

Dossiers



2007, année de transition

Pierre-Olivier Beffy
Laurent Clavel
Benoît Ourliac
Frédéric Tallet

Guy Lalanne
Vincent Marcus
Olivier Simon
Marguerite Sylvander

Divisions :

- **Synthèse conjoncturelle**
- **Croissance et politiques macroéconomiques**

En 2007, les chocs économiques auront été d'une ampleur conséquente : le baril de pétrole de la mer du Nord (Brent) a dépassé les 95 \$ en fin d'année alors qu'il se négociait autour de 50 \$ en janvier ; la hausse du prix des matières premières alimentaires a été aussi inattendue que spectaculaire, la brusque accélération de la demande des pays émergents se conjuguant à un déficit de l'offre (incidents climatiques, éviction des cultures destinées à l'alimentaire au profit des biocarburants) ; le marché des changes a poussé l'euro de 1,31 \$ à plus de 1,47 \$; enfin, la crise immobilière américaine, au-delà de son impact direct sur la croissance aux États-Unis, a provoqué une crise financière internationale à partir de l'été. Malgré ces chocs, la croissance mondiale a bien résisté en 2007 : tout d'abord la consommation des ménages américains n'a pas flanché ; ensuite l'activité des pays émergents a été très vigoureuse ; enfin la croissance en zone euro a dépassé sa moyenne des dernières années.

La croissance française a elle aussi plutôt bien résisté : l'écart de croissance avec nos partenaires européens, qui s'était creusé en 2006, s'est quasiment résorbé en cours d'année, même s'il a persisté en moyenne sur 2007. La croissance a été par exemple la même, trimestre après trimestre, en France et en Allemagne. L'économie française a en effet bénéficié d'une demande intérieure dynamique. En outre, l'amélioration sur le marché de l'emploi s'est traduite par la création de plus de 350 000 emplois en 2007. En revanche, le déficit de compétitivité de la France continue de peser sur ses échanges extérieurs : le solde commercial en produits manufacturés s'est en particulier fortement dégradé avec nos partenaires de la zone euro. Enfin, la hausse prononcée des prix du pétrole et des matières premières alimentaires a commencé à peser sur l'inflation dès la mi-2007.

Tout comme pour l'économie mondiale, 2007 pourrait se révéler être une année de transition pour la France. La croissance de l'économie française est en effet restée dans la lignée de 2006, mais les chocs qui ont commencé à l'affecter en 2007 devraient faire davantage sentir leurs effets en 2008.

Crise immobilière américaine et crise financière internationale

Aux États-Unis, la crise immobilière s'est aggravée...

Malgré un léger rebond des mises en chantier en début d'année, la crise immobilière américaine amorcée fin 2005 s'est aggravée en 2007 : l'investissement résidentiel a reculé de près de 17 % sur l'ensemble de l'année (après -4,6 % en 2006). La dégradation rapide et importante du marché immobilier a surtout fait craindre un ralentissement brutal de l'économie américaine⁽¹⁾, par contagion à d'autres composantes de la demande intérieure⁽²⁾.

...et a débouché sur une crise financière

La montée des difficultés sur le segment « *subprime* » du crédit immobilier hypothécaire américain a provoqué une crise financière à partir de la mi-août : du fait de la complexité accrue des instruments financiers et de la diffusion du risque à de nombreux intervenants, la hausse des défauts sur ce segment étroit du crédit a fini par entraîner une défiance quasi générale sur l'ensemble des marchés financiers. La liquidité sur les marchés monétaires s'est fortement réduite, poussant à la hausse les taux des marchés monétaires, tandis qu'un vaste mouvement de fuite vers la qualité tirait à la baisse le rendement des titres publics.

Pour faire face à cette crise, les banques centrales ont tout d'abord injecté des liquidités, puis ont donné un tour moins restrictif à leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine a ainsi baissé son principal taux directeur à trois reprises, le ramenant à 4,25 % en fin d'année⁽³⁾. La Banque centrale européenne a pour sa part renoncé à remonter ses taux.

Les banques centrales ont réduit les tensions sur les marchés monétaires

Les turbulences financières ont malgré tout persisté tout au long du second semestre de 2007. Elles se sont même accrues fin novembre : l'écart entre les taux à trois mois du marché monétaire et les taux directeurs est resté élevé aux États-Unis comme en zone euro. Les banques centrales américaine, britannique, canadienne, européenne et suisse sont intervenues de manière coordonnée le 12 décembre. La Réserve fédérale américaine a notamment créé un nouveau système d'allocation par enchères (« *Term Auction Facility* »). Ce système a fourni des liquidités à toutes les institutions de dépôt répondant aux critères d'emprunt au taux d'escompte. Il a joué un rôle décisif dans la réduction des tensions sur les marchés monétaires.

Inflation mondiale

En 2007, les prix du pétrole ont flambé...

Après une légère accalmie en janvier, le prix du baril de *Brent* a fortement augmenté en 2007, passant d'environ 55 \$ en début d'année à près de 100 \$ en fin d'année. Après un premier bond au mois de septembre, les cours pétroliers ont en effet de nouveau augmenté en octobre et en novembre. Cette hausse a résulté de tensions physiques : la demande croît vivement, notamment au Moyen-Orient et en Chine, et l'Opep n'exploite pas toutes ses capacités additionnelles. Elle a été renforcée par l'accentuation des tensions géopolitiques et par une météorologie capricieuse, qui a perturbé l'extraction et l'acheminement de pétrole.

(1) Voir : « Crise immobilière et récession économique aux États-Unis : y a-t-il un lien ? » ; encadré de la *Note de conjoncture* de mars 2007.

(2) Voir : « Richesse patrimoniale et consommation : un lien ténu en France, fort aux États-Unis » ; dossier de la *Note de conjoncture* de décembre 2007.

(3) En janvier 2008, la dégradation supplémentaire des perspectives aux États-Unis a conduit la Réserve fédérale à baisser encore son taux directeur de 125 points de base en 8 jours.

... tout comme les prix des matières premières alimentaires

En hausse depuis la mi-2006, les cours des matières premières alimentaires se sont réellement envolés depuis le début de 2007, pour des raisons à la fois conjoncturelles (incidents météorologiques) et structurelles (vive progression de la demande et production de biocarburant diminuant les surfaces destinées à l'alimentation)⁽⁴⁾. La flambée des matières premières alimentaires, combinée à la hausse du prix du pétrole, a poussé l'inflation à la hausse dans les pays développés et plus encore dans les pays émergents, malgré le ralentissement de l'économie mondiale.

Résistance des économies émergentes

Les économies émergentes résistent

La vigueur de l'économie chinoise ne s'est pas démentie en 2007 : sa croissance a de nouveau dépassé 10 %. L'activité est restée portée par le dynamisme de l'investissement et par un commerce extérieur toujours florissant (excédent commercial de plus de 260 milliards de dollars, soit une progression de +47 % par rapport à l'année précédente). De même, l'activité est restée très dynamique en Inde et en Russie (croissance de l'ordre de +8 % en rythme annuel), ainsi qu'au Brésil (+6 % en rythme annuel). Le ralentissement mondial est ainsi plutôt le fait des économies avancées.

Ralentissement graduel de l'activité en zone euro

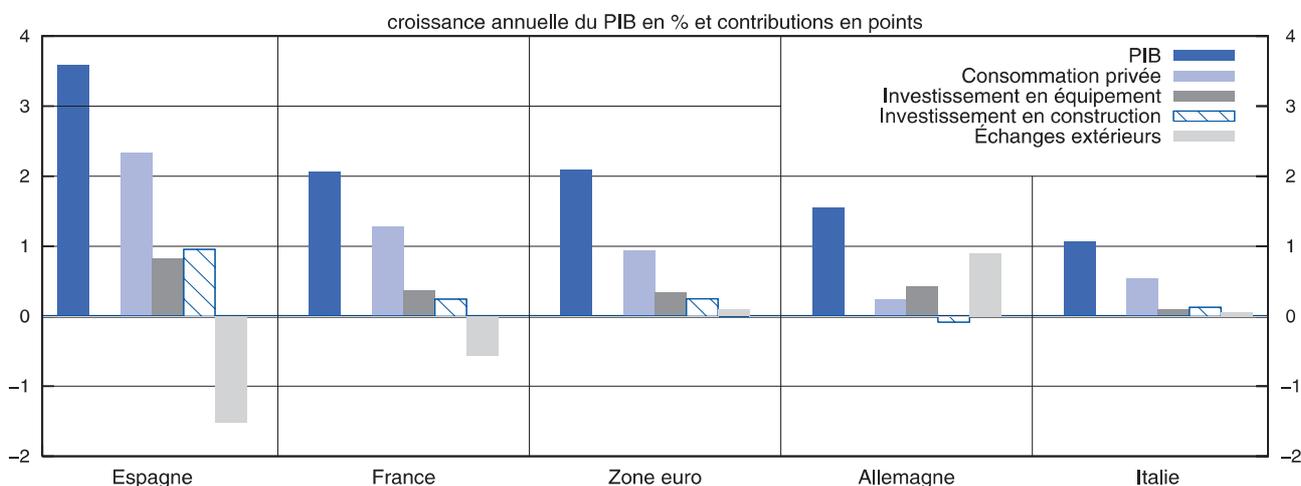
En zone euro, une croissance encore soutenue, avec des divergences dans son contenu toujours grandes entre pays

Après une nette accélération en 2006 (+2,8 % après +1,6 %), la croissance de la zone euro se sera quasiment maintenue à ce niveau en moyenne en 2007 (+2,6 %). Mais cette quasi-stabilité en moyenne cache un ralentissement progressif en cours d'année. Les divergences entre grands pays de la zone⁽⁵⁾ se sont à peine réduites pour ce qui concerne la composition de cette croissance : depuis le début de la phase de reprise cyclique fin 2003, les performances à l'exportation sont inégales, très fortes en Allemagne, nettement plus modérées dans les autres pays ; les taux de croissance de la demande intérieure sont également très variables, avec une consommation ralentie en Allemagne, mais dynamique en Espagne et en France et un investissement en construction en croissance rapide

(4) Voir : « L'envolée des prix des produits alimentaires nourrit l'inflation » ; encadré de la Note de conjoncture de décembre 2007.

(5) Pour une analyse plus structurelle des différences de dynamiques de croissance au sein de la zone euro et de leur évolution à moyen terme, voir « Faut-il s'inquiéter des déséquilibres de balances courantes en union monétaire ? » ; revue Trésor-Éco n° 20 de la DGTPE, octobre 2007.

1 - Contributions à la croissance du PIB - moyenne 2004/2006



Source : Eurostat, calculs Insee

en Espagne, mais atone en Allemagne (cf. graphique 1). Ces écarts persistent en 2007, malgré quelques progrès (amélioration de la contribution des échanges extérieurs en Espagne et léger rebond de la construction en Allemagne) (cf. graphique 2).

Trois chocs négatifs ont affecté la zone euro

Trois chocs négatifs ont affecté la zone euro : d'abord, l'impact de la hausse de TVA en Allemagne sur l'inflation et la consommation des ménages a été plus important et plus durable qu'attendu ; ensuite, l'inquiétude des entrepreneurs concernant les perspectives de demande a freiné l'investissement en cours d'année ; enfin le ralentissement de l'économie américaine et de la demande mondiale adressée à la zone euro a pesé sur les exportations.

L'impact de la hausse de TVA en Allemagne a été plus important que prévu

Le premier janvier 2007, le taux normal de la taxe sur la valeur ajoutée a augmenté, de 16 % à 19 % en Allemagne⁽⁶⁾. Comme attendu, en prévision de cette hausse, les ménages allemands ont accru leurs dépenses fin 2006 et leur consommation a par conséquent reculé au premier trimestre de 2007. Mais ce recul a été plus fort qu'attendu : la quasi-stagnation du pouvoir d'achat des ménages allemands depuis le début des années 2000 peut avoir limité leur capacité à amortir le choc de TVA. En outre, leur taux d'épargne a encore monté en fin d'année 2007, atteignant le niveau du début du cycle de 2004. Pourtant, les déterminants traditionnels de l'épargne des ménages (situations des finances publiques et du marché de l'emploi) se sont constamment améliorés depuis plusieurs trimestres et auraient dû inciter les ménages à la désépargne. Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages allemands est donc de nouveau restée à la traîne du reste de la zone.

L'investissement a ralenti en cours d'année

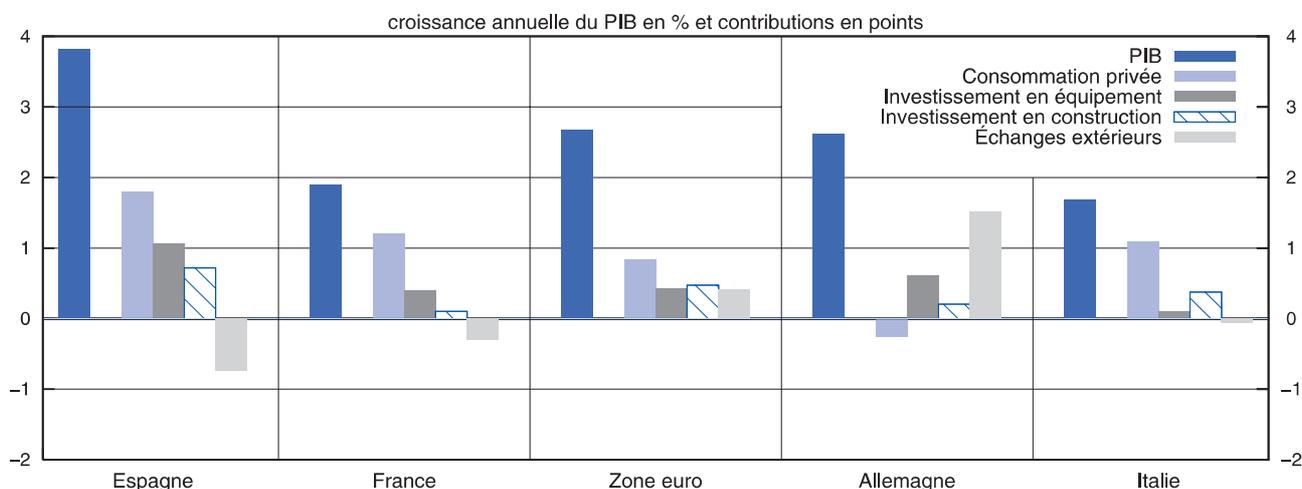
L'investissement productif de la zone euro a dépassé en 2007 le pic du cycle de croissance amorcé en 2003 (cf. graphique 3) : après plusieurs années de vive croissance, l'effort d'investissement nécessaire pour maintenir les capacités en phase avec la demande était devenu moindre⁽⁷⁾. Dans le même temps, le marché de l'immobilier a présenté des signes de fragilité dans plusieurs pays où le niveau très élevé atteint par les prix commençait à freiner la demande⁽⁸⁾. Les turbulences

(6) Voir « Les effets de la hausse de TVA sur la consommation des ménages en Allemagne » et « La répercussion de la hausse de la TVA en Allemagne sur les prix de quelques postes clés » ; encadrés de la *Note de conjoncture* de mars 2007.

(7) Voir « Investissement des entreprises en France et en zone euro : analogies et différences avec le cycle précédent » ; dossier de la *Note de conjoncture* de décembre 2006.

(8) Voir « L'auberge espagnole au bord de la crise (de nerfs) ? » ; encadré de la *Note de conjoncture* de juin 2007. D'autres pays de la zone (Allemagne, Finlande, Irlande, Portugal) ont depuis subi un repli de l'investissement résidentiel.

2 - Contributions à la croissance du PIB - 2007



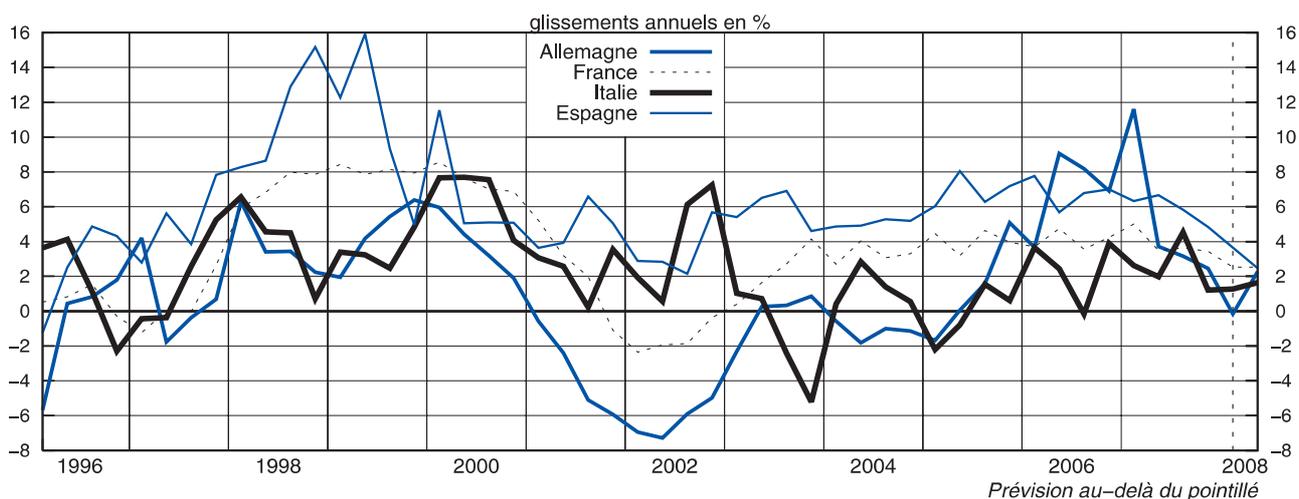
Source : Eurostat, calculs Insee

financières liées aux difficultés du secteur des crédits hypothécaires à haut risque aux États-Unis ont en outre entraîné à partir de l'été un durcissement des conditions de financement défavorable à l'investissement. Amorcé au cours du deuxième trimestre, ce retournement de tendance ne s'est toutefois que modérément vu sur la croissance de la zone euro, en raison d'une accélération ponctuelle en Allemagne sur la seconde moitié de 2007 (cf. fiche « Zone euro »). Par ailleurs, les pays pour lesquels la reprise de l'investissement productif avait été relativement moins dynamique, notamment l'Italie, ont été les premiers à montrer des signes de faiblesse.

La demande mondiale a ralenti, mais les exportations ont bien résisté, surtout en Allemagne

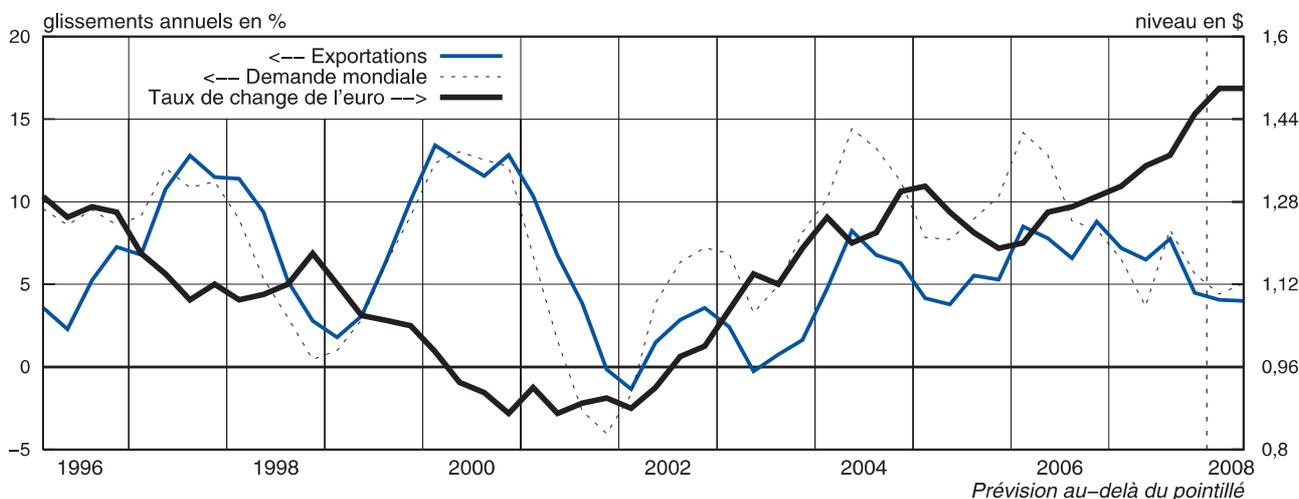
Enfin, les échanges extérieurs de la zone euro ont bien résisté au ralentissement de la demande mondiale et à l'appréciation de l'euro (cf. graphique 4). Cette résistance tient beaucoup aux performances hors zone euro de l'Allemagne, toujours exceptionnelles. Les différences de contribution des échanges extérieurs à la croissance entre les principaux pays de la zone euro ne se sont ainsi que peu réduites. Le ralentissement des exportations a été relativement homogène, mais le choc négatif de demande extérieure a affecté principalement ceux qui, pour des raisons structurelles, avaient le moins bénéficié de l'expansion du commerce mondial au cours de ces dernières années, en particulier la France.

3 - Investissement dans les principaux pays de la zone euro



Source : Eurostat, calculs Insee

4 - Exportations, demande mondiale et taux de change



Source : Eurostat, calculs Insee

Le solde commercial français se dégrade de nouveau

En 2007, le déficit commercial français a atteint un record...

Pour la quatrième année consécutive, le déficit commercial de la France s'est accentué en 2007 et s'établit en valeur à un niveau historique de près de 40 milliards d'euros (cf. graphique 5). Les importations de produits manufacturés et de matières premières ont été dynamiques, notamment en raison du renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières⁽⁹⁾. En volume, alors que les importations énergétiques ont été relativement stables, celles de produits manufacturés, notamment de biens de consommation, ont fortement augmenté. Du côté des volumes d'exportation, la baisse de régime subie par le secteur automobile a aussi contribué au creusement du déficit commercial. En termes géographiques, c'est le déficit vis-à-vis du reste de la zone euro qui contribue principalement à la dégradation du solde total.

... et les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance

Ce creusement du solde commercial s'opère dans un contexte de ralentissement mondial des échanges extérieurs en volume. La demande mondiale adressée à la France a ainsi nettement ralenti en 2007 (+5,5 % après +8,8 % en 2006). Au final, le commerce extérieur a de nouveau pesé sur la croissance française en 2007 (-0,3 point comme en 2006).

Les services sont restés le moteur de la croissance française

Les grèves de fin d'année ont eu un effet faible sur la croissance

La production des branches de services a crû de près de 3 % en France, légèrement moins qu'en 2006, contribuant une nouvelle fois fortement à la croissance de la production totale. L'activité dans les transports a été affectée par l'effet des grèves en fin d'année 2007⁽¹⁰⁾. Les mouvements sociaux ont aussi pu avoir des conséquences indirectes plus limitées sur les autres branches de l'économie. L'effet des grèves n'aurait toutefois pas dépassé 0,1 point de PIB au quatrième trimestre, dont la moitié dans la branche des transports.

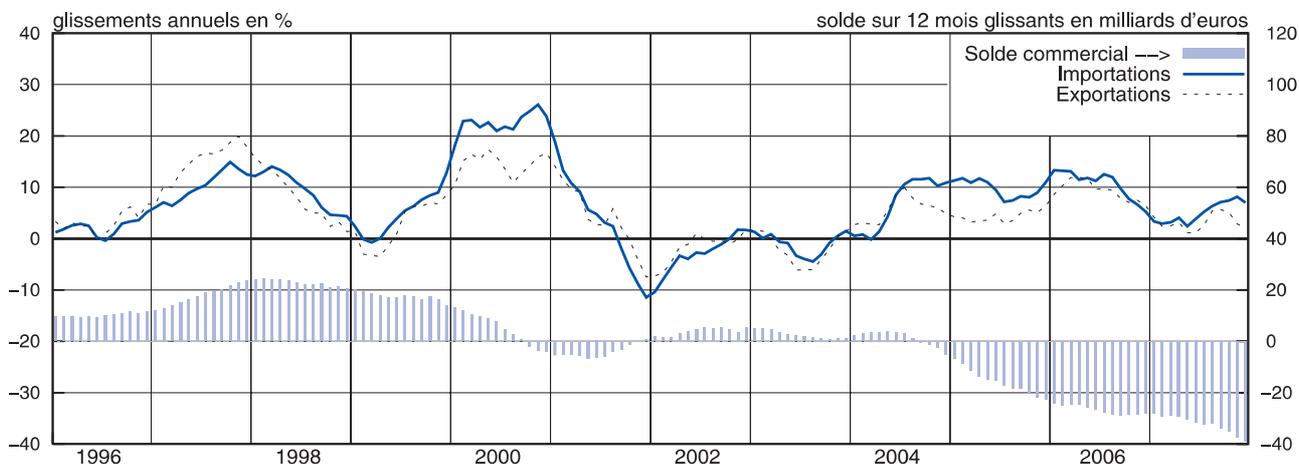
L'activité dans la construction est restée robuste

En 2007, l'activité dans la construction est restée robuste, malgré un léger ralentissement (+3,6 % contre 3,9 % l'année précédente). Le ralentissement de l'investissement des ménages en bâtiment, amorcé en 2005, a été compensé par une

(9) Voir « Une décomposition sectorielle et géographique de la dégradation récente du solde commercial français », encadré de la *Note de conjoncture* de décembre 2007.

(10) Voir « Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007 », encadré de la *Note de conjoncture* de décembre 2007.

5 - Commerce extérieur de biens en valeur



Source : Eurostat, calculs Insee

nette accélération dans les travaux publics, traditionnellement stimulés à l'approche des élections municipales.

La production manufacturière a ralenti

La production manufacturière a crû, comme en 2006, à un rythme deux fois moindre que celui de la production dans les services (+1,6 % en 2007). Cependant, comme elle a ralenti chez nos principaux voisins, la France a rejoint le rythme de la zone euro en deçà duquel elle était restée en 2005 et 2006 (cf. graphique 6).

Au-delà de ces évolutions, l'hiver 2006-2007, particulièrement doux, a conduit à un profil heurté de la consommation, de la production et des exportations énergétiques, pour un impact au total limité en moyenne annuelle⁽¹¹⁾.

La hausse du pouvoir d'achat se retrouve plus dans l'épargne que dans la consommation

Le socle de la consommation est demeuré ferme...

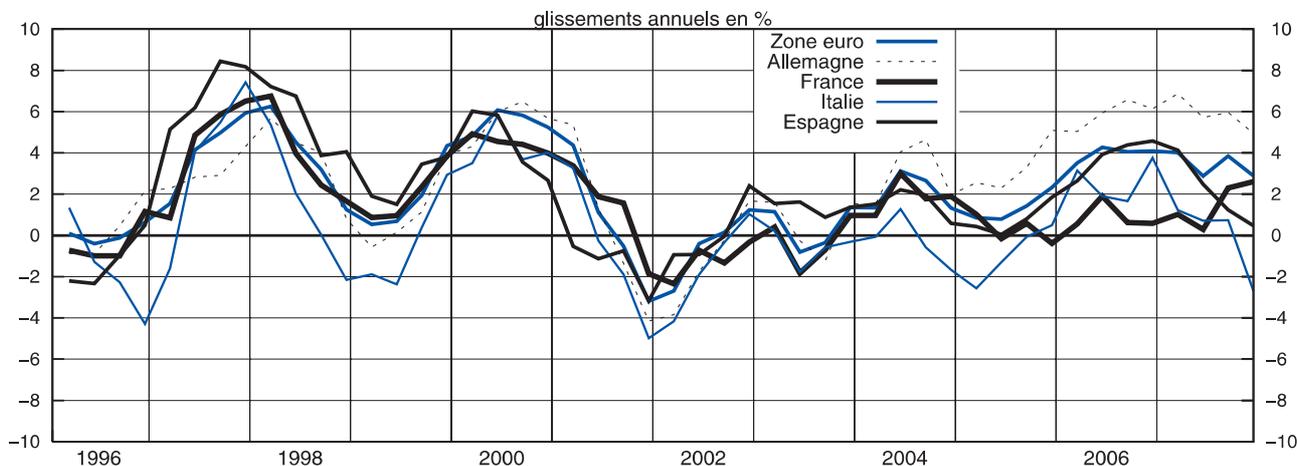
Le socle de la consommation est demeuré ferme, bénéficiant notamment de très solides gains de pouvoir d'achat. La croissance de l'emploi a été forte en 2007 (plus de 350 000 emplois créés au total), au plus haut depuis cinq ans. La progression des salaires dans le secteur privé s'est maintenue au-dessus de 3 %, comme en 2006. La masse salariale versée aux ménages a ainsi crû de près de 4 % en 2006 et en 2007. Bien que les rémunérations d'activité constituent le principal support de la croissance du revenu des ménages, ce sont les réductions d'impôts qui ont, pour l'essentiel, permis l'accélération de leur revenu disponible brut en 2007. En outre, la hausse des prix à la consommation ayant été en moyenne un peu plus modérée en 2007 qu'en 2006, le pouvoir d'achat a nettement accéléré (+3,1 % après +2,4 % en 2006).

...mais le taux d'épargne a progressé de près d'un point

La consommation a toutefois été moins dynamique qu'attendu. Malgré l'accélération du revenu réel, elle est en effet restée sur un rythme de croissance à peine équivalent à celui de 2006 (+2,1 % après +2,3 %). Le taux d'épargne a ainsi progressé de près d'un point (de +15,4 % à +16,2 %). Si une hausse du taux d'épargne est effectivement attendue en phase d'accélération du pouvoir d'achat des revenus, l'ampleur de cette hausse est en revanche une des surprises de l'année 2007.

(11) Voir « Aléas climatiques, aléas économiques : les effets du climat sur l'activité économique » ; dossier de la Note de conjoncture de juin 2007.

6 - Indice de la production industrielle en zone euro



Source : Eurostat, calculs Insee

Un ralentissement limité de l'économie française

En 2007, la croissance du PIB s'inscrit en léger ralentissement (+1,9 % après +2,2 % en 2006), du fait d'un ralentissement limité de la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, des consommations collectives des administrations et de l'investissement total : l'investissement des entreprises, toujours dynamique (+4,9 % après +4,5 %) n'a que partiellement compensé le net ralentissement de l'investissement des ménages (+1,6 % en 2007 après +4,5 %).

Au total, 2007 apparaît comme une année de transition. S'inscrivant dans la lignée de 2006 en termes de croissance mondiale, elle porte en germe les facteurs du ralentissement qui s'annonce pour 2008 : envolée en cours d'année des prix des matières premières alimentaires, crise financière liée au crédit immobilier à risque (*subprime*)... ■

Encadré 1 : Post mortem France de la prévision de la Note de conjoncture de juin 2007

En juin dernier, l'Insee prévoyait une croissance de 2,1 % pour l'ensemble de l'année 2007⁽¹⁾. L'économie française a finalement crû de 1,9 %. En profil infra-annuel, les différences les plus sensibles entre la prévision et la réalisation de la croissance se situent essentiellement aux deuxième et quatrième trimestres de 2007. Au deuxième trimestre, la croissance publiée par les comptes trimestriels les plus récents est de +0,4 % (pour une prévision fixée à +0,6 % dans la *Note de conjoncture* de juin). De même, au quatrième trimestre de 2007, l'Insee prévoyait +0,5 % de croissance et celle-ci a été chiffrée depuis à 0,3 % par les comptes trimestriels. Ces erreurs de prévision sont relativement modérées au regard de la volatilité de la série prévue.

Afin d'analyser les origines des différences entre prévisions et réalisations, nous menons une étude rétrospective des prévisions de la Note de conjoncture de juin 2007 pour l'année 2007 à l'aide du modèle macro-économétrique Mésange. Nous analysons les écarts entre la prévision effectuée en juin 2007 et sa réalisation lors de la publication des premiers résultats de février 2008. Ces écarts peuvent avoir trois origines différentes. En premier lieu, les comptes trimestriels peuvent être révisés entre le moment de la prévision (juin 2007) et l'estimation actuelle. Ensuite, il peut exister une différence entre les hypothèses faites sur l'environnement international et les politiques publiques, et ce qui a été effectivement observé. Enfin, les comportements des agents économiques peuvent différer entre la prévision et la réalisation.

L'écart *in fine* de -0,2 point de croissance sur l'année 2007 (cf. graphique 1) se décompose ainsi en :

- -0,1 point dû à la révision des comptes,
- -0,6 point dû à l'écart entre les hypothèses et la réalisation sur l'environnement international et les politiques publiques.

- +0,5 point d'écart dû aux erreurs de prévision sur les comportements des agents (cf. tableau).

La contribution nettement négative des erreurs sur les hypothèses est notamment imputable à la hausse du taux de change de l'euro, alors qu'il avait été stabilisé en prévision, et au ralentissement de l'économie mondiale, qui a entraîné celui, plus fort que prévu, de la demande mondiale d'importations adressée à la France.

Si l'environnement international de l'année 2007 avait été parfaitement anticipé, le ralentissement d'activité survenu au deuxième trimestre de 2007 aurait été prévu, ainsi qu'une partie importante du ralentissement du quatrième trimestre. *A contrario*, le rebond de la croissance au troisième trimestre aurait été sous-estimé (cf. graphique 2).

Enfin, l'écart entre la prévision de croissance à environnement de l'année 2007 connu et sa réalisation s'explique par les écarts entre les comportements des agents, tels qu'ils étaient prévus dans la note de conjoncture de juin, et tels qu'ils sont aujourd'hui constatés à partir des comptes trimestriels complets sur l'année 2007⁽²⁾. Au total, les comportements observés ont permis, relativement à la prévision de juin, d'amortir (à hauteur de 0,5 point) l'impact négatif des surprises défavorables sur l'environnement international.

Le point le plus notable concerne les échanges extérieurs. D'une part l'évolution « spontanée » (c'est-à-dire hors effet de la compé-

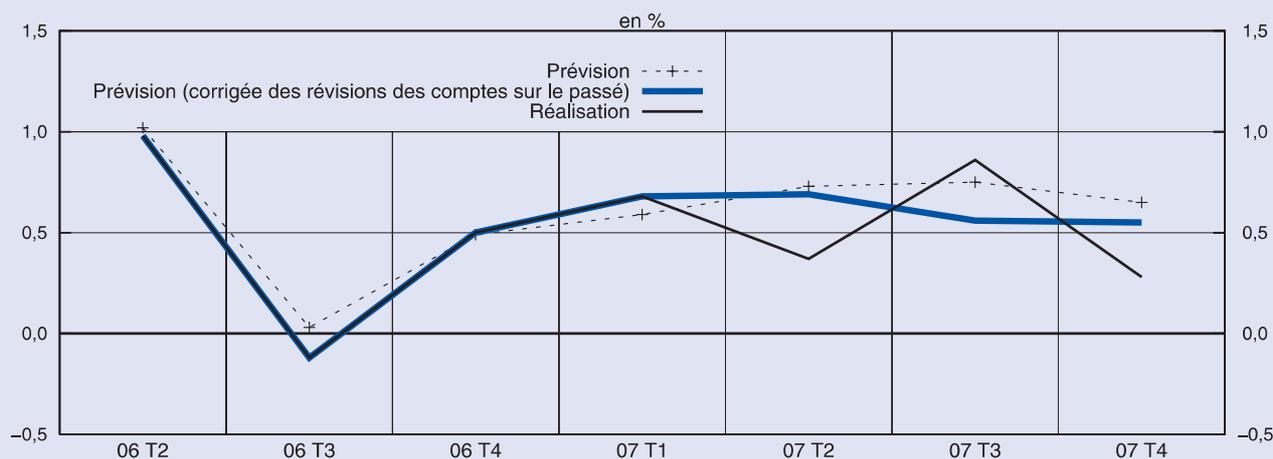
(1) Cf. *Note de conjoncture* de juin 2007.

(2) Techniquement, on mesure, pour chacun des grands comportements modélisés par Mésange, les résidus tels qu'ils étaient implicitement prévus dans la note de conjoncture et les résidus tels qu'ils sont aujourd'hui reconstitués à partir des données des comptes trimestriels. On calcule ensuite l'écart entre ces résidus et on en simule l'impact sur la croissance à l'aide du modèle.

titivité-prix) des parts de marché avait été sous-estimée en juin : sans cette sous-estimation le PIB prévu en juin aurait été supérieur de 0,2 point ; d'autre part, le dynamisme des importations, à compétitivité-prix et demande données, avait été sous-estimé : sans cette sous-estimation le PIB prévu en juin aurait été supérieur de 0,2 point. Le dynamisme spontané de la consommation des

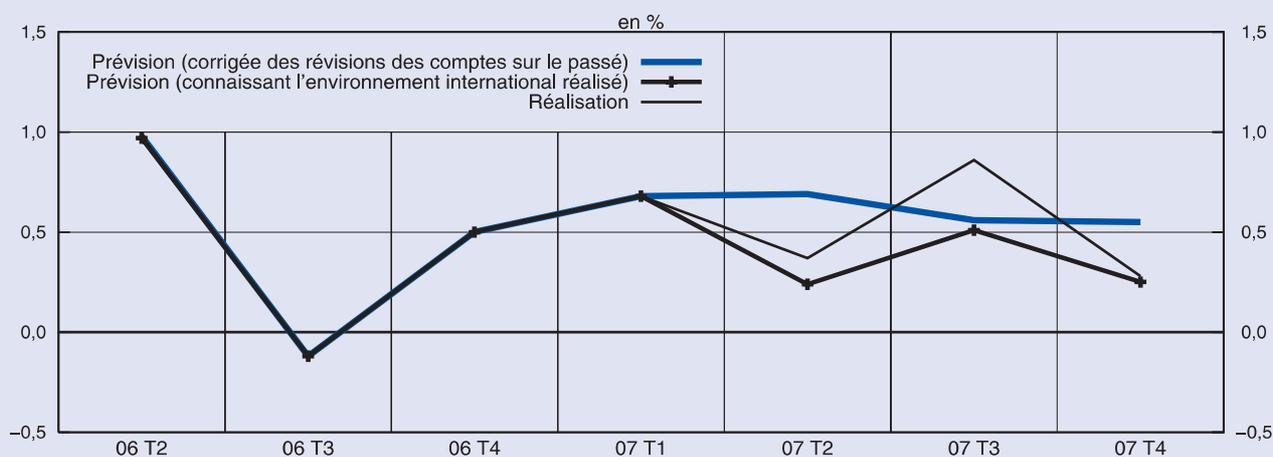
ménages avait à l'inverse été légèrement surestimé en juin : sans cette surestimation le PIB prévu en juin aurait été inférieur de 0,1 point. ■

1 - Taux de croissance du PIB réel (prévu et réalisé)



Source : Insee

2 - Taux de croissance du PIB réel (prévu et réalisé)



Source : Insee

Tableau :
Décomposition de la comparaison de la prévision de croissance et sa réalisation

<i>Point de croissance, sauf indication contraire (%)</i>	
Croissance du PIB en volume	2007
<i>Note de conjoncture de juin 2007 (%)</i>	+2,1
Révisions des comptes (février 2008)	-0,1
Environnement de l'année 2007	-0,6
<i>Dont : Compétitivité</i>	-0,1
<i>Pétrole</i>	0,0
<i>Demande mondiale</i>	-0,2
<i>Taux de change</i>	-0,1
<i>Autres</i>	-0,2
Comportements	0,5
<i>Dont : Consommation des ménages</i>	-0,1
<i>Variations de stocks</i>	-0,2
<i>Investissement</i>	0,0
<i>Importations</i>	0,2
<i>Exportations</i>	0,2
<i>Salaires</i>	0,3
<i>Autres</i>	0,1
Réalisé (%)	+1,9

Note de lecture :

La croissance prévue par la *Note de conjoncture* de juin 2007 pour l'année 2007 était de +2,1 %. Avec les mêmes hypothèses mais en tenant compte uniquement des révisions de compte opérées en février 2008, la croissance prévue aurait dû être inférieure de 0,1 point. En corrigeant de surcroît des erreurs de prévision sur l'environnement de l'année 2007, la croissance prévue aurait dû être plus faible de 0,7 point (soit 1,4 %). Les erreurs de prévision sur les comportements des agents portent sur +0,5 point de croissance. La somme des contributions de ces écarts permet de passer de la croissance prévue à la croissance réalisée (+1,9 %).

Encadré 2 : Post mortem zone euro de la prévision de la Note de conjoncture de juin 2007

Nous menons dans cet encadré une analyse rétrospective des prévisions pour l'année 2007 au moment de la publication de la Note de conjoncture de juin 2007, à l'aide du modèle MZE pour la zone euro⁽¹⁾. En 2007, la croissance de la zone euro s'est établie à +2,6 %, soit 0,1 point seulement en dessous de ce que l'Insee prévoyait dans la Note de conjoncture de juin dernier. Le profil trimestriel de la croissance a toutefois été plus heurté qu'en prévision (cf. graphique). Cette volatilité non anticipée est le fait du profil des exportations : d'une part, le comportement des exportateurs n'a pas suivi sur les trois premiers trimestres celui que nous avions prévu ; d'autre part, à partir du deuxième trimestre, les variables d'environnement international de la zone (demande mondiale et taux de change principalement) ont eu de fortes variations non anticipées.

Fin 2006, les exportations ont crû bien au-delà de ce que les déterminants traditionnels suggéraient. Au premier trimestre de 2007, pour compenser l'écart observé au trimestre précédent, nous avons par conséquent prévu un net ralentissement. La compensation n'a pas eu lieu au premier trimestre de 2007, mais s'est étalée sur les deux trimestres suivants (cf. graphique).

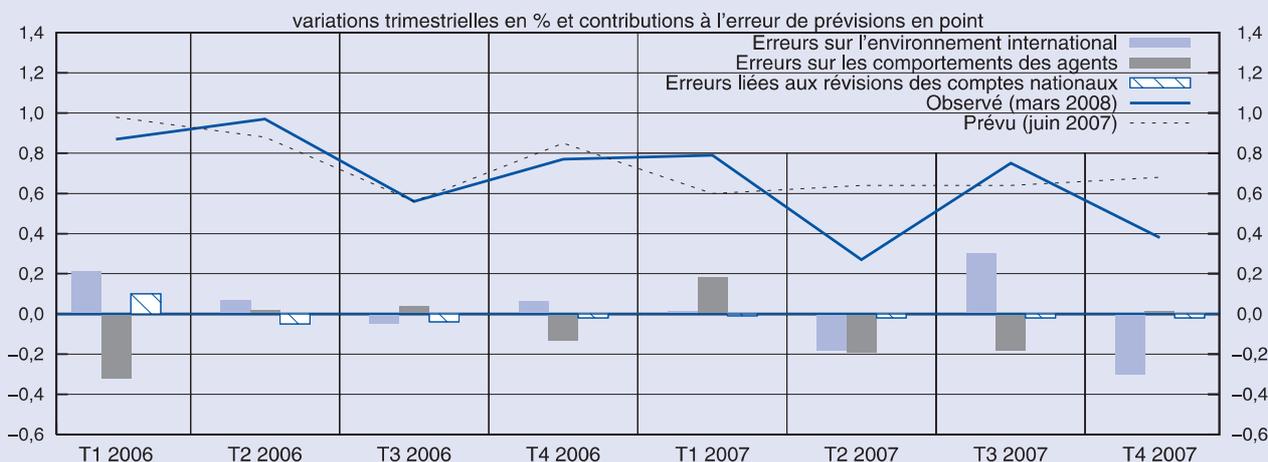
Au second semestre de 2007, les prévisions sur l'évolution de l'environnement international de la zone euro ont conduit à

sous-estimer les exportations au troisième trimestre, et à les surestimer au deuxième et au quatrième. La demande mondiale a en effet été plus volatile qu'en prévision sur cette période. En outre, le taux de change, supposé constant par convention en prévision, s'est apprécié de plus de 5 % au quatrième trimestre.

Les autres composantes de la demande ont été relativement bien prévues, sauf au quatrième trimestre. Néanmoins, sur ce trimestre les erreurs de comportement se compensent. D'une part, la consommation des ménages a été surestimée : l'inflation alimentaire, plus forte qu'anticipé, a rogné leur pouvoir d'achat et leur taux d'épargne n'a pas suivi l'évolution prédite par les fondamentaux. D'autre part, les importations ont également été surestimées, au-delà des erreurs liées à la surestimation de la demande intérieure et à la sous-estimation du change. ■

(1) Le modèle MZE (modèle zone euro), développé en collaboration à l'Insee et à la DGTPE (ex-Direction de la Prévision), se base sur les données fournies par Eurostat. Il comporte une vingtaine d'équations économétriques à correction d'erreur, estimées désormais entre 1980 et 2006.

Zone euro - Produit intérieur brut



Note de lecture : le modèle MZE permet de décrire l'évolution de l'économie de la zone euro en fonction de deux types de variables : d'un côté, les « exogènes » du modèle (essentiellement des variables d'environnement international de la zone euro, telles que de la demande étrangère, le taux de change effectif de l'euro ou le prix du pétrole, et des variables de finances publiques), que le modèle prend comme données et ne cherche pas à expliquer ; de l'autre les « résidus » des « équations de comportement », qui traduisent les écarts enregistrés entre les grandes variables économiques (consommation, investissement, exportations, prix à la consommation,...) et leur comportement moyen, tel qu'il peut être estimé par des techniques économétriques. En simulant l'impact de chaque variable exogène et de chacun des résidus, d'une part tels qu'ils sont aujourd'hui mesurés et d'autre part tels qu'ils étaient projetés en juin 2007, il est alors possible d'attribuer à chacune d'entre elles sa contribution estimée à l'erreur de prévision. Ainsi au deuxième trimestre l'écart entre la croissance observée (moins de +0,3 %) et la croissance prévue lors de la note de conjoncture de juin 2006 (plus de +0,6 %) est imputable à une évolution moins favorable que prévu des comportements (à hauteur de -0,2 point) et à une évolution moins favorable que prévu des variables exogènes au modèle, qui a amputé la croissance de 0,2 point.

Source : Eurostat, calculs Insee