une série mensuelle désaisonnalisée a été rétropolée sur le passé à l'aide d'une méthode de calage de l'enquête LFS annuelle sur les profils mensuel de l'enquête LFS en continu observés depuis 2005 et les variations mensuelles des demandeurs d'emploi de l'agence pour l'emploi⁽⁴⁾. L'emploi, qui permet le calcul de la population active au dénominateur, est lui toujours calculé à partir des comptes nationaux⁽⁵⁾.

En moyenne, 800 000 chômeurs de plus

La nouvelle série du taux de chômage BIT diffère fortement de l'ancienne : elle comptabilise en moyenne 800 000 chômeurs de plus depuis janvier 2005, soit un point et demi de chômage. Destatis donne les explications suivantes à cet écart : d'une part, le caractère obligatoire de l'enquête et le mode d'interrogation en face-à-face augmentent le taux de réponse (supérieur à 95 % en moyenne annuelle) ; d'autre part la méthode d'échantillonnage est différente et la définition du concept de recherche d'emploi est moins restrictive que dans l'enquête MTS.

Avec la nouvelle série, la baisse du chômage BIT observée sur la période récente n'est pas remise en cause par la révision mais elle aurait débuté plus tard (fin 2005 contre début 2005) et serait de plus faible ampleur. Avec l'ancienne série, le chômage au sens du BIT avait ainsi diminué un peu en moyenne en 2005 (-50 000 personnes), puis plus nettement en 2006 (-460 000) ; au contraire, avec la nouvelle série il augmente beaucoup en moyenne en 2005 (+400 000) et recule moins fortement en 2006 (-350 000). En 2005, l'évolution du taux de chômage BIT est à présent plus cohérente avec les destructions d'emploi enregistrées (-0,5 %) et la modération salariale forte (baisse de 1,6 % des salaires réels). De plus, son profil concorde maintenant avec celui de la confiance des ménages, dont l'amélioration n'est visible qu'à partir de fin 2005. Après révision, le taux de chômage au sens du BIT s'élevait en avril 2007 à 8,5 % en Allemagne contre 6,4 % avant révision. À titre de comparaison, il était aussi de 8,5 % en France, et de 7,5 % dans la zone euro (taux harmonisés). ■

Ancienne et nouvelle série du taux de chômage BIT et taux de chômage national en Allemagne



* cf. note 2
Sources : Destatis, Bundesagentur für Arbeit

(1) Même si le chômage au sens du BIT, qui permet des comparaisons européennes, semble avoir de plus en plus de poids dans le débat public, l'indicateur le plus suivi en Allemagne a été jusqu'à présent le « taux de chômage national ». Y sont comptabilisés comme chômeurs les personnes inscrites à l'agence de l'emploi ayant un emploi de moins de 15 heures par semaine. Au sens du BIT, l'inscription à l'agence n'est pas nécessaire mais il ne faut pas avoir travaillé même une heure la semaine de référence pour être comptabilisé comme chômeur (cf. fiche « Chômage »).

(2) Destatis estimait alors que la réforme « Hartz IV », intervenue en 2005 et qui modifiait les règles d'indemnisation au chômage, aurait un impact d'ordre purement réglementaire sur les effectifs de demandeurs d'emploi inscrits à l'agence (cf. encadré de la fiche « Conjoncture de la zone euro » de la note de mars 2005).

(3) Créée en 2005, la nouvelle série fut rétropolée jusqu'en juin 2003. Avant cette date, l'ancien mode de calcul était conservé. Depuis avril 2007 et la suppression de l'enquête MTS pour des raisons d'ordre juridique, le taux de chômage BIT allemand était provisoirement estimé à partir des données administratives de l'agence de l'emploi.

(4) Les séries de l'enquête LFS en continu ne sont pas assez longues pour estimer une correction saisonnière, elles seront jusqu'en 2011 désaisonnalisées parallèlement aux séries de demandeurs d'emploi inscrits à l'agence. Pour plus de détail sur la rétropolation et la désaisonnalisation des nouvelles séries :

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/UNEMPLOY_GERMANY_2007/EN/UNEMPLOY_GERMANY_2007-EN.PDF.

(5) À terme, le calcul de l'emploi se ferait également à partir de l'enquête LFS (comme dans d'autres pays européens), mais les estimations des comptes sont pour l'instant jugées plus solides.

Encadré 2 : La France moins exposée que ses voisins à un ralentissement américain

Même si ce n'est pas le scénario le plus probable, le risque d'une récession outre-Atlantique a augmenté : à la crise immobilière qui fragilise l'économie américaine⁽¹⁾ se sont ajoutées les perturbations financières apparues cet été. Un tel choc aurait des conséquences négatives sur les autres économies, en particulier via le commerce extérieur. Des modèles économétriques VAR (Vector AutoRegressive models) fournissent une évaluation de ces conséquences. Un modèle VAR à trois variables (PIB américain, exportations nationales, PIB national) a ainsi été estimé sur la période 1981-2006 pour les trois principaux pays de la zone : Allemagne⁽²⁾, France et Italie. Pour chaque pays, les effets d'un recul de 1 % du PIB américain après plusieurs trimestres ont ensuite été calculés à l'aide de ce modèle.

En Allemagne, les exportations ralentiraient nettement (-0,9 point en cumulé) mais moins que celles de ses voisins : -1,3 point en France et -1,6 point en Italie (cf. graphique 1). Pourtant, le poids des États-Unis dans les exportations totales du pays est plus élevé en Allemagne (9 %) qu'en Italie (8 %) ou en France (7 %). L'élasticité des exportations à la demande américaine est plus faible en Allemagne qu'en France ou en Italie, peut-être parce que les produits allemands sont plus différenciés et donc moins susceptibles d'être substitués par des produits américains en cas de récession que les produits français ou italiens.

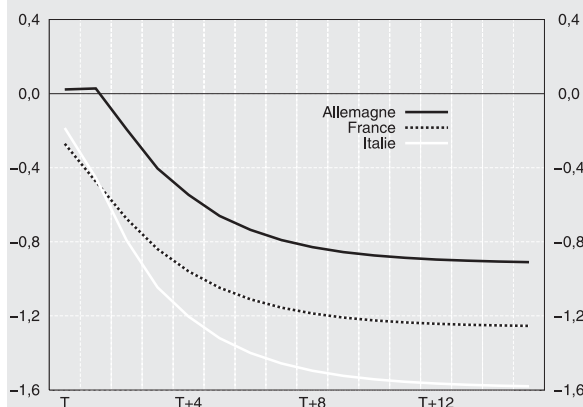
(1) Cf. encadré « Crises immobilières et récessions économiques aux États-Unis : y a-t-il un lien ? », Note de conjoncture de mars 2007 (p. 44).

(2) Avant 1991 : Allemagne de l'Ouest.

À l'inverse, le même recul du PIB américain provoquerait un repli immédiat de la croissance en Allemagne (-0,14 point), deux fois plus fort que celui observé en France (cf. graphique 2). L'Italie serait peu touchée immédiatement mais subirait un ralentissement plus marqué dès le trimestre suivant. Le recul italien dépasserait rapidement le repli français, et serait comparable à celui enregistré en Allemagne. À long terme, l'Allemagne et l'Italie seraient ainsi touchées de manière similaire : leur croissance serait amputée de 0,4 point en cumulé. La France serait un peu mieux protégée contre un ralentissement américain (-0,3 point).

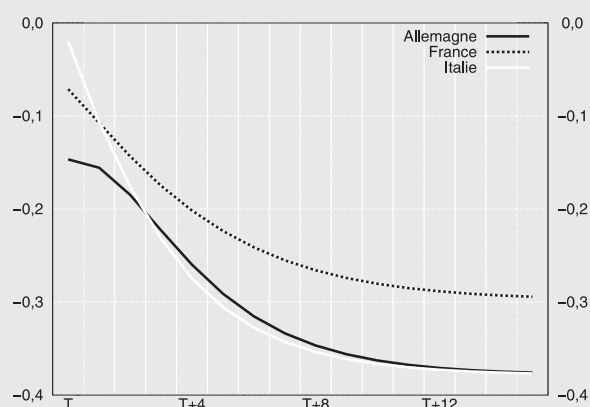
Ainsi, l'Allemagne serait autant touchée que l'Italie et plus que la France, alors que les exportations allemandes seraient moins affectées que les exportations italiennes et françaises par un recul du PIB américain. Cet apparent paradoxe s'explique par la part en valeur du commerce extérieur dans le PIB : elle est sensiblement plus élevée en Allemagne qu'en Italie ou en France (31 % en moyenne sur la période d'estimation contre 23 % en Italie et 24 % en France). Par conséquent, même si un ralentissement américain semble toucher moins fortement les exportations de l'Allemagne que celle de ses principaux voisins, la croissance du PIB allemand subirait néanmoins un recul équivalent ou supérieur à moyen terme, en raison de sa plus grande dépendance aux échanges extérieurs. ■

1 - Effet d'un ralentissement américain sur les exportations des principaux pays de la zone euro



Sources : BEA, Destatis, Insee, Istat, calculs Insee

2 - Effet d'un ralentissement américain sur le PIB des principaux pays de la zone euro



Sources : BEA, Destatis, Insee, Istat, calculs Insee

Note de lecture : les courbes représentent les fonctions de réponse - estimées par des modèles VAR à 3 variables - des exportations et du PIB des pays de la zone euro à un choc négatif de long terme de 1,0 % sur le PIB américain. Elles décrivent la réaction de ces variables au cours du temps à une baisse non anticipée de la croissance américaine. Par exemple, la croissance du PIB allemand diminuerait de 0,14 point de façon instantanée (toutes choses égales par ailleurs, cf. graphique 2), de 0,25 point en cumulé au bout de 4 trimestres, et de 0,4 point au total.

Prix à la consommation au sein de la zone euro

En zone euro, l'inflation a rebondi à 2,6 % en octobre 2007, après le point bas d'août, en raison de l'accélération des prix du pétrole et des matières premières. En fin d'année, les composantes volatiles de l'indice des prix (énergie et produits frais) continueraient de tirer vers le haut l'inflation d'ensemble, qui atteindrait 3,0 % en décembre. Puis, au cours du premier semestre de 2008, l'inflation diminuerait, pour s'établir à 2,7 % en juin.

L'inflation « sous-jacente », telle que mesurée par Eurostat, s'est stabilisée autour de 1,9 % depuis juin. Elle se réduirait progressivement jusqu'à la fin du premier semestre de 2008, au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA en Allemagne, intervenue au 1^{er} janvier 2007, se dissiperaient. L'inflation sous-jacente s'établirait ainsi à 1,7 % en juin 2008.

Glissement annuel des prix de l'énergie : +9,4 % en janvier 2008, +4,6 % en juin

Depuis le mois de septembre, l'inflation énergétique s'est envolée en zone euro. D'une part, le prix du baril de *brent* a flambé cet automne avec un pic au mois de novembre, alors que l'année dernière à la même époque, il avait chuté. D'autre part, les tarifs de l'électricité et du gaz ont crû de 3 % en moyenne en Italie et en Espagne au mois d'octobre. Au total, l'inflation des produits énergétiques atteindrait en fin d'année, 8,6 % en glissement annuel (cf. tableau 1).

Elle continuerait d'augmenter en janvier 2008, à +9,4 %. En effet, les principaux producteurs d'électricité allemands ont annoncé des hausses de tarifs pouvant atteindre +10 %, en raison de l'envolée de leurs coûts de production. Par la suite, le glissement annuel des prix de l'énergie se replierait à 4,6 % en juin (cf. tableau 1 et graphique 1), sous l'hypothèse d'un baril de *brent* se stabilisant à 90 dollars et d'un taux de change euro/dollar à 1,45.

L'inflation alimentaire attisée par les matières premières agricoles

Le prix de l'alimentation, qui inclut conventionnellement celui du tabac, a fortement accéléré entre juin et octobre, répercutant la flambée des cours des matières premières agricoles. Les effets de cette flambée se sont particulièrement fait ressentir en Allemagne où le glissement annuel du prix des produits alimentaires hors frais a fortement augmenté. Néanmoins, la hausse d'octobre 2006⁽¹⁾ du prix du tabac en Allemagne disparaît du calcul du glissement annuel, ce qui a atténué l'augmentation sur l'ensemble du poste alimentation. L'inflation alimentaire progresserait jusqu'à 4,4 % en décembre sous deux effets : l'inflation des matières premières reste soutenue et la baisse du prix des lé-

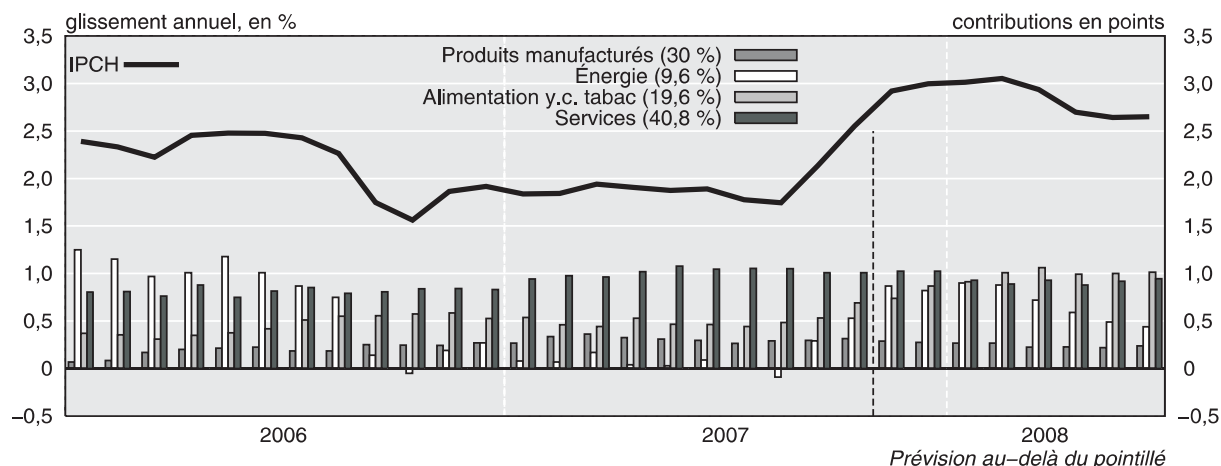
(1) L'augmentation du prix du tabac en Espagne, en janvier 2007, puis en France, en août 2007, ne suffisent pas à compenser cette disparition.

Tableau 1
Inflation de la zone euro

Secteurs (poids dans l'indice en 2007)	Glissements annuels						Moyennes annuelles		
	juin 2006	déc. 2006	juin 2007	oct. 2007	déc. 2007	juin 2008	2005	2006	2007
Ensemble (100,0 %)	2,5	1,9	1,9	2,6	3,0	2,7	2,2	2,2	2,1
Alimentation (alcools et tabacs inclus)(19,6 %)	2,2	2,7	2,4	3,5	4,4	5,2	1,6	2,4	2,8
dont Produits alimentaires (15,6 %)	2,0	2,6	2,1	3,8	4,9	6,0	0,7	2,3	2,7
Boissons alcoolisées et tabac (4,0 %)	2,8	3,2	3,6	2,5	2,5	2,1	4,9	2,7	3,4
Énergie (9,6 %)	11,0	2,9	0,9	5,5	8,6	4,6	10,1	7,7	2,5
Inflation sous-jacente (70,8 %)	1,5	1,5	1,9	1,9	1,8	1,7	1,4	1,4	1,9
dont Produits manufacturés (30,0 %)	0,7	0,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,3	0,6	1,0
Services (40,8 %)	2,0	2,0	2,6	2,5	2,5	2,3	2,3	2,0	2,5

Prévision
Sources : Eurostat, prévisions Insee

1 - Décomposition de l'inflation zone-euro : contribution des grands postes



Sources : Eurostat, prévisions Insee

gumes frais fin 2006, due à un automne inhabituellement doux, ne devrait pas se reproduire cette année.

L'inflation alimentaire continuerait de croître jusqu'en mars 2008 (+5,4 %). Elle s'infléchirait ensuite jusqu'en juin : le prix des produits frais avait augmenté au début du printemps 2007, alors qu'habituellement en cette saison il commence à se replier⁽²⁾. Néanmoins, la diminution de l'inflation alimentaire serait atténuée par la poursuite de l'accélération du prix des produits alimentaires à base de céréales et de lait. Au total, l'inflation alimentaire serait encore de 5,2 % en juin (cf. tableau 1).

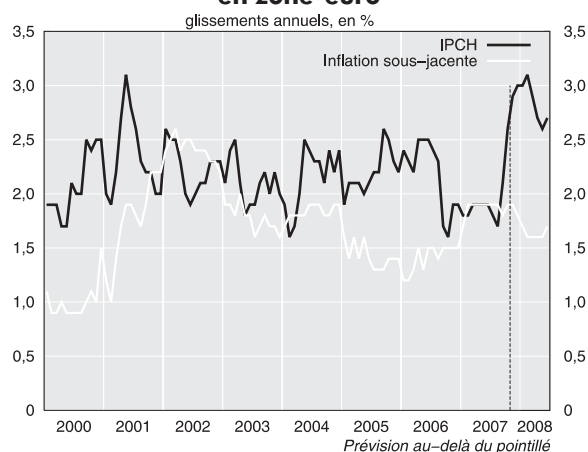
L'inflation sous-jacente diminuerait graduellement

Depuis le mois de juin, l'inflation sous-jacente, telle que mesurée par Eurostat, c'est-à-dire hors alimentation et énergie mais y compris taxes indirectes, est stable autour de 1,9 % en zone euro. Elle diminuerait graduellement jusqu'en juin 2008, au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA en Allemagne, intervenue au 1^{er} janvier 2007, se dissipent. En outre, les perspectives de ralentissement de la croissance et la diminution récente du taux d'utilisation des capacités de production contribueraient à infléchir l'inflation sous-jacente. Néanmoins, l'accélération passée du prix à la production des biens de consommation et la diffusion de la flambée du prix du pétrole devraient peser sur les prix sous-jacents. Au total, l'inflation sous-jacente se situerait à 1,7 % en juin (cf. tableau 1 et

graphique 2), c'est-à-dire un peu au-dessus du niveau auquel elle s'établissait avant la hausse de la TVA en Allemagne.

Depuis le début du second semestre de 2007, l'inflation des produits manufacturés s'est stabilisée autour de 1,0 %. Elle décroîtrait très légèrement, à 0,9 % en décembre. En effet, par anticipation de la hausse de la TVA en janvier 2007, les prix des produits manufacturés avaient commencé d'accélérer progressivement en Allemagne dès la fin de l'année 2006. Au premier semestre de 2008, l'inflation des produits manufacturés en zone euro poursuivrait cette légère décrue pour atteindre 0,8 % en juin 2008 (cf. tableau 1) : d'une part, le relèvement de la TVA en Allemagne au premier janvier 2007 avait été répercuté de façon graduelle au début de l'année 2007 ; d'autre part, les perspectives d'un léger ralentissement économique et l'infléchissement du taux d'utilisation des capacités, même s'il reste à un niveau élevé, favoriseraient à court terme un relâchement relatif des tensions sur les prix. Ce ralentissement serait atté-

2 - IPCH et inflation sous-jacente en zone-euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

(2) L'épisode de sécheresse du mois d'avril 2007 et la météo perturbée du début de mois de mai avaient nettement affecté la récolte de fruits et légumes en Europe et ainsi provoqué une hausse du prix des produits frais inhabituelle en ce début de deuxième trimestre.

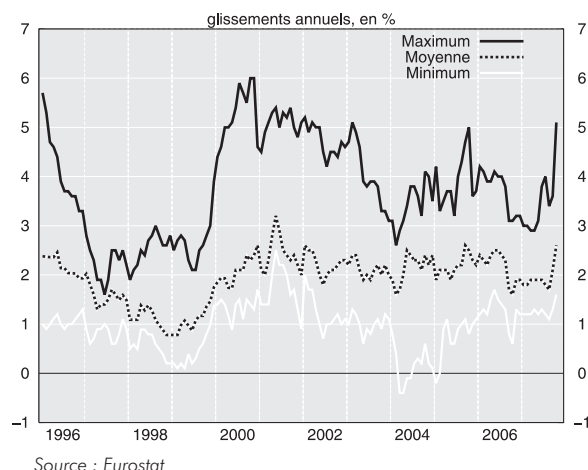
nué par l'accélération récente du prix à la production des biens de consommation et du prix du pétrole.

L'inflation des services s'est légèrement repliée, à 2,5 % en octobre. En effet, la diminution de l'euro-tarif⁽³⁾, décidée par la Commission européenne, a été suivie d'une baisse du prix des services de télécommunication en septembre et octobre 2007. La dissipation des effets de la hausse de la TVA en Allemagne permettrait la poursuite du repli de l'inflation des services en zone euro à l'horizon de la prévision. Les coûts salariaux dans ce secteur sont relativement stables depuis un an, et seraient donc neutres à court terme sur l'inflation. Au total, l'inflation dans les services s'établirait à 2,3 % à la fin du premier semestre de 2008 (cf. tableau 1).

Les écarts d'inflation entre les pays de la zone euro se creusent

Entre juin et octobre 2007, l'écart entre l'inflation la plus élevée et la plus basse au sein de la zone euro s'est creusé de 2,5 points à 3,5 points (cf. graphique 3), du fait de l'envolée du taux d'inflation de la Slovaquie⁽⁴⁾ (cf. tableau 2).

3 - Inflation au sein de la zone euro

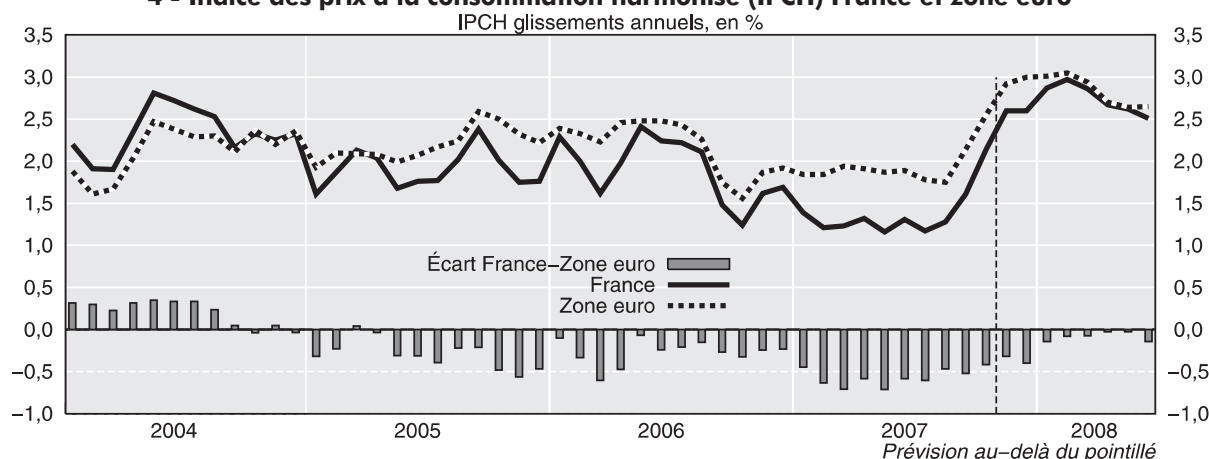


Sur la même période, l'écart d'inflation entre l'IPCH français et l'indice de la zone euro s'est stabilisé autour de -0,5 point (cf. graphique 4). Cet écart devrait se résorber au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA allemande disparaîtront du glissement. ■

(3) Prix des appels sur téléphonie mobile, en provenance ou à destination d'un pays de la zone euro.

(4) La Banque centrale slovène a estimé que l'inflation dans le pays était principalement liée à des facteurs internes. Le taux élevé de l'inflation sous-jacente en octobre le confirme (cf. tableau 2).

4 - Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) France et zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

Tableau 2
Inflations au sein de la zone euro

glissement annuel de l'IPCH, en %

	Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)		Inflation sous-jacente		Énergie	
	octobre 2006	octobre 2007	octobre 2006	octobre 2007	octobre 2006	octobre 2007
Allemagne	1,1	2,7	0,8	2,0	-0,2	6,3 (0,7)
Autriche	1,3	2,9	1,5	1,8	-1,8	7,8 (0,6)
Belgique	1,7	2,2	1,4	1,3	-0,2	4,3 (0,4)
Espagne	2,6	3,6	2,7	2,4	-1,9	7,0 (0,7)
Finlande	0,9	1,8	1,2	1,4	-4,5	5,3 (0,4)
France	1,2	2,1	1,5	1,6	-1,7	5,2 (0,5)
Grèce	3,1	3,0	2,7	2,6	-0,6	7,7 (0,5)
Irlande	2,2	3,0	2,9	2,0	-2,1	5,8 (0,5)
Italie	1,9	2,3	1,8	1,9	1,5	3,1 (0,3)
Luxembourg	0,6	3,6	2,0	2,1	-9,6	10,1 (1,1)
Pays-Bas	1,3	1,6	1,1	1,0	2,2	5,0 (0,5)
Portugal	2,6	2,5	2,5	1,8	-0,9	6,3 (0,6)
Slovénie	1,5	5,1	1,4	3,0	-0,9	5,4 (0,7)
Zone euro	1,6	2,6	1,5	1,9	-0,5	5,5 (0,5)

Note de lecture : dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses.

Sources : Eurostat, calculs Insee

Pétrole et matières premières

Après une première forte hausse au mois de septembre, le pétrole a continué d'augmenter aux mois d'octobre et de novembre (cf. graphique 1). Le 23 novembre, le baril de la mer du Nord (brent) a atteint un record historique à 96\$. Cette augmentation du prix résulte du maintien des tensions physiques sur le marché du pétrole au quatrième trimestre : la demande croît vivement, notamment au Moyen-Orient (+3,0 % au troisième trimestre) et en Chine, et l'Opep n'exploite pas toutes ses capacités additionnelles. Ces facteurs ont été renforcés par l'accentuation des tensions géopolitiques, qui accroît le risque d'une baisse de l'offre, et par une météo capricieuse, qui a perturbé l'extraction et l'acheminement de pétrole. Au premier semestre de 2008, les cours, toujours sensibles à l'évolution de la demande et aux tensions géopolitiques, resteraient volatils, autour d'un niveau moyen supposé proche de 90\$.

Au troisième trimestre de 2007, les cours des matières premières minérales ont subi une légère correction, après les fortes hausses du deuxième trimestre. À l'opposé, les prix des matières premières alimentaires ont continué d'augmenter. Au quatrième trimestre, les cours des matières premières poursuivraient leur hausse.

Un excès de demande de pétrole au troisième trimestre

Au troisième trimestre de 2007, la demande de pétrole, hors stocks, a excédé l'offre, selon les estimations de l'agence internationale de l'énergie, l'AIE (cf. tableaux 1 et 2). Au quatrième trimestre, le déséquilibre entre l'offre et la demande hors stocks devrait s'accroître : il devrait manquer 1,2 million de barils par jour. Cette différence résulte à la fois d'une forte croissance de la demande (+2,4 % en glissement annuel au quatrième trimestre) et d'une faible augmentation de la production.

Une demande en forte croissance au Moyen-Orient et en Chine

Au troisième trimestre, la demande mondiale de pétrole a augmenté (+0,8 % ; cf. tableau 2). Pour l'année 2007, les pays du Moyen-Orient et la Chine représenteraient chacun un tiers de la croissance de la demande, leur croissance économique n'étant que peu affectée par le ralentissement attendu aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, la circulation automobile a été moins intense du fait des prix pratiqués à la pompe et a contribué à une demande automnale moins forte cette année (-0,7 % en septembre par rapport à l'année der-

Tableau 1
Production* de pétrole brut et de gaz naturel liquide

	Moyennes trimestrielles								Moyennes mensuelles		
	2006		2007				2008		août 2007	sept. 2007	oct. 2007
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Opep excluant l'Irak											
Quotas de production hors Angola	28,0	28,0	28,0	26,8	26,8	27,3	-	-	28,0	28,0	28,0
Production de pétrole brut⁽¹⁾	29,5	28,8	28,4	28,2	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4	28,6	28,9
Irak ⁽¹⁾	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,3
Total Opep, production de NGLs ^(2,3)	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	5,0	5,1	5,3	4,8	4,8	5,0
Total (y compris NGLs^(2,3)) non Opep	49,4	49,9	50,4	50,1	49,6	50,4	51,4	51,0	49,4	49,6	49,6
dont : Amérique du Nord ⁽²⁾	14,2	14,2	14,4	14,4	14,2	14,3	14,4	14,2	14,0	14,3	14,3
Russie ⁽²⁾	9,8	9,8	9,9	10,0	10,1	10,1	10,1	10,2	10,1	10,1	10,1
Europe ⁽²⁾	5,0	5,3	5,4	5,0	4,8	4,9	4,9	4,6	4,6	4,8	4,9
Production totale	85,5	85,2	85,4	85,1	85,1	85,9	88,0	86,8	84,7	85,1	85,8

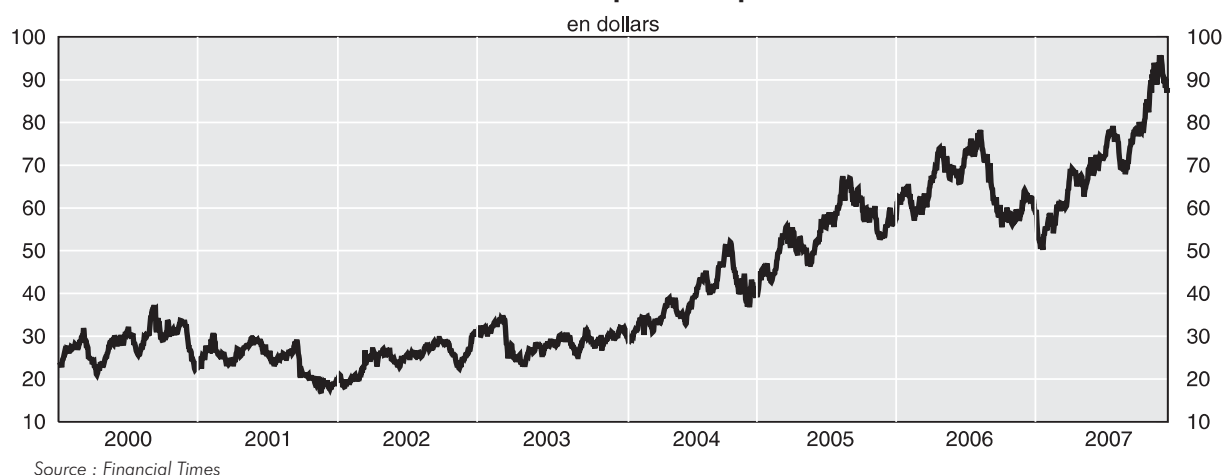
■ Prévisions

(1) Prévisions Insee (2) Prévisions de l'AIE (3) NGLs : gaz naturel liquide

* La production de pétrole brut affichée dans ce tableau tient compte de l'entrée de l'Angola dans l'Opep (effective depuis le 01/01/2007).

Sources : Agence internationale de l'énergie (rapport de novembre 2007), Insee

1 - Prix du baril de pétrole depuis 2000



nière). En Europe, les ménages auraient repoussé leurs achats de fioul de chauffage (-12,0 % en septembre par rapport à l'année dernière) en raison d'importantes réserves constituées lors de l'hiver doux de l'année dernière. En revanche, au Japon, une forte consommation d'électricité en raison d'une vague de chaleur a augmenté la demande en pétrole des centrales (+13,3 % en septembre en glissement annuel). Enfin, le gaz naturel viendrait se substituer au pétrole dont il ralentirait la demande. Le climat introduit un aléa important, à la hausse comme à la baisse, sur la vigueur de la demande pour les prochains trimestres.

l'augmentation des capacités de production annoncée par les pays du Golfe. Ces tensions entraînent une grande sensibilité des prix du pétrole à l'accroissement des tensions géopolitiques et aux accidents liés à la météorologie tels que ceux qui se sont produits depuis l'été.

Une faible augmentation de l'offre

En contrepartie, l'offre de pétrole n'a augmenté que légèrement au troisième trimestre. D'une part, les membres du cartel éprouvent moins de difficultés que dans les années 1980 à se coordonner pour restreindre la production, même si la réallocation des quotas intervenue au troisième trimestre de cette année pourrait susciter des tensions et réduire la discipline au sein du cartel. D'autre part, si les capacités additionnelles de production sont nettement supérieures à celles d'il y a deux ans (cf. graphique 2), elles seraient en train de se réduire. Cette réduction souligne le retard pris dans

2 - Marges mobilisables par l'OPEP (hors Irak)

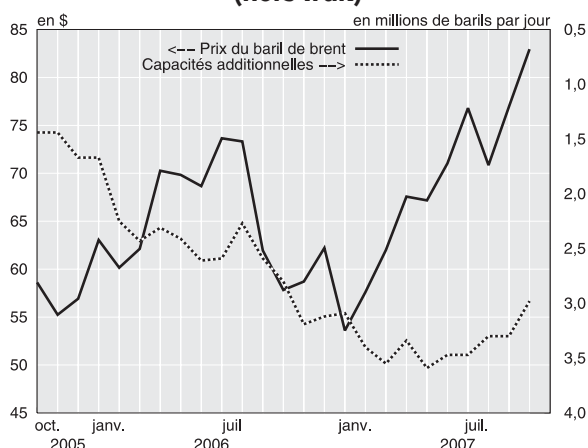


Tableau 2
Demande totale de pétrole, y compris gaz naturel liquide

en millions de barils par jour

	Moyennes trimestrielles								Variations trimestrielles, en %							
	2006		2007				2008		2006		2007				2008	
	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.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Amérique du Nord	25,5	25,4	25,7	25,4	25,5	25,4	25,9	25,6	1,8	-0,6	1,2	-0,9	0,1	-0,1	1,8	-1,0
Europe	16,3	16,5	16,1	15,7	16,2	16,5	16,5	16,0	2,1	1,0	-2,2	-2,4	2,9	2,2	-0,4	-3,2
Chine	7,2	7,2	7,3	7,7	7,5	7,8	7,7	8,1	-1,6	0,4	1,0	5,5	-2,5	3,6	-0,4	4,7
Monde	84,3	85,5	85,8	84,7	85,3	87,1	88,2	86,5	1,1	1,3	0,4	-1,4	0,8	2,1	1,2	-2,0

Prévisions
Source : Agence internationale de l'énergie (rapport de novembre 2007)

Des tensions géopolitiques accrues

Les craintes d'interruption de l'acheminement du pétrole irakien ont nourri deux hausses de prix au mois d'octobre : une première hausse a commencé le 9 octobre (+8\$ en 8 jours), à l'annonce par le Premier ministre turc d'une possible incursion transfrontalière en Irak contre le PKK, le parti des travailleurs du Kurdistan ; le second choc a débuté le 23 octobre (+7\$ en 5 jours), lorsque le Premier ministre turc a évoqué l'éventualité d'une opération militaire conjointe avec les États-Unis contre le PKK. Le mouvement indépendantiste est accusé d'avoir des bases arrières au Kurdistan irakien, une des principales zones de champs de pétrole dans la région. En outre, le seul pipeline de ce bassin (Kirkuk-Ceyhan) passe par la Turquie ; 600 000 barils y transitent chaque jour.

Par ailleurs, en réponse à la poursuite du programme nucléaire iranien, l'administration américaine a gelé des avoirs de banques et de dirigeants iraniens. En représailles, un responsable du régime de Téhéran a averti que des miliciens islamistes pourraient lancer des opérations suicides dans le Golfe. Dans le pire des scénarios, le régime iranien pourrait bloquer le détroit d'Ormuz par lequel transite environ 20 % de la production mondiale.

Enfin, au Nigéria, après une période d'apaisement cet été (réouverture du pipeline de Nembe et exploitations des champs pétrolifères de Forcados et Escravos), les attentats contre les ressortissants étrangers et les installations pétrolières ont repris. Le Mend, mouvement indépendantiste du delta du Niger, a enlevé sept employés de Shell puis a attaqué une installation d'ENI. La production pourrait de nouveau diminuer dans cette région.

Une météo capricieuse...

À ces tensions se sont ajoutées des conditions météorologiques qui ont compliqué l'extraction et l'acheminement de pétrole aux troisième et quatrième trimestres. Au début du mois de novembre, une tempête dans le nord de l'Europe a interrompu la production (330 000 barils par jour). Auparavant, à la fin d'octobre, la compagnie Pemex, entreprise nationale mexicaine, avait déjà diminué de 600 000 barils par jour sa production à cause d'une tempête tropicale dans le golfe du Mexique. Le mauvais temps a aussi interrompu les livraisons de pétrole à partir des ports mexicains à destination des États-Unis. Cet arrêt a contribué à la baisse des stocks américains. Le baril de brut a gagné 5\$ en trois jours, fin octobre.

De manière structurelle, les États-Unis sont plus sensibles aux conséquences des aléas climatiques sur l'acheminement des produits raffinés, dont les importations ont augmenté. D'une part, leur capacité de raffinage n'augmente pas aussi vite que leur consommation. D'autre part, les pétroliers améri-

cains ne modernisent que lentement les raffineries : en raison de nouvelles normes écologiques plus contraignantes, les investissements d'amélioration ou de construction de nouvelles raffineries sont plus coûteux. De surcroît, les raffineries ne sont pas non plus équipées pour traiter les pétroles lourds ou sulfureux, alors que l'usage de ce type de pétrole est appelé à s'étendre, les champs de pétrole léger se raréfiant. Les États-Unis doivent donc importer de plus en plus de produits pétroliers raffinés, et toute perturbation de l'acheminement, en particulier du fait de la météo, entraîne une baisse des stocks d'essence.

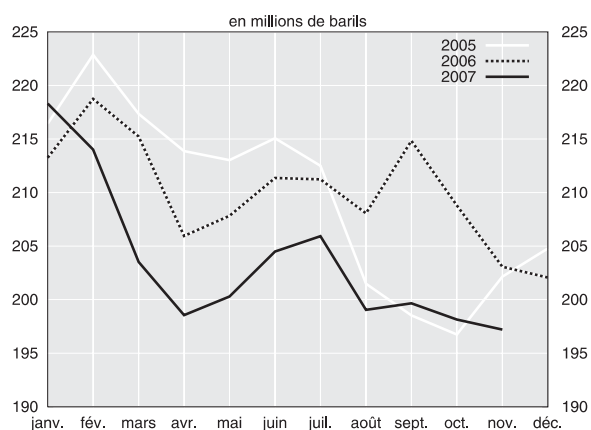
... qui contribue au faible niveau des stocks d'essence

Le niveau des stocks d'essence aux États-Unis (cf. graphique 3) a d'ailleurs attiré l'attention des investisseurs. Au mois d'août, ces stocks étaient à leurs plus bas niveaux par rapport à ceux des mois d'août des trois dernières années. Au mois de septembre, ils ont légèrement augmenté. Ils ont à nouveau diminué en octobre puis ont atteint en novembre le plus bas niveau depuis deux ans. Cette baisse suscite d'autant plus d'inquiétude que l'automne est une période traditionnelle de reconstitution des stocks d'essence : il succède à la *driving season*, pendant laquelle la consommation d'essence des Américains augmente transitoirement du fait des départs en vacances.

Un baril à 90\$ pour la fin de l'année

D'ici à juin 2008, les cours du pétrole fluctueraient autour de 90\$. Divers aléas à la hausse accompagnent cette hypothèse : les tensions à la frontière entre la Turquie et l'Irak, l'activité de sabotage de la rébellion nigériane et le rythme de reconstitution des stocks américains d'essence. À l'inverse, le ralentissement de l'économie américaine pourrait entraîner une diminution de la demande de pétrole

3 - Stocks commerciaux américains d'essence



Source : Institut américain du pétrole

et faire refluer les prix de l'or noir. L'AIE a ainsi revu à la baisse sa prévision de demande mondiale pour la quatrième trimestre (cf. tableau 2). De plus, sur les marchés, les produits à terme coûtent moins cher que le spot, prix du pétrole actuel, traduisant des anticipations de baisse des cours.

Légère correction des cours des matières premières

Après des fortes hausses au deuxième trimestre de 2007, les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont reculé au troisième trimestre (-2,2 %). La baisse des prix des matières premières industrielles (-5,9 %) a été amoindrie par l'inflation des matières premières alimentaires (+9,3 %, cf. graphique 4).

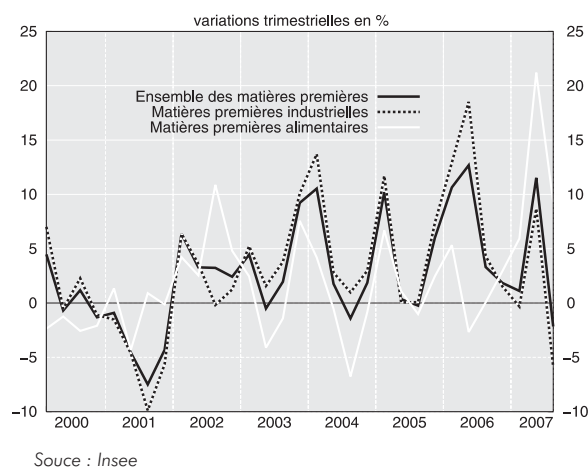
Cette dernière a prolongé l'envolée du deuxième trimestre (+21,2 %), d'où une progression de 40 % en glissement annuel. Les cours des oléagineux ont flambé au deuxième trimestre (+41,7 %) et continué leur progression à un rythme moins élevé au troisième trimestre (+15,0 %). Parmi les oléagineux, seuls les cours de l'huile d'olive ont baissé au cours du troisième trimestre (-8,7 %). Les denrées tropicales ont aussi contribué à la hausse, tandis que les céréales et le tabac ont contribué à la baisse. Le prix du sucre a augmenté au troisième

trimestre de 2007 (+5,3 %) et semble sorti de la phase de baisse entamée au deuxième trimestre de 2006 en raison de la surproduction mondiale.

À l'inverse, les prix des matières premières industrielles se sont repliés (-5,9 %) : les cours des minéraux ont diminué (-8,2 %), après s'être appréciés au deuxième trimestre (+10,2 %). Les métaux non ferreux sont les principaux contributeurs de cette évolution heurtée (-9,4 %, après +12,4 %). Au troisième trimestre, l'évolution des cours des métaux non ferreux est hétérogène : le prix du nickel a chuté en raison de l'écèlement de la bulle spéculative qui s'était formée au début de l'année (-37,3 %) et ceux du titane et du zinc ont aussi diminué (respectivement -29,5 % et -12,2 %) ; à l'inverse, le cours du plomb a augmenté (+44,5 %) tiré par la forte demande chinoise (+21,2 % en 2007) et la restriction des exportations décidées par les deux principaux producteurs, la Chine et l'Indonésie. Les métaux précieux se sont légèrement dépréciés (-0,7 %). Seul l'or s'est apprécié (+2,1 %) : les turbulences financières ont confirmé son statut de valeur refuge.

Cette baisse des cours des matières premières minérales a été amortie par la hausse des prix des matières agro-industrielles (+4,1 %). Les prix du coton ont augmenté au troisième trimestre (+16,9 %) en raison du déséquilibre croissant entre l'offre et la demande. De plus, des pluies en Chine et en Inde ont affecté les récoltes.

4 - Indices des prix des matières premières hors énergie importées par la France



Pour le quatrième trimestre de 2007, l'indice des matières premières hors énergie importées par la France devrait augmenter, selon les premières informations. D'une part, les matières alimentaires continueraient de s'apprécier : la réallocation des cultures au niveau mondial vers les semences les plus rentables, celles utilisées dans la confection de biocarburant, diminue l'offre, et un climat peu clément a endommagé certaines récoltes, tandis que la demande mondiale demeure vigoureuse, en particulier la demande chinoise (cf. encadré « L'envolée des prix alimentaires nourrit l'inflation »). D'autre part, les prix des matières premières minérales repartiraient à la hausse en fin d'année, après la correction à la baisse des cours des métaux non ferreux au troisième trimestre. ■

Tableau 3
Prix du baril de Brent

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2006		2007				2008		2006	2007	2008 ac.
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Baril de «brent daté» en dollars	69,6	59,6	57,7	68,6	74,87	90,0	90,0	90,0	75,1	72,8	90,0
Taux de change euro-dollar	1,27	1,29	1,31	1,35	1,38	1,45	1,45	1,45	1,26	1,37	1,45
Baril de «brent daté» en euros	54,8	46,2	44,1	50,8	54,4	62,1	62,1	62,1	51,9	52,8	62,1

■ Prévisions
Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

Marchés financiers

La crise sur le marché des prêts hypothécaires les plus risqués (prêts dits « subprime ») aux États-Unis affecte les marchés monétaires depuis le mois d'août : les taux à trois mois sont inhabituellement supérieurs aux taux directeurs des banques centrales ; des comportements de fuite massive vers la qualité ont fait fortement baisser les taux obligataires publics. Certains établissements de crédit sont en outre lourdement touchés, et les conditions de financement des entreprises et des ménages se durcissent. Malgré les injections de liquidité des banques centrales, les perturbations financières persistent, et se sont même accrues début décembre. Aux États-Unis et dans la zone euro, l'écart entre les taux du marché monétaire à 3 mois et le taux directeur devrait toutefois se réduire progressivement au fur et à mesure que l'information sur l'implication des différents acteurs sur les marchés à risque se fera plus précise. Les taux longs américains et européens se stabiliseraient sur l'horizon de prévision, ce qui traduirait une certaine normalisation après l'épisode de fuite vers la qualité.

La Fed et la BCE font face à des contraintes différentes. Aux États-Unis, la banque centrale devrait privilégier la lutte contre le ralentissement de l'économie américaine et baisser de nouveau les taux directeurs avant juin prochain après les avoir baissés le 11 décembre 2007. La banque centrale européenne devrait maintenir inchangés ses taux, bien qu'une hausse ne soit pas exclue si les tensions inflationnistes persistent. Toutefois, la spectaculaire appréciation de l'euro par rapport au dollar depuis août limite les marges de baisse de taux pour la Fed et pousse à l'inverse à une politique monétaire plus souple dans la zone euro.

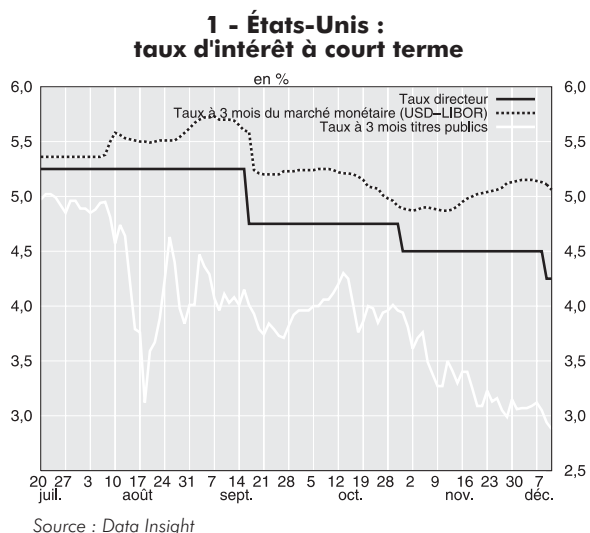
Sur les marchés des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue est de 1,45 dollar pour un euro.

Les tensions sur le marché monétaire persistent

Aux États-Unis, les perturbations financières continuent d'être à l'œuvre fin 2007. En témoigne l'écart entre les taux à 3 mois du marché monétaire (USD-LIBOR) et le principal taux directeur : 81 points de base le 12 décembre, sensiblement au-dessus de l'écart moyen de long terme⁽¹⁾. L'écart entre le taux à 3 mois des titres publics et le taux des Fed Funds a également augmenté, indiquant que le mouvement de fuite vers la qualité n'est pas terminé (cf. graphique 1).

De nombreuses incertitudes demeurent également sur l'ampleur de l'impact de la crise financière sur les comptes des banques et donc sur les provisions restant à passer par celles-ci pour les trimestres à venir : elles sont de nature à entretenir au moins provisoirement les tensions actuelles sur les marchés monétaires.

Dans la zone euro, l'écart entre le taux à 3 mois du marché monétaire (Euribor) et le taux directeur était, le 12 décembre, à son plus haut niveau depuis le début de la crise (95 points de base).



(1) Calculé depuis le milieu de l'année 1990, l'écart moyen de long terme s'élève à 25 points de base environ. Le niveau du 12 décembre est toutefois sensiblement inférieur au maximum atteint fin 1990 (125 points).

Les conditions de financement se durcissent en conséquence pour les entreprises et les ménages

Aux États-Unis, les conditions de distribution du crédit se sont durcies depuis le mois de juillet, selon le *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* réalisé par la Fed au mois d'octobre 2007. Dans la zone euro, selon le *Bank Lending Survey*, au troisième trimestre de 2007, les conditions de crédit aux entreprises se sont nettement resserrées après une période marquée par des conditions stables ou plus favorables. Ce resserrement est également perceptible, quoique atténué, pour les crédits immobiliers aux ménages. À l'horizon du quatrième trimestre de 2007, le durcissement des conditions de crédit devrait se poursuivre.

S'agissant des émissions obligataires, comme l'illustre le cas de l'Allemagne (cf. graphique 2), les écarts entre obligations des sociétés non financières et titres publics se sont fortement creusés depuis l'été : ils dépassent 100 points de base en Allemagne.

En France, la demande pour les crédits à l'habitat a ralenti au troisième trimestre de 2007, selon l'enquête menée par la Banque de France auprès des banques pour la distribution du crédit. Le niveau élevé des prix immobiliers ainsi que les conditions plus exigeantes des prêteurs contribuent à son moindre dynamisme. Côté offre, les critères d'octroi de ces prêts ont été resserrés. Pour le quatrième trimestre, les banques prévoient de poursuivre ce resserrement et s'attendent à un nouveau fléchissement de la demande.

Pour ce qui concerne les crédits aux entreprises, au troisième trimestre l'offre a été un peu contrainte par le léger durcissement des critères d'octroi, alors que la demande a été stable. Les banques s'attendent à ce que ces tendances se poursuivent au quatrième trimestre. Pour la première fois depuis les débuts de l'enquête (au quatrième tri-

mestre de 2002), elles mentionnent les difficultés d'accès aux financements de marché et à la liquidité pour justifier ce durcissement.

Ces diverses évolutions se reflètent dans les mouvements de l'endettement intérieur total dont la croissance continue de fléchir en octobre, quoique légèrement : 9,4 % après 9,5 % en septembre et 9,7 % en août. Ce fléchissement provient des sociétés non financières (12,2 % en octobre après 12,9 % en septembre), alors que la progression de l'endettement des ménages (10,9 % après 10,8 %) et des administrations publiques (5,1 % après 5,0 %) varie peu.

Les taux longs devraient toutefois se stabiliser aux États-Unis et dans la zone euro

Au cours des deux premiers trimestres de 2008, l'écart entre les taux du marché monétaire à 3 mois et le taux directeur devrait se normaliser. Dans le cas des taux américains, les déterminants des taux (croissance, inflation, anticipations de taux courts, etc.) seraient globalement stables au cours des deux premiers trimestres de 2008. Au total, les taux longs américains et européens devraient se stabiliser à des niveaux proches (respectivement +4,3 % et +4,2 % en moyenne).

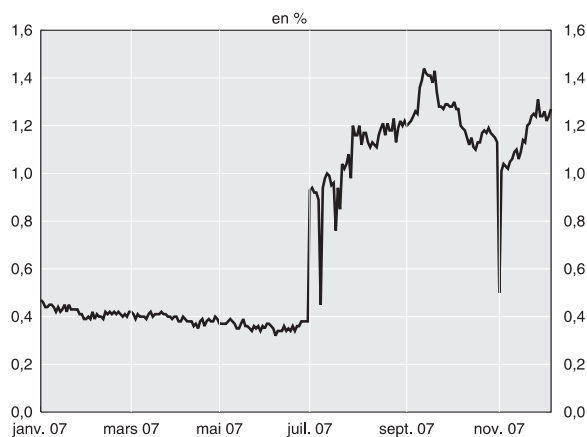
Les banques centrales doivent tenir compte de contraintes différentes

La réaction des banques centrales à la crise monétaire ne s'est pas fait attendre : injection importante et prolongée de liquidités sur les marchés en difficulté (éventuellement concertée comme cela a été le cas le 12 décembre), nouvelle baisse de taux directeur aux États-Unis le 11 décembre et interruption par la BCE du cycle de hausse entamé en 2005. Mais ces actions n'ont pas encore permis une totale normalisation.

L'irruption des perturbations financières cet été a ainsi amené la Fed à baisser ses taux directeurs de 100 points de base par rapport au mois d'août 2007 et la BCE à maintenir le statu quo sur les siens (cf. graphique 3). Au fur et à mesure que ces tensions s'apaiseront, l'analyse purement macroéconomique des banques centrales en termes d'activité et d'inflation devrait retrouver ses droits.

De ce point de vue, la baisse de l'activité économique plaiderait pour des politiques monétaires accommodantes alors que les tensions inflationnistes justifieraient plutôt un durcissement. Enfin, une éventuelle prise en compte de la dépréciation du dollar jouerait à la hausse sur les taux aux États-Unis et à la baisse dans la zone euro.

2 - Allemagne : écarts des émissions obligataires des sociétés non financières par rapport aux émissions publiques



Source : Bundesbank

Les risques inflationnistes à moyen terme sont notamment liés à l'accélération du prix des matières premières. Le Président de la BCE a jugé « particulièrement inquiétante » la hausse de l'inflation en octobre (+2,6 % en glissement annuel) qui s'est accrue en novembre (+3,0 %) tout en déclarant que cette « bosse devrait rester transitoire ». De plus, la croissance de la masse monétaire M3 est restée dynamique en octobre, à +12,3 %. Aux États-Unis, le glissement annuel des prix à la consommation s'est élevé à +3,5 % en octobre. La dépréciation du dollar devrait de surcroît y générer de l'inflation importée, alors que l'appréciation de l'euro permet de limiter l'inflation importée dans la zone euro.

Les mouvements de taux de change suscitent un débat, particulièrement dans la zone euro puisque l'appréciation marquée de l'euro dégrade significativement la compétitivité-prix de la zone. En effet, l'euro s'est apprécié à des niveaux inédits : il a franchi la barre des 1,47\$ début novembre après les déclarations de responsables chinois laissant entendre que leur pays pourrait diversifier ses réserves de change au détriment du dollar, puis il a dépassé ponctuellement 1,49\$. La stabilité des taux directeurs européens conduirait à un renchérissement probable de la devise européenne par rapport au dollar si la Fed est amenée à baisser encore ses taux. Des interventions concertées, si elles restent encore très hypothétiques, ne sont toutefois pas à exclure.

Compte tenu du ralentissement potentiellement marqué de l'économie américaine, la Fed pourrait de nouveau baisser ses taux, au premier semestre de 2008. Le fléchissement de la croissance dans la zone euro étant moins marqué qu'aux États-Unis, le *statu quo* semble aujourd'hui l'hypothèse la plus crédible s'agissant des taux directeurs en zone euro, où l'inflation dépasse la cible fixée par la BCE mais où le ralentissement attendu de l'activité devrait progressivement faire baisser l'inflation sous-jacente.

La Banque d'Angleterre, après avoir baissé son principal taux directeur de 25 points de base le 6 décembre, pourrait procéder à une nouvelle baisse au cours du premier semestre de 2008, du fait du ralentissement attendu de l'activité et d'un impact potentiellement important de la crise financière. Quant à la Banque centrale du Japon, l'absence de hausse de l'inflation et le ralentissement de l'activité plaideraient pour le *statu quo*. Toutefois, la Banque du Japon continue de manifester l'intention d'utiliser toute opportunité pour augmenter ses taux afin d'éviter qu'un niveau trop bas des taux d'intérêt n'entraîne une mauvaise allocation des ressources.

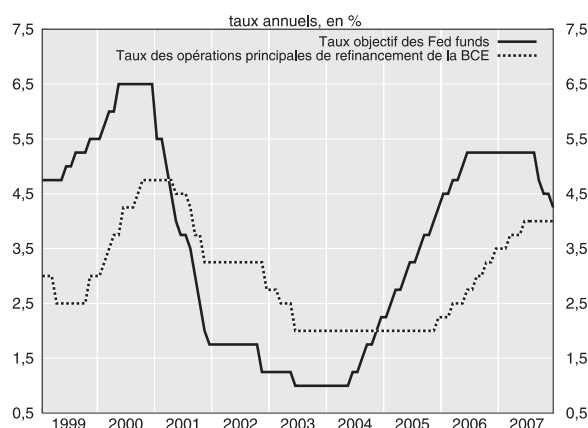
L'euro devrait se maintenir à un niveau élevé face au dollar

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar, régulière depuis le début de l'année 2006, s'accroît depuis août 2007 (cf. graphique 4). La hausse par rapport à la livre sterling est plus récente : au cours du mois de septembre, l'euro est ainsi passé de 0,68£ à 0,70£ environ pour atteindre ensuite 0,72£ le 5 décembre. À l'inverse, par rapport au yen, l'appréciation de l'euro s'est interrompue au cours de l'été.

En termes de taux de change effectif, la hausse n'était que de +3,2 % entre août et novembre 2007, contre +7,8 % pour le taux de change nominal euro/dollar sur la même période.

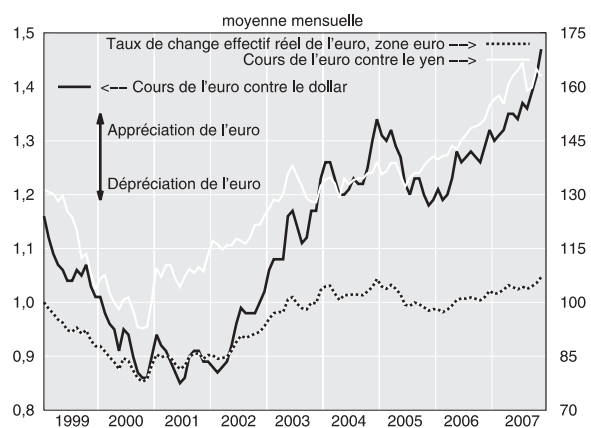
L'hypothèse conventionnelle de prévision retenue, qui repose sur les niveaux récents, conduit à retenir le niveau d'un euro pour 1,45 dollar.

3 - Taux directeurs de la FED et de la BCE



Sources : FED, BCE

4 - Taux de change



Sources : DGTPE, Daily Financial Press

Les cours boursiers sont orientés à la baisse

Depuis la fin du mois d'octobre, la plupart des bourses reprennent une orientation à la baisse, suite notamment aux mauvais résultats et aux provisions passées par un certain nombre d'établissements financiers (Citigroup, Merrill Lynch, etc.), aux problèmes du secteur immobilier et aux incertitudes sur l'évolution de la crise financière. La plupart des indices se situent ainsi à des niveaux proches, voire inférieurs à ceux du début de l'année (cf. graphique 5).

La question de la poursuite de la baisse sur les marchés boursiers reste ouverte. Aux États-Unis, le PER (price earning ratio⁽²⁾) atteint 18,7 le 28 novembre

2007, contre environ 14 en zone euro : la valorisation boursière reste donc supérieure à ses fondamentaux aux États-Unis où la moyenne de long terme est de 15, alors qu'elle n'en est pas éloignée en zone euro⁽³⁾ et que les pressions baissières sur le dollar renforcent le caractère potentiellement surévalué de la bourse américaine relativement aux autres bourses mondiales.

Dans le cas de la zone euro, le PER se situe à un niveau proche de sa moyenne⁽⁴⁾ et la probabilité que la valorisation soit revue à la baisse semble moindre qu'aux États-Unis. Il convient toutefois de nuancer ce propos, du fait du risque de contagion d'une correction boursière des États-Unis vers la zone euro. ■

(2) Ce ratio rapporte la capitalisation boursière d'une entreprise à ses bénéfices. Il peut s'interpréter comme le nombre d'années théoriques nécessaires pour que la somme des bénéfices annuels égale le prix d'achat, ou comme les anticipations de bénéfices futurs rapportées aux bénéfices présents.

(3) À ce sujet, cf. F. Montagné (2007) : « Valorisation des actions et des marchés boursiers par la méthode des multiples », Trésor-éco, n° 22, octobre.

(4) Les séries longues sur indices européens ne sont pas disponibles avant le début des années 1970. La moyenne a donc été calculée depuis cette période.

5 - Indices boursiers

