



# Fiches Thématiques

*International*

# Conjoncture internationale

En 2007, le PIB mondial progresserait sur un rythme un peu plus modéré que l'an passé. La croissance s'infléchirait aux États-Unis, sous l'effet de la crise immobilière que le pays subit depuis début 2006, mais elle se maintiendrait en Europe où l'accélération du pouvoir d'achat soutiendrait les ressorts internes des économies. Les pays émergents, et en particulier la Chine, l'Inde et la Russie, conserveraient des rythmes d'activité robustes. Le Sud-est asiatique pourrait même accélérer à nouveau, à la faveur de l'arrêt du durcissement des politiques monétaires, permis par la stabilisation du prix du pétrole.

Un aléa principal pèse toujours sur la croissance mondiale à l'horizon de la fin 2007 : l'environnement international pourrait se révéler moins porteur que prévu si la normalisation du marché immobilier américain tardait à se matérialiser et si un effet de contagion aux autres composantes de la demande venait à s'enclencher. À l'inverse, les ressorts internes de la zone euro pourraient de nouveau surprendre à la hausse, comme en 2006.

## Conditions de crédit : durcissement en Europe et au Japon

Les conditions monétaires se sont globalement durcies dans l'ensemble des pays industrialisés. Néanmoins, la perspective d'une possible baisse des taux directeurs par la Fed a légèrement fait diminuer les taux à trois mois américains et amorti l'impact de la remontée des taux au Royaume-Uni et en zone euro. Parallèlement, à l'image de ce qui se déroulait aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme sont repartis à la hausse à partir de mars.

Les marchés anticipent que la Banque centrale européenne procédera à de nouvelles hausses de taux directeurs d'ici la fin de l'année (cf. fiche « Financement de l'économie »). La Banque d'Angleterre devrait également poursuivre son cycle de relèvement, puisque les perspectives de croissance à court terme restent supérieures à la croissance potentielle, alors que l'inflation apparaît encore élevée. Au Japon aussi, alors même que la sortie de déflation semblait très lente au regard notamment de la faiblesse des salaires, la Banque centrale a laissé entendre qu'une nouvelle hausse des taux était probable. À l'inverse, les marchés s'attendent à ce qu'aux États-Unis la modération de la croissance et de l'inflation conduise la Réserve fédérale à baisser ses taux directeurs en milieu

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

en %

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

Prévision

Sources : données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

d'année. Enfin, dans la plupart des pays d'Asie émergente, le relâchement des tensions inflationnistes a déjà conduit les autorités monétaires à cesser de relever, voire à baisser, les taux directeurs dès l'automne dernier.

Depuis octobre 2006, le dollar et le yen ont eu tendance à se déprécier en termes effectifs réels, notamment vis-à-vis de l'euro et, dans une moindre mesure, de la livre sterling. Dans cette prévision, le taux de change euro/dollar a été stabilisé à 1,35, soit un niveau proche de celui enregistré ces dernières semaines.

### Un profil de l'inflation dicté par celui des matières premières

Les prix des matières premières industrielles non énergétiques se sont redressés depuis le début de l'année. Le cours du baril de *brent* a nettement augmenté à partir du mois de janvier 2007 ; il s'établissait fin mai aux alentours de 65 dollars et a été maintenu à ce niveau sur l'ensemble de la période de prévision (cf. fiche « Pétrole et matières premières »).

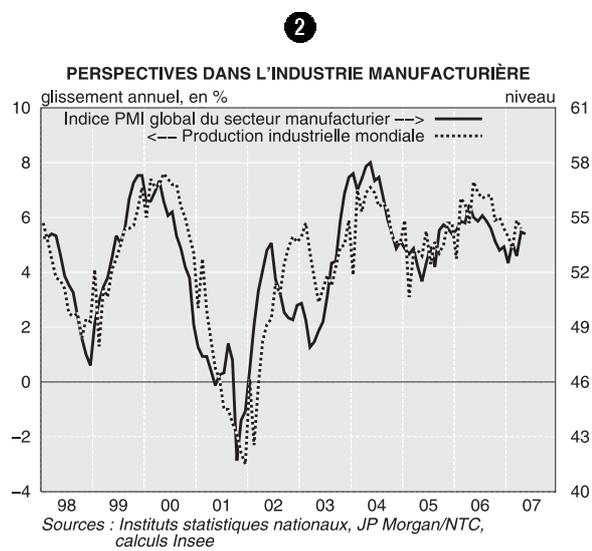
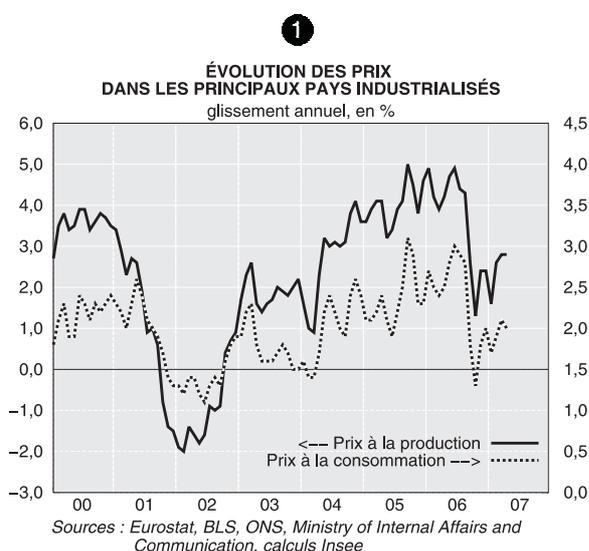
Ce retour des tensions sur les marchés des matières premières s'est répercuté sur les prix à la production et à la consommation (cf. graphique 1). À l'horizon de la fin de l'année, le profil de l'inflation serait toujours dicté par celui de la composante énergétique. L'inflation refluerait ainsi jusqu'à l'automne avant de repartir à la hausse en fin d'année. Parallèlement, l'inflation sous-jacente baisserait légèrement aux États-Unis, progresserait modérément en zone euro et resterait faible au Japon. En Asie émergente enfin, les tensions inflationnistes consécutives à l'envolée passée des cours des matières premières apparaissent maîtrisées.

### Un ralentissement de l'activité en 2007 circonscrit à l'économie américaine

Les perspectives globales d'activité dans l'industrie manufacturière se sont redressées au mois de mai, poursuivant la tendance observée depuis le début de l'année. La progression de la production industrielle mondiale pourrait ainsi s'établir aux alentours de +6,0 % en glissement en 2007, soit légèrement en retrait par rapport à l'an passé (cf. graphique 2). À l'inverse, l'indice PMI global dans le secteur des services s'est globalement replié depuis le début d'année. Au total, le glissement annuel du PIB des principaux pays industrialisés se stabiliserait autour de 2 % d'ici la fin de l'année.

Aux États-Unis, l'effet du retournement du marché immobilier sur la croissance s'atténuerait progressivement d'ici la fin de l'année (cf. fiche « Principaux pays partenaires de la zone euro »). Par ailleurs, la probable baisse des taux directeurs et la résilience de la consommation des ménages, portée par des revenus réels solides, contribueraient à soutenir l'activité. La croissance américaine devrait toutefois rester en dessous du potentiel en 2007, tout en retrouvant un rythme plus dynamique en fin d'année.

La croissance de la zone euro serait aussi soutenue en 2007 qu'en 2006, portée par la demande intérieure et notamment par l'accélération de l'investissement productif (cf. fiche « Conjoncture dans la zone euro »). La consommation des ménages a été temporairement affectée par le relèvement du taux normal de la TVA en Allemagne en début d'année. Son rythme se maintiendrait néanmoins entre 2006 et 2007, grâce à l'accélération de l'emploi et au maintien de la progression des salaires.



La croissance resterait également robuste au Royaume-Uni. Après un bon début d'année, elle ne fléchirait que très légèrement au second semestre sous l'effet du resserrement en cours de la politique monétaire. En particulier, le dynamisme de la consommation des ménages britanniques se tasserait quelque peu.

Enfin, au Japon, l'activité progresserait à un rythme plus modéré qu'au premier trimestre de 2007, l'investissement des entreprises montrant des signes de ralentissement après la forte croissance de ces dernières années. En Asie du Sud-est, la croissance resterait en revanche soutenue à l'horizon de la prévision. Les pays de la zone continueraient en effet de bénéficier d'un commerce extérieur florissant et d'une activité industrielle relativement dynamique. Dans le même temps, certains grands pays émergents, comme la Chine, l'Inde ou la Russie, conserveraient des rythmes d'activité très solides.

Au total, la croissance du PIB mondial resterait supérieure à 4,0 % en glissement annuel. La demande mondiale adressée à la France accélérerait tout au long de l'année, soutenue avant tout par le dynamisme de la zone euro, et atteindrait à la fin de la période de prévision un rythme de croissance légèrement au-dessus de la moyenne de longue période (cf. fiche « Échanges extérieurs »). À l'horizon de la mi-2007, les déséquilibres mondiaux resteraient marqués, notamment parce que le ralentissement de l'économie américaine ne serait que modéré. L'Asie émergente continuerait d'ailleurs de dégager des surplus commerciaux importants (cf. graphique 3).

### Un aléa à la baisse : la persistance du ralentissement américain

Le ralentissement des États-Unis et son impact sur les autres zones constituent le principal aléa entourant ce scénario de prévision. La sortie de crise du marché immobilier reste incertaine et pourrait encore tarder. En conséquence, les ménages américains pourraient adopter un comportement prudent en augmentant leur taux d'épargne.

En outre, les effets de contagion aux pays exportant massivement outre-Atlantique, notamment l'Asie, pourraient s'avérer plus importants qu'anticipé. À l'inverse, la force des mécanismes cycliques de reprise en zone euro et l'arrêt du resserrement monétaire aux États-Unis pourraient permettre un redécollage de la croissance mondiale.

Par ailleurs, les évolutions du cours du pétrole et du taux de change euro/dollar demeurent comme à l'accoutumée incertaines. La hausse du *brent* du début de l'année pourrait se poursuivre en raison du niveau bas des stocks d'essence aux États-Unis alors que la *driving season* approche, ou d'un accroissement des tensions géopolitiques, à propos du programme nucléaire iranien notamment. À l'inverse, un apaisement des tensions géopolitiques, alors que les capacités de production de l'Opep sont moins contraintes qu'il y a deux ou trois ans, pourrait permettre une détente des prix, comme à l'automne dernier. Concernant le taux de change du dollar, l'accélération de l'activité américaine pourrait, si elle se confirmait, constituer un facteur de soutien à l'instar de ce qui s'est passé courant mai en réaction à des indicateurs conjoncturels meilleurs que prévu. *A contrario*, tout retard dans l'amélioration attendue du marché immobilier pourrait de nouveau pousser le dollar à la baisse. ■

3

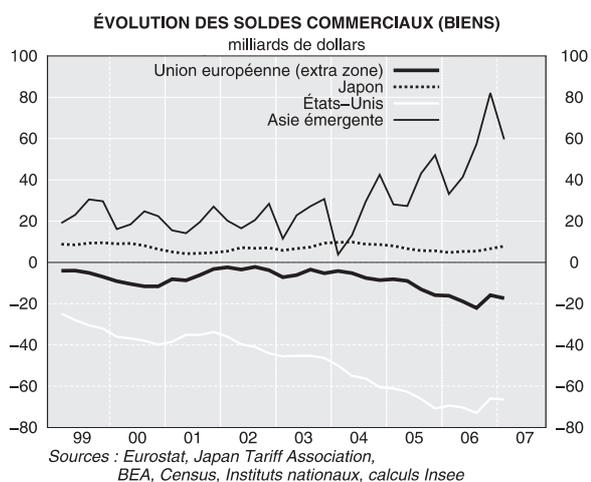


Tableau 2  
**PIB des principaux pays industrialisés**

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

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

# Principaux pays partenaires de la zone euro

Cette année, la croissance américaine serait soutenue par le dynamisme des revenus salariaux, mais handicapée par la crise du marché immobilier. Elle diminuerait, passant de +3,3 % en 2006 à +1,7 % en 2007. Au Royaume-Uni, l'économie croîtrait quasiment au même rythme que l'an passé (+2,7 % après +2,8 %). Elle bénéficierait notamment d'une demande intérieure vigoureuse même si les tous premiers effets des resserrements monétaires se font très progressivement sentir. Enfin, la croissance japonaise, pénalisée par un tassement de l'investissement, atteindrait +2,7 % en moyenne en 2007 et ralentirait d'ici la fin de l'année.

Au total, la demande mondiale adressée à la zone euro poursuivrait en 2007 l'infléchissement engagé depuis 2004 car les importations américaines, britanniques et japonaises seraient un peu moins dynamiques cette année.

## Une croissance américaine plus dynamique à partir du second semestre

Aux États-Unis, les créations d'emploi progresseraient modérément d'ici la fin de 2007, en lien avec une activité globalement un peu moins dynamique. Parallèlement, les salaires ralentiraient légèrement, passant de +1,1 % au deuxième trimestre à +0,9 % par trimestre au second semestre de 2007. Mais, sous l'hypothèse d'une sta-

bilisation des prix du pétrole à 65 \$ pour le baril de Brent (62,5 \$ pour le WTI), l'inflation se modérerait elle aussi au second semestre, d'autant que l'inflation sous-jacente devrait se replier légèrement. Le pouvoir d'achat progresserait donc régulièrement sur un rythme de +0,5 à +0,6 % par trimestre d'ici la fin de l'année et la consommation des ménages resterait assez dynamique (+3,3 %).

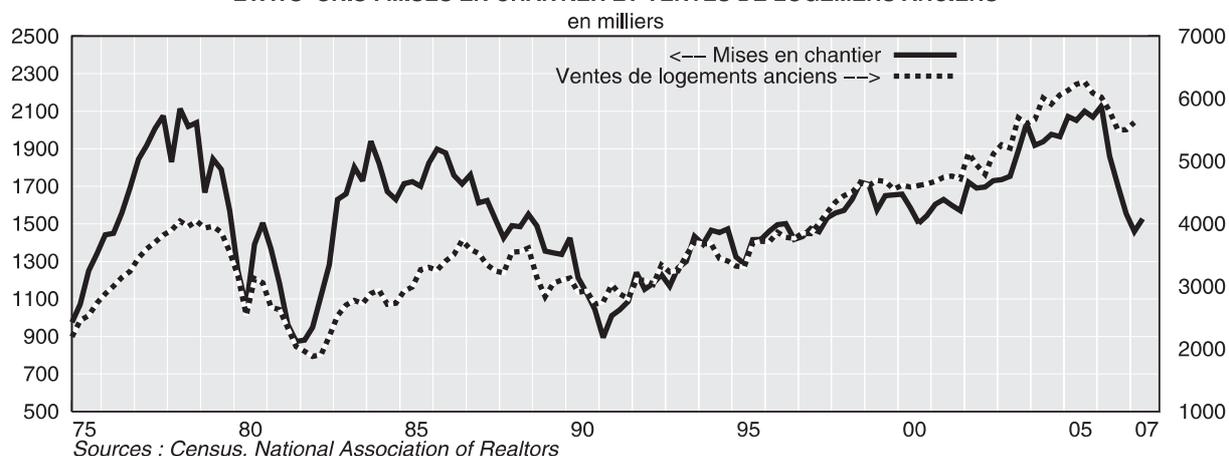
Dans le même temps, différents signaux paraissent annoncer une sortie de la crise du marché immobilier. Tout d'abord, les mises en chantier et les ventes de logements anciens sont reparties à la hausse au premier trimestre de 2007 (cf. graphique 1). Ensuite, les demandes de prêts hypothécaires se sont redressées et ont retrouvé en mai leur niveau du début de l'année passée. Enfin, l'accessibilité au logement<sup>(1)</sup> s'est stabilisée à un haut niveau au premier trimestre, proche de celui observé début 2005. Le point bas de la crise immobilière pourrait donc être passé. Cependant, l'augmentation du stock de logements continue de faire peser le risque d'une poursuite de l'ajustement et plaide pour que la stabilisation attendue de l'investissement résidentiel ne se produise pas avant la fin de 2007.

Après le ralentissement de la fin 2006, l'investissement des entreprises a repris au premier trimestre de 2007, alors que les conditions de financement

(1) Cet indicateur baisse lorsqu'un ménage percevant le revenu médian a plus de difficultés à obtenir un prêt pour acheter un logement au prix médian.

1

ÉTATS-UNIS : MISES EN CHANTIER ET VENTES DE LOGEMENS ANCIENS



se sont légèrement améliorées. Il progresserait ensuite modérément : l'amélioration des perspectives de demande que traduisent la hausse récente de l'indice ISM dans le secteur manufacturier et celle du taux d'utilisation des capacités de production favoriseraient les dépenses des entreprises, mais l'atonie du taux de marge les tempérerait.

À l'horizon de la fin de l'année, les exportations croîtraient à un rythme de l'ordre de 1,2 % à 1,4 %, en ligne avec une demande étrangère relativement soutenue. Les importations seraient de leur côté tirées par une demande intérieure robuste et progresseraient sur un rythme consistant. La contribution du commerce extérieur à la croissance, neutre au deuxième trimestre, redeviendrait donc négative, de l'ordre de -0,1 % par trimestre

au second semestre. Ainsi, alors qu'il se serait stabilisé à 5,3 % du PIB en première partie d'année, le déficit commercial se dégraderait légèrement par la suite.

Au total, la croissance américaine fléchirait à +1,7 % cette année (après +3,3 % en 2006, cf. *tableau 1*). La situation sur le marché immobilier continue, comme pour la précédente Note de conjoncture, d'être le principal aléa négatif affectant cette prévision. Si les derniers indicateurs disponibles suggèrent une sortie progressive de la crise immobilière, les problèmes rencontrés par le segment le plus risqué du marché du crédit depuis le début de l'année pourraient entraîner un durcissement généralisé des conditions d'accès au crédit. En conséquence, l'investissement résidentiel

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

	Variations trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2006				2007				2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
en %											
<b>ÉTATS-UNIS (37,2 %)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	1,4	0,6	0,5	0,6	0,2	0,4	0,5	0,6	3,2	3,3	1,7
Consommation	1,2	0,6	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	0,7	3,5	3,2	3,3
FBCF privée <sup>(2)</sup>	2,0	-0,4	-0,3	-2,4	-0,9	-0,6	0,2	0,8	7,5	2,9	-3,1
Dépenses gouvernementales <sup>(3)</sup>	1,2	0,2	0,4	0,8	0,2	0,8	0,5	0,5	0,9	2,1	2,1
Exportations	3,3	1,5	1,7	2,6	-0,2	1,4	1,2	1,2	6,8	8,9	5,0
Importations	2,2	0,4	1,4	-0,7	1,4	0,9	1,1	1,5	6,1	5,8	3,3
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	3,8	3,1	2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,4
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0
<b>ROYAUME-UNI (5,6 %)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	1,9	2,8	2,7
Consommation	0,0	1,1	0,3	1,0	0,6	0,9	0,7	0,6	1,4	1,9	3,0
FBCF totale	2,2	1,2	2,1	2,6	1,7	1,5	1,2	0,9	3,0	6,5	7,1
Consommation publique <sup>(4)</sup>	0,7	0,7	0,7	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5	3,0	2,8	2,3
Exportations	9,3	2,3	-11,1	-0,4	-0,6	1,0	1,0	1,0	7,9	11,6	-4,8
Importations	9,6	3,6	-11,1	-0,2	-0,6	1,5	1,3	1,3	7,0	11,8	-3,8
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	1,1	0,7	1,3	0,8	0,9	0,7	0,7	2,0	2,9	3,6
<i>Variations de stocks</i>	0,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	-0,7
<i>Commerce extérieur</i>	-0,4	-0,4	0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,1
<b>JAPON (14,8 %)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,6	0,4	0,1	1,3	0,8	0,5	0,4	0,4	1,9	2,2	2,7
Consommation	-0,1	0,6	-1,0	1,1	0,8	0,3	0,5	0,5	1,5	0,8	1,8
FBCF totale	2,2	0,3	-0,2	2,8	-0,1	0,7	0,4	0,4	2,4	3,4	2,8
Consommation publique	0,0	0,7	0,6	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,7	0,4	0,4
Exportations	2,2	0,8	2,3	0,8	3,3	0,7	1,2	1,2	6,9	9,6	6,8
Importations	2,0	1,3	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,6	0,6	5,9	4,6	1,0
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,4	0,5	-0,5	1,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,3	1,8
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,1	-0,1	0,4	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	0,8	0,9

■ Prévision

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissement publics.

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

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

pourrait tarder à se normaliser. Inversement, il n'est pas exclu que la reprise de l'investissement des entreprises soit plus prononcée qu'anticipé.

## Une croissance britannique aussi forte en 2007 qu'en 2006

Au Royaume-Uni, la croissance resterait vigoureuse en 2007, toujours largement soutenue par le dynamisme de la demande intérieure. Le resserrement des conditions monétaires entamé mi-2006<sup>(2)</sup> n'est pour le moment pas parvenu à calmer les tensions inflationnistes et ne s'est pas encore traduit par un ralentissement de l'activité : le PIB a de nouveau progressé de 0,7 % au premier trimestre, comme aux deux trimestres précédents. En particulier, la hausse des taux d'intérêt n'a eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur le marché immobilier résidentiel. En 2007, la consommation profiterait donc toujours d'effets de richesse immobilière favorables (cf. graphique 2). La poursuite de la progression des prix du logement permettrait notamment aux ménages britanniques d'extraire des liquidités de leur patrimoine immobilier via leurs prêts hypothécaires pendant encore quelques mois.

Le reflux de l'inflation constituerait un soutien supplémentaire aux dépenses des ménages au cours des prochains trimestres. Celui-ci résulterait notamment de la baisse des tarifs du gaz et de l'électricité, mise en œuvre au premier semestre par les compagnies *British Gas* et *EDF Energy*. Dans ces conditions, une nouvelle augmentation de 25 points de base du taux directeur permettrait, selon les membres du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, de ramener l'inflation sous la cible de 2 % à moyen terme. Parallèlement, la dynamique des salaires se maintiendrait, en raison d'un accroissement des tensions sur le marché

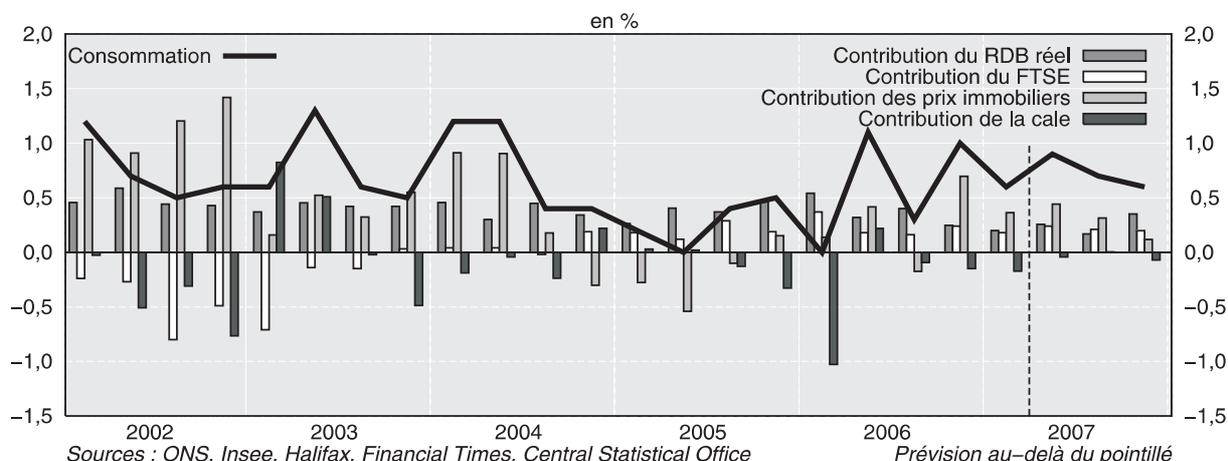
du travail (taux de chômage de 2,7 % seulement en mai selon la norme nationale). Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait donc légèrement en 2007 (cf. tableau 2). Néanmoins, la hausse des taux directeurs commencerait à alourdir graduellement la charge d'intérêts qui pèse sur les ménages, d'autant plus que leur endettement, déjà très élevé (plus de 150 % du revenu disponible brut au quatrième trimestre de 2006), s'effectue majoritairement à taux variables. Au total, la consommation des ménages britanniques resterait robuste en 2007, un léger ralentissement n'étant attendu qu'à partir du second semestre. L'investissement résidentiel serait lui aussi progressivement moins dynamique cette année, du fait du resserrement des conditions de financement.

L'investissement en équipement conserverait son élan, favorisé à la fois par une demande intérieure dynamique et par une amélioration des débouchés vers l'extérieur. Les entrepreneurs sont d'ailleurs relativement optimistes quant à leurs perspectives à court terme : selon l'enquête d'avril de la *Confederation of British Industry*, les anticipations de production sont plutôt bonnes. De même, les dernières enquêtes *Purchasing Managers' Index* font part de perspectives d'activité favorablement orientées, tant dans les services que dans l'industrie. Comme par ailleurs, les tensions sur l'appareil de production ne cessent de s'accroître, le recul de l'investissement non résidentiel observé au cours du premier trimestre ne serait que temporaire. Seules les hausses passées du taux directeur viendraient progressivement modérer les projets des industriels en toute fin d'année. En conséquence, la croissance de l'investissement des entreprises resterait proche de celle enregistrée l'année passée.

(2) De 25 points de base en août et novembre 2006, janvier et mai 2007.

2

### ROYAUME-UNI : CONSOMMATION - CONTRIBUTIONS TRIMESTRIELLES



Note de lecture : la courbe représente la croissance trimestrielle de la consommation. Celle-ci est modélisée par une relation économétrique faisant intervenir le RDB réel, les prix immobiliers et un indicateur de richesse financière (l'indice Financial Times Stock Exchange - FTSE). Les barres représentent la contribution de chacune de ces variables, ainsi que celle du résidu de l'équation économétrique, à ce taux de croissance. Par exemple, au premier trimestre de 2007, la consommation a progressé de 0,6 %. Le RDB réel explique 0,2 point de cette hausse, la richesse financière 0,2 point et les prix immobiliers 0,4 point. Le résidu s'élève à -0,2 point.

Les exportations britanniques accéléreraient après un point bas au premier trimestre, et retrouveraient une croissance proche de celle de la demande mondiale adressée au Royaume-Uni. La progression plus modérée du taux de change effectif de la livre sterling depuis le début de l'année y contribuerait. Les importations rebondiraient également à partir du deuxième trimestre, grâce à une demande intérieure robuste et à une accélération des exportations.

Au total, le PIB ne ralentirait que très légèrement d'ici la fin de l'année : il progresserait de 0,7 % au deuxième trimestre, puis de 0,6 % aux troisième et quatrième trimestres, ce qui, compte tenu d'acquis de croissance élevés, n'entraînerait pas de véritable ralentissement en moyenne annuelle (+2,7 % après +2,8 % en 2006). Les principaux aléas concernent la vitesse d'ajustement du marché de l'immobilier au durcissement des conditions monétaires et, plus généralement, les délais de transmission de la politique monétaire à l'économie.

## Infléchissement graduel de la croissance nippone au cours de l'année 2007

Le Japon peinerait à sortir définitivement de la déflation qui grève son économie depuis 1998. Certes, les prix de l'immobilier progressent régulièrement dans les plus grandes villes nippones, et tout particulièrement à Tokyo. Cependant, certains aspects de la déflation pourraient perdurer plus longtemps que prévu. En particulier, les prix à la consommation hors énergie et alimentation continueraient de baisser en glissement annuel et la progression des salaires resterait très faible à l'horizon de la fin de l'année. De plus, la croissance des crédits bancaires aux entreprises demeure assez fragile, comme en témoigne la nouvelle baisse au mois d'avril des prêts accordés par les grandes banques nationales.

La consommation des ménages serait freinée au cours des prochains trimestres par la faible dynamique des salaires. Après s'être intensifiées au cours des dernières années, les tensions sur le marché du travail se sont quelque peu atténuées, comme le suggère le repli du ratio «offres sur demandes d'emploi» depuis le début de l'année. L'évolution récente du marché du travail est donc défavorable à la progression des salaires, d'autant

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

en %

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

■ Prévision

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

plus que les entreprises nippones sont toujours soumises à des contraintes sur leurs coûts de production, en raison notamment de la hausse du prix des matières premières. Ainsi, la plupart des grandes entreprises n'auraient accordé que des hausses de salaires très modestes à l'issue des négociations salariales de printemps (Shunto). Les résultats de la dernière enquête Tankan, qui font part d'un nombre croissant d'entreprises se déclarant en situation de sous-effectifs, suggèrent toutefois que l'emploi devrait progresser dans les trimestres à venir. Néanmoins, la confiance des ménages japonais s'est effritée au premier trimestre de 2007, notamment la composante relative aux intentions d'achats de biens durables. La consommation serait donc pénalisée et ralentirait au deuxième trimestre de 2007, avant de retrouver un peu plus de vigueur au second semestre, sous l'effet de la progression attendue de l'emploi et des distributions de bonus en milieu d'année.

L'investissement des entreprises se reprendrait au deuxième trimestre après un repli au premier, en lien avec le léger rebond enregistré fin 2006 des commandes de machines hors navires et énergie<sup>(3)</sup> et le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités. Par la suite, confrontés à une demande intérieure fragile, les entrepreneurs japonais modéreraient leurs investissements. C'est en effet ce que suggèrent les résultats du Tankan d'avril qui témoignent de l'effritement des perspectives de ventes et de profits des entrepreneurs nippons à l'horizon de la fin de l'année (cf. graphique 3).

(3) Les commandes de machines hors navires et énergie constituent un indicateur avancé de l'investissement des entreprises à un horizon de 3 à 6 mois.

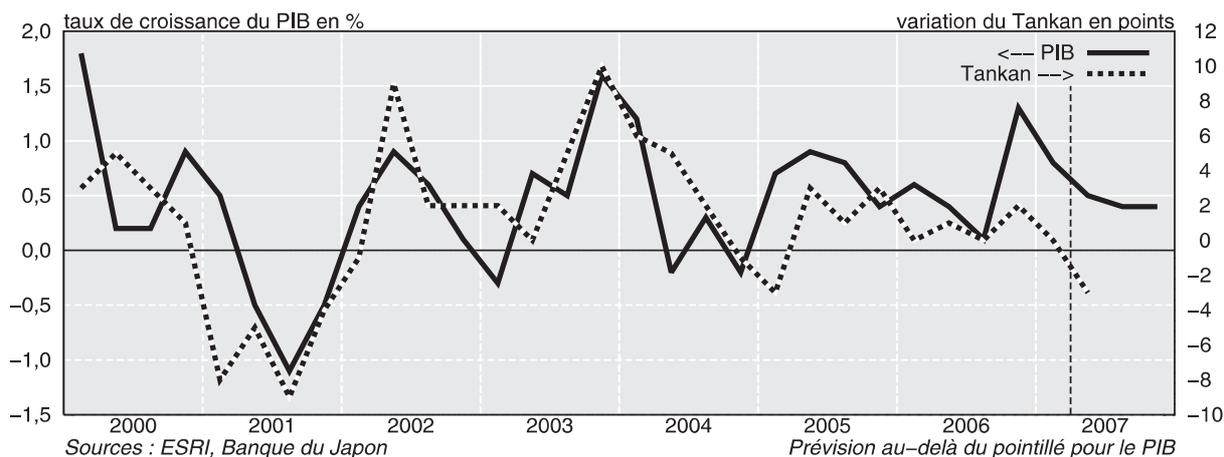
Cette modération des dépenses d'équipement des entreprises japonaises est également corroborée par le net repli des commandes de machines au premier trimestre de 2007, qui se confirmerait au deuxième trimestre selon les prévisions de l'Economic and Social Research Institute.

Les exportations japonaises ont fortement accéléré au premier trimestre de 2007, grâce notamment au rebond de l'activité en Asie du Sud-est, et malgré le recul de la demande en provenance des États-Unis. Le Japon continuerait de bénéficier dans les prochains trimestres non seulement d'un taux de change très favorable pour son commerce extérieur, mais également de la vigueur de l'activité industrielle des principaux pays asiatiques. En effet, la Chine ne montre pour l'instant aucun signe tangible de ralentissement. L'accélération de la demande intérieure, et en particulier de l'investissement des entreprises, observée dans la plupart des économies de la zone asiatique stimulerait les exportations nippones. Cependant, celles-ci marqueraient provisoirement le pas au deuxième trimestre de 2007, corrigeant ainsi un début d'année anormalement élevé. Les exportations japonaises retrouveraient ensuite un certain dynamisme. Quant aux importations, après un deuxième trimestre en ralentissement, elles accéléreraient de nouveau légèrement au second semestre, suivant l'évolution de la demande intérieure.

Au total, la croissance de l'économie japonaise s'établirait à + 2,7 % en 2007 après + 2,2 % l'année précédente. ■

3

### JAPON : PIB ET TANKAN



## Encadré : Quelle synchronisation des cycles conjoncturels asiatiques ?

### Climat conjoncturel favorable en Asie

L'activité industrielle demeurerait soutenue en Asie (y compris Chine) à l'horizon de la fin de l'année. En effet, les pays de la zone continueraient de bénéficier d'un commerce extérieur dynamique et de l'essor de la demande intérieure.

L'économie chinoise ne montre actuellement aucun signe tangible de ralentissement. Son rythme de croissance a dépassé 11 % en glissement annuel au premier trimestre de 2007, après déjà plus de 10 % au trimestre précédent. L'activité est toujours portée par des exportations soutenues et par une forte croissance de l'investissement, en dépit des resserments monétaires opérés par la banque centrale chinoise. Cette dynamique devrait se poursuivre à l'horizon de la fin de l'année. Le glissement annuel de la production industrielle pourrait même continuer de progresser, comme le suggère l'évolution récente de la composante production de l'indice PMI (54,6 en mai, contre 52,9 en moyenne au premier trimestre de 2007).

De même, la croissance resterait vigoureuse en Asie du Sud-est en 2007. Les tensions inflationnistes survenues l'an passé suite au renchérissement des prix des matières premières, notamment en Indonésie et en Thaïlande, sont en voie de dissipation. Dès lors, l'assouplissement des politiques monétaires engagé par la plupart des banques centrales de la zone se poursuivrait à l'horizon de la fin 2007. Cette baisse générale des taux d'intérêt favoriserait notamment l'investissement des entreprises. Dans ce contexte, le rebond de l'activité industrielle enregistré en début d'année se confirmerait dans les trimestres à venir. C'est d'ailleurs ce que suggère la progression de l'indicateur conjoncturel avancé en Corée du Sud, à Taïwan et en Thaïlande entre janvier et mai 2007. Les pays de la zone Asie du Sud-est continueraient ainsi de bénéficier du dynamisme de leur demande intérieure et de la robustesse de la croissance chinoise.

### Chine et Asie du Sud-est : deux dynamiques conjoncturelles distinctes

Compte tenu de la divergence apparue depuis un an entre les États-Unis d'une part et les pays d'Asie d'autre part, Chine en tête, il est important d'analyser les liens qui peuvent exister entre les cycles respectifs de tous ces pays. La question de la capacité de l'Asie à soutenir sa croissance face au ralentissement américain se pose notamment, surtout si celui-ci venait à s'amplifier.

Pour certaines économies asiatiques, des données d'enquête de conjoncture sont disponibles mais sur une période insuffisamment longue pour une analyse en termes de cycles. Nous avons donc choisi la production industrielle comme indicateur conjoncturel de référence sur une période allant de janvier 1994 à mars 2007. Par ailleurs, par souci de cohérence avec les données chinoises, les estimations portent sur les glissements annuels. Enfin, quelques traitements préliminaires spécifiques ont été nécessaires : l'effet du nouvel an chinois<sup>(1)</sup> pour la Chine et Taïwan, et l'effet du Ramadan<sup>(2)</sup> pour l'Indonésie ont été corrigés.

L'analyse des corrélations entre pays de la zone<sup>(3)</sup> (Chine, Corée du sud, Taïwan, Thaïlande, Indonésie et Malaisie) et des économies liées (Japon et États-Unis) fait ressortir deux enseignements principaux :

- L'évolution de la production industrielle des principaux pays asiatiques, hormis le Japon et Taïwan, semble relativement indépendante du cycle industriel aux États-Unis et ce quels que soient les retards considérés pour l'Indice de la production industriel américain (IPI).
- Parmi les pays étudiés, l'IPI japonais présente la corrélation avec les États-Unis la plus élevée. Il est aussi fortement corrélé aux autres pays asiatiques. Le Japon semble donc jouer le rôle d'intermédiaire en termes de commerce extérieur entre les États-Unis et l'Asie émergente.

En extrayant pour chaque pays un facteur spécifique et en contraignant ces facteurs à des caractéristiques cycliques similaires (période et atténuation), on retrouve les mêmes conclusions (cf. tableau 1). Par ailleurs, le cycle conjoncturel chinois apparaît peu corrélé avec ceux des autres pays de la zone qui forment à l'inverse un groupe plutôt en phase. L'esti-

(1) La date du nouvel an chinois étant fixée à partir du calendrier traditionnel chinois luni-solaire, celle-ci peut avoir lieu en janvier ou en février. Sur la période d'étude, les dates de début de festivités sont : 10/02/94, 31/01/95, 19/02/96, 07/02/97, 28/01/98, 16/02/99, 05/02/00, 24/01/01, 12/02/02, 01/02/03, 22/01/04, 09/02/05, 29/01/06.

(2) La date du Ramadan étant fixée à partir du calendrier musulman, celle-ci est avancée chaque année d'environ 10 jours dans le calendrier grégorien. Le mois affecté n'est donc pas toujours le même.

(3) Bien que Hong-Kong et Singapour suivent *a priori* un cycle conjoncturel proche, ils ont été exclus du champ d'investigation, l'historique ou la périodicité des données étant trop restreinte.

Tableau 1  
Corrélation des facteurs pays spécifiques

	Thaïlande	Taïwan	Indonésie	Chine	Corée du Sud	Japon	États-Unis	Malaisie
Thaïlande	1,00	0,25	0,58	-0,08	0,56	0,49	-0,27	0,52
Taïwan		1,00	0,02	0,16	0,41	0,52	0,45	0,49
Indonésie			1,00	-0,06	0,52	0,41	0,02	0,59
Chine				1,00	-0,06	0,12	-0,06	-0,08
Corée du Sud					1,00	0,41	0,23	0,63
Japon						1,00	0,33	0,70
États-Unis							1,00	0,36
Malaisie								1,00

Sources : instituts statistiques nationaux, Insee

mation d'un modèle à deux facteurs communs, au lieu d'un seul, confirme cette dichotomie entre la Chine d'une part et les autres pays de l'Asie émergente d'autre part : le premier facteur explique ainsi 85 % de la variance de l'IPI chinois, tandis que le second pèse pour 30 à 78 % selon les pays

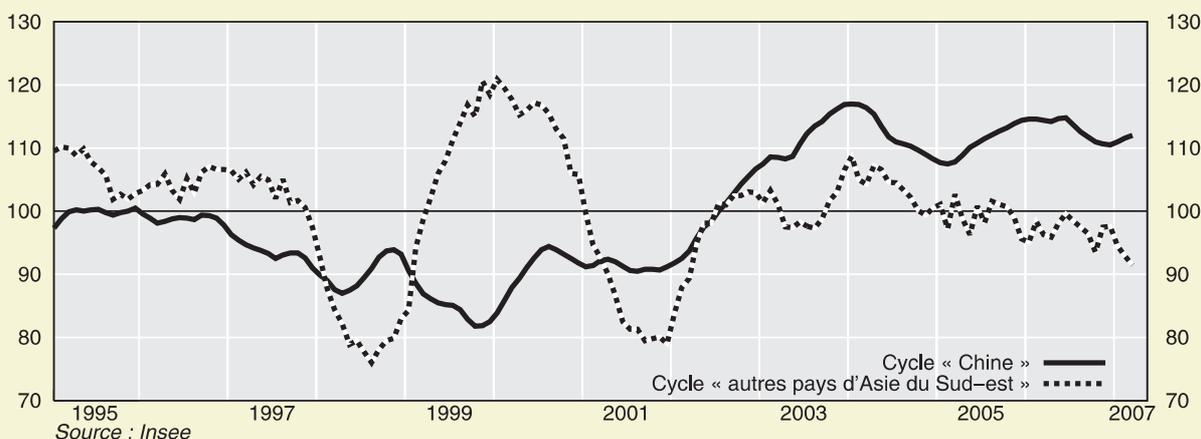
(cf. tableau 2). Il y a donc bien une certaine synchronisation des cycles conjoncturels, notamment industriels, dans les pays d'Asie du sud-est mais leur dynamique commune est assez éloignée de celle de l'économie chinoise (cf. graphique). ■

**Tableau 2**  
**Modèle à deux facteurs - poids et décomposition de la variance**

	Thaïlande	Taïwan	Indonésie	Chine	Corée du Sud	Japon	États-Unis	Malaisie
Poids facteur 1	1,00	0,89	0,61	2,63	1,29	0,18	0,55	1,20
Poids facteur 2	1,00	0,83	1,51	0,15	1,59	0,92	0,31	1,83
Part 1 en %	2	3	1	85	3	0	4	3
Part 2 en %	30	29	40	3	55	51	16	78

Sources : instituts statistiques nationaux, Insee

**LES DEUX PRINCIPAUX FACTEURS CYCLIQUES EN ASIE DU SUD-EST**



# Conjoncture dans la zone euro

Au premier trimestre de 2007, le PIB de la zone euro a crû de 0,6 %. Il a été tiré essentiellement par l'investissement (+2,5 %), alors que la reconstitution des stocks (+0,5 point) aurait compensé une forte contribution négative des échanges extérieurs (-0,5 point). En Allemagne, la croissance a plutôt surpris à la hausse, alors qu'elle a marqué le pas en Italie.

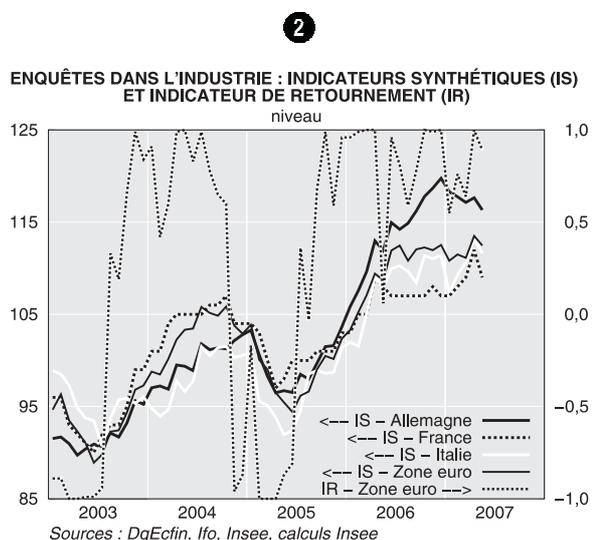
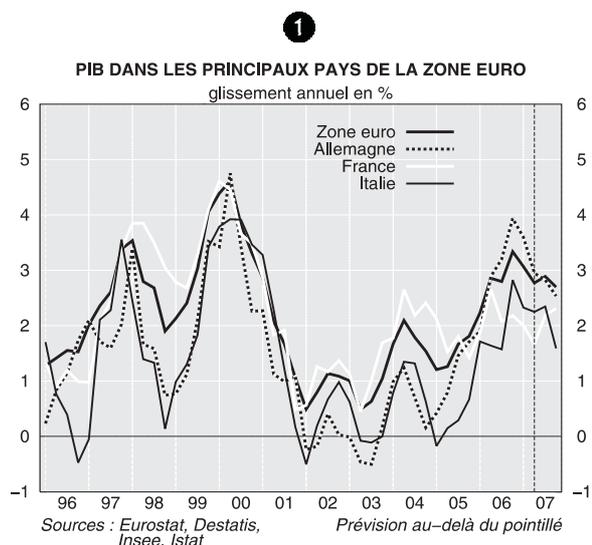
Le recul de la consommation des ménages (-0,1 %) serait rattrapé sur le reste de l'année. L'amélioration du marché de l'emploi et le maintien de la progression des salaires soutendraient en effet les dépenses des ménages, qui progresseraient en 2007 sensiblement au même rythme qu'en 2006 (+1,7 %) malgré la hausse de la TVA en Allemagne.

L'accélération de l'investissement se poursuivrait cette année (+6,1 %). Les échanges extérieurs contribueraient négativement à la croissance, en lien avec le ralentissement de la demande mondiale et le maintien d'une dynamique élevée de la demande intérieure. Au total, la croissance du PIB égalerait la performance de 2006, à +2,8 %.

## La bonne orientation de l'activité se confirmerait en 2007

Le PIB a ralenti dans les principaux pays de la zone euro au cours du premier trimestre de 2007, à l'exception de la France où l'activité était moins forte que celle de la zone fin 2006 (cf. graphique 1). Malgré l'impact de la hausse de la TVA en Allemagne sur la consommation des ménages, la demande intérieure s'est maintenue grâce à un fort rebond de l'investissement en équipement (+2,7 %) qui avait fléchi sur la seconde moitié de 2006. Comme au quatrième trimestre de 2006, d'importantes variations de stocks ont compensé l'évolution du solde extérieur (+0,5 et -0,5 point de contribution à la croissance respectivement, cf. tableau 1). Les fortes fluctuations fin 2006-début 2007 des contributions du commerce extérieur et des stocks invitent à les lisser sur les deux trimestres concernés : en moyenne sur ces deux trimestres, les contributions des stocks et du commerce extérieur sont quasiment nulles, et la croissance moyenne des exportations et des importations s'élève à +1,9 % et +1,6 % respectivement, des chiffres plus représentatifs des tendances à l'œuvre.

Depuis le début de l'année, le climat des affaires dans l'industrie de la zone euro s'est stabilisé à un haut niveau, bien que des évolutions divergentes aient été observées dans les principaux pays (cf. graphique 2). Les décalages conjoncturels ont atteint un pic en janvier, puis ont initié un mouvement de convergence par la suite. Cependant, en dépit de la stabilisation du climat des affaires observée sur l'ensemble de la zone, la production industrielle a rebondi au premier trimestre. L'amortissement par les variations de stocks de



l'accélération non anticipée de la demande étrangère fin 2006 pourrait expliquer en partie ces évolutions inhabituelles des 6 derniers mois.

+0,7 % par trimestre jusqu'à la fin de l'année, et reproduirait ainsi en moyenne annuelle la performance de 2006 (+2,8 %).

Les enquêtes de conjoncture dans les services ont en revanche poursuivi leur progression depuis le début de l'année. La croissance serait plus équilibrée entre les principaux secteurs de l'économie pour les trimestres à venir, avec le rebond de l'activité dans l'industrie et le maintien de la contribution de l'activité dans les services à un niveau élevé. Dans la construction, l'activité se tasserait du fait de l'Allemagne et de l'Espagne et ne contribuerait plus à la croissance, après avoir bénéficié sur le premier trimestre de facteurs climatiques favorables. Le PIB de la zone euro progresserait de

### La consommation des ménages resterait soutenue

Alors que les anticipations d'achats des ménages allemands ont eu un impact apparent très limité sur l'évolution de la consommation privée en zone euro fin 2006, le choc sur les prix en Allemagne l'a en revanche fait reculer de 0,1 % au premier trimestre de 2007. La faiblesse inhabituelle de la consommation des ménages espagnols, traditionnel soutien de la consommation agrégée de la

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

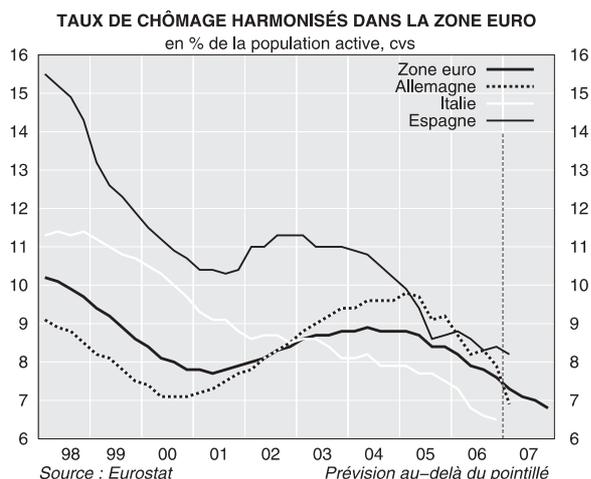
	Variations trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2006				2007				2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
en %											
<b>ALLEMAGNE (29,4 %)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,8	1,2	0,8	1,0	0,5	0,6	0,7	0,7	1,1	3,0	2,9
Consommation des ménages	0,8	-0,1	0,7	0,3	-1,4	1,1	0,8	0,8	0,3	0,9	0,7
FBCF totale	0,1	4,3	1,2	1,2	4,2	-0,5	1,3	1,6	1,0	6,5	7,5
Consommation publique	1,6	-0,3	0,7	-0,3	2,1	0,0	0,0	0,0	0,6	1,5	2,1
Exportations	5,2	0,7	4,3	6,0	-1,2	1,7	2,1	2,1	7,1	13,4	8,6
Importations	5,8	-0,6	4,0	1,1	3,7	1,8	2,5	2,5	6,7	11,9	9,9
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,7	0,8	0,2	0,3	0,6	0,7	0,8	0,7	2,0	2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,0	-0,3	-1,6	2,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,9
<i>Commerce extérieur</i>	0,1	0,5	0,5	2,4	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,4	-0,1
<b>ITALIE (17,9 %)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,2	1,9	2,1
Consommation des ménages	0,5	0,4	0,5	0,3	0,7	0,4	0,3	0,3	0,6	1,5	1,8
FBCF totale	1,8	0,4	-0,4	2,0	0,7	0,9	0,9	0,9	-0,2	2,5	3,5
Consommation publique	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	1,5	-0,3	0,2
Exportations	2,3	1,3	-1,8	4,3	0,4	0,5	1,0	1,0	0,0	5,4	4,1
Importations	1,2	0,3	2,2	1,7	-0,9	0,5	1,0	1,0	1,0	4,4	2,6
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,6	0,3	0,3	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	1,3	1,8
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,0	1,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,3	0,3	-1,1	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,4
<b>ZONE EURO (27, 8%)<sup>(2)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,9	0,9	0,6	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	1,6	2,8	2,8
Consommation des ménages	0,5	0,3	0,7	0,4	-0,1	0,8	0,7	0,7	1,6	1,8	1,7
FBCF totale	1,2	2,1	1,0	1,5	2,5	0,7	1,2	1,4	2,8	5,0	6,1
Consommation publique	1,1	0,1	0,6	0,4	0,8	0,3	0,3	0,3	1,4	2,0	1,9
Exportations	3,6	1,0	1,4	3,5	0,3	1,2	1,4	1,4	4,4	8,2	5,8
Importations	2,7	0,8	2,1	1,7	1,6	1,2	1,7	1,7	5,3	7,8	6,3
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	1,7	2,5	2,6
<i>Variations de stocks</i>	-0,2	0,2	0,1	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	0,4	0,1	-0,2	0,7	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-0,2

■ Prévission

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

Source : Eurostat



zone euro, a également contribué à ce recul (+0,2 % de croissance trimestrielle en début d'année, mais +1,0 % en moyenne depuis 4 ans).

En un an, le taux de chômage a diminué de près d'un point en zone euro, entraîné par la forte décline en Allemagne (-1,8 point, cf. graphique 3). En revanche, les créations d'emploi ont ralenti sur cette période en Espagne, tout en restant largement supérieures à celles des autres grands pays de la zone euro. La poursuite attendue de l'amélioration du marché de l'emploi, soutenue par l'accélération passée de l'activité, commencerait à exercer en 2007 une pression à la hausse sur les salaires, à l'instar des accords salariaux passés au printemps en Allemagne dans les principales branches de l'industrie (entre +3,5 % et +4,0 % d'augmentation sur un an). Au niveau agrégé, l'accélération de la masse salariale serait toutefois modérée par le ralentissement attendu en Italie, parce que les revalorisations exceptionnelles des salaires dans la fonction publique en 2005 et 2006 n'y seraient pas reconduites cette année.

Les politiques fiscales des principaux pays de la zone euro seraient neutres en terme de contribution des prélèvements nets à la croissance du revenu des ménages par rapport à 2006. En 2007, le pouvoir d'achat progresserait de +1,8 %, soit 0,8 point de plus qu'en 2006 (cf. tableau 2). La consommation des ménages de la zone euro devrait ainsi rebondir vigoureusement au deuxième trimestre (+0,8 %) et progresserait finalement sur l'ensemble de l'année à un rythme presque équivalent à celui de 2006 (+1,7 % après +1,8 % en 2006).

### L'investissement en équipement accélérerait, alors que la construction ralentirait légèrement

L'investissement a été le principal moteur de la croissance de la zone euro au premier trimestre (+2,5 %). Les dépenses en équipement ont rebondi (+2,7 %), en lien avec le dynamisme de la production industrielle. En outre, l'activité dans la construction a bénéficié de la douceur exceptionnelle des températures, en particulier en Allemagne et en France. L'investissement dans ce secteur s'est ainsi accru de +1,7 % au premier trimestre de 2007.

D'ici la fin de l'année, l'investissement productif serait soutenu par le rétablissement des perspectives d'activité et la saturation des capacités de production (cf. graphique 4). En Allemagne, les entrepreneurs anticiperaient en outre certains projets d'investissement au second semestre de 2007 pour bénéficier des possibilités élargies d'amortissement avant qu'elles ne prennent fin au début de l'année suivante. En Italie, l'arrêt de la dégradation du taux de marge des entreprises permettrait à l'investissement productif de continuer de croître à un rythme soutenu. Ainsi, après un début d'année exceptionnel, l'investissement en équipement dans la zone euro reviendrait d'abord sur un rythme de croissance moyen au deuxième trimestre (+1,0 %),

**Tableau 2**  
**Zone euro : compte des ménages**

moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %

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

■ Estimation/Prévision

Sources : Eurostat, calculs Insee

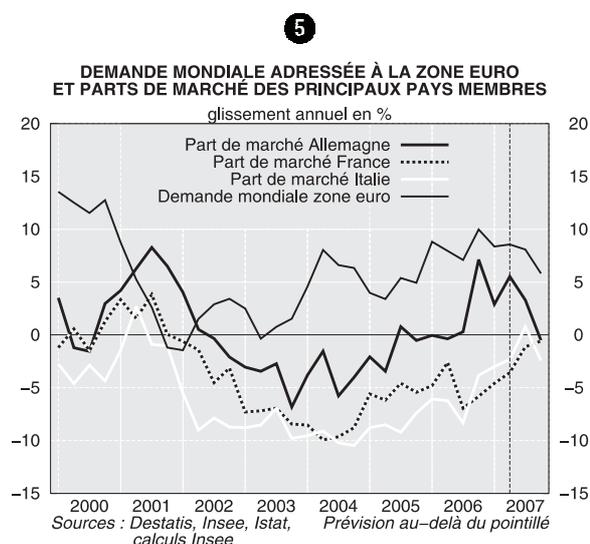
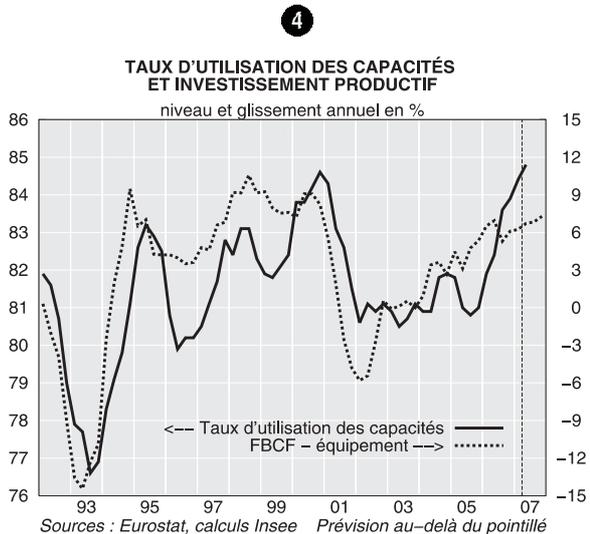
puis il ré-accélérait légèrement sur la seconde moitié de l'année pour atteindre une croissance annuelle de +6,3 % en 2007, supérieure à celle de 2006.

L'activité exceptionnellement forte dans la construction sur le début de l'année 2007 se corrigerait au deuxième trimestre : l'investissement en construction se replierait (-0,2 %). Il devrait croître à un rythme très modéré par la suite. En effet, après huit ans de forte expansion, le secteur semble avoir amorcé un ralentissement en Espagne (cf. encadré « *L'auberge espagnole au bord de la crise (de nerfs) ?* »). De plus, l'arrêt des mesures fiscales de soutien en Allemagne qui, bien qu'effectif depuis un an, a continué à soutenir l'activité en construction l'an passé du fait des délais habituels entre autorisations de construire et achèvement des travaux, commencerait à faire sentir ses effets. Finalement, l'investissement en construction ralentirait légèrement en 2007 par rapport à 2006 (+4,1 %).

### Le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance

En lien avec le dynamisme de l'activité dans l'industrie, les importations sont restées allantes au premier trimestre de 2007 (+1,6 %). La croissance exceptionnelle de la demande étrangère enregistrée fin 2006 en provenance de partenaires commerciaux secondaires ne s'est pas reproduite début 2007 et a même provoqué une correction au premier trimestre : les exportations de la zone euro n'ont que faiblement augmenté (+0,3 %). Le phénomène inverse à celui observé fin 2006 s'est ainsi produit sur le premier trimestre de 2007 : la contribution du commerce extérieur à la croissance en zone euro a été très négative (-0,5 point) mais compensée par celle en provenance des variations de stocks, notamment en Allemagne.

D'ici la fin de l'année, les exportations devraient donc croître plus modérément qu'en 2006 (+1,2 % au deuxième trimestre puis +1,4 % par trimestre sur le second semestre, cf. graphique 5), en ligne avec une croissance moins vive de la demande étrangère. Après un fort début d'année, les



importations ralentiraient au deuxième trimestre (+1,2 %) puis suivraient les évolutions de la demande intérieure et des exportations (+1,7 % par trimestre au second semestre). Au total, alors qu'il avait contribué positivement à la croissance en 2006, le commerce extérieur la pénaliserait dans tous les grands pays de la zone euro en 2007 (-0,2 point sur l'ensemble de la zone), à l'exception de l'Italie. ■

## Encadré 1 : La fin du " Kartell " des six instituts allemands...

En février, le ministère de l'Économie allemand annonçait son souhait de réformer l'organisation de l'exercice de prévision économique conjointe (*Gemeinschaftsdiagnose*), qui donne lieu à la publication du rapport dit «des 6 instituts». Cette prévision biannuelle (avril et octobre) existe depuis plus de cinquante ans et était confiée depuis l'unification à six instituts de conjoncture allemands : l'Ifo (Munich), le DIW (Berlin), le RWI (Essen), l'IfW (Kiel), l'IWH (Halle) et le HWWA<sup>(1)</sup> (Hambourg).

Pour le prochain rapport d'automne, le ministère de l'Économie a décidé de procéder à un appel d'offre qu'il renouvellera tous les trois ans pour sélectionner des instituts, au nombre de quatre maximum. Les instituts sélectionnés devront publier des prévisions pour l'année en cours et l'année

suivante deux fois par an, au printemps et à l'automne comme actuellement. Pour le rapport de printemps, le groupe devra en outre élaborer une prévision de moyen terme sur un horizon de cinq ans. Un représentant du ministère participera au groupe de travail en tant qu'observateur.

La plus grande nouveauté est que tous les instituts économiques européens peuvent se porter candidat, sous réserve qu'il s'agisse d'instituts indépendants et que l'allemand reste la langue de travail du groupe. L'expérience et la qualité des travaux économiques effectués par les instituts seront les premiers critères de sélection. Autre originalité, les instituts peuvent faire acte de candidature seuls ou conjointement avec un autre institut afin d'accentuer le poids de leur candidature (leur sélection compterait alors pour un seul institut).

Les candidatures ont été envoyées mi-mai et le résultat de l'appel d'offre devrait être connu au moment de la publication de la note. ■

(1) Lors du dernier rapport de printemps, les instituts n'étaient plus que cinq, la qualité des travaux du HWWA ayant été jugée insuffisante par l'autorité d'évaluation.

## Encadré 2 : L'auberge espagnole au bord de la crise (de nerfs) ?

### L'Espagne à l'écart du cycle de construction de la zone euro

Depuis le début des années 90, le cycle de la construction en Espagne a été particulièrement atypique par rapport à celui des autres pays de la zone euro. Le secteur immobilier est en effet très rapidement sorti de la crise de 1993, et surtout il a connu depuis une croissance exceptionnelle pendant plus de 10 ans. Le taux d'investissement en logements résidentiels dépassait ainsi 9 % en Espagne en 2006, alors qu'il fluctuait entre 3 % et 6 % depuis le milieu des années 80 chez ses voisins (cf. graphique A).

### Une capacité d'offre hypertrophiée...

L'augmentation continue depuis 10 ans du taux d'investissement en construction résidentielle s'est traduite par une croissance ininterrompue de la part du secteur de la construction dans la valeur ajoutée totale. Cette part a bondi de 7 % à 12 % sur cette période, alors que chez ses voisins elle n'a augmenté au mieux que de 1 point au cours de ce cycle (+6,4 % en moyenne pour la zone euro en 2006). Depuis 1996, la contribution moyenne de la construction à la croissance annuelle du PIB s'est établie à 0,5 point en Espagne, soit 0,4 point de plus que dans la zone euro. En cumulé sur cette période, la croissance du secteur espagnol de la construction a ainsi représenté près de 0,5 point du PIB de la zone euro.

Au cours des dix dernières années, l'Espagne a été à l'origine de plus d'un tiers des emplois créés en zone euro, soit près de 6 millions sur un total de 16,5 (plus de la moitié depuis le début des années 2000). En particulier, les créations d'emploi n'y ont pas enregistré de ralentissement notable au début des années 2000 contrairement à ce qui s'est produit dans les trois autres grands pays de la zone euro. Le secteur espagnol de la construction rassemble plus de 20 % de ces nouveaux emplois : un emploi sur 12 créé dans la zone euro sur cette période l'a ainsi été dans ce secteur.

L'importance de la construction dans l'économie espagnole a ainsi quasiment doublé au cours du cycle actuel. Elle pèse de manière non négligeable à la fois sur la production et -indirectement- sur la demande par le soutien apporté via les emplois créés à la formation du revenu des ménages.

### ... en réponse à une demande atypique au sein des grands pays de la zone euro...

Deux facteurs sont venus soutenir la demande de logement et, partant, la croissance de la construction. Tout d'abord, la démographie en Espagne a été nettement plus dynamique que la moyenne de la zone euro : la population espagnole a crû en moyenne annuelle de +0,5 % de 1996 à 2000, et de +1,6 % depuis, contre +0,4 % et +0,6 % respectivement en zone euro. Cette croissance démographique très vigoureuse est pour l'essentiel le fruit de migrations de travailleurs adultes, qui représentent 55 % des nouveaux entrants sur le marché du travail. L'augmentation du nombre de ménages est sans doute encore plus importante comme le suggère la croissance particulièrement soutenue de la population active (+3,8 % en moyenne au cours des cinq dernières années). Elle aurait entraîné par conséquent une demande en logements très forte.

Ensuite, l'intégration monétaire et financière de l'Espagne à la zone euro a entraîné une forte baisse des taux d'intérêt réels (cf. graphique B). L'accès des ménages au crédit a en outre été facilité par l'allongement des maturités, l'assouplissement des conditions de prêts et la diminution du coût des emprunts grâce à la généralisation des crédits à taux variables ; ces derniers représentaient 93 % des nouveaux emprunts immobiliers contractés en 2006. Les conditions de financement des ménages se sont donc nettement améliorées, favorisant l'achat immobilier.

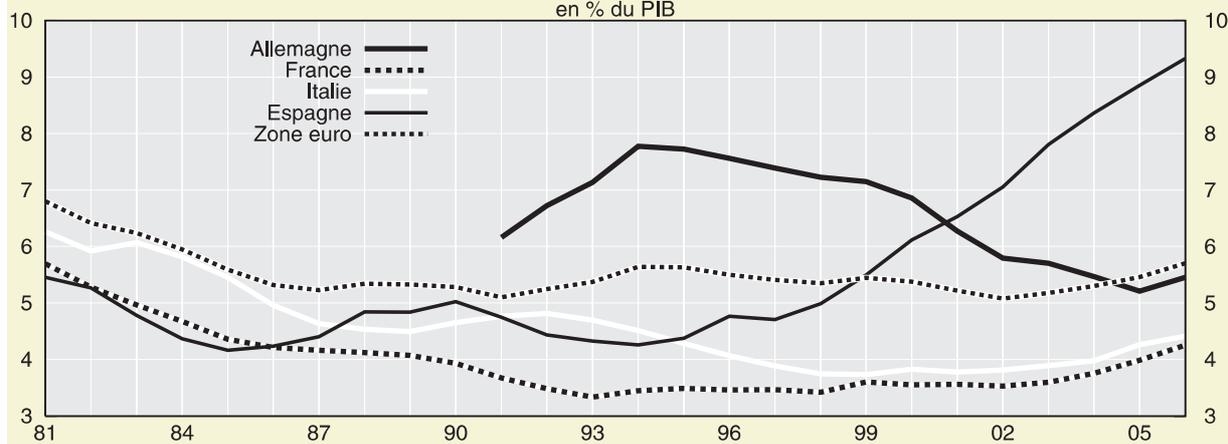
### ... mais dont l'évolution récente rend nécessaire un ajustement à la baisse

Si la baisse des taux d'intérêt a fortement soutenu la croissance de la construction en Espagne depuis le début du cycle actuel, la politique de resserrement monétaire engagée par la Banque centrale européenne pourrait en sens inverse la freiner. Du côté de la demande des ménages, la remontée des taux d'intérêt découragerait l'investissement immobilier par l'augmentation du coût des emprunts. Du côté de l'offre de crédits, les conditions d'accès des ménages se durciraient, d'autant plus que le taux d'endettement des ménages a littéralement explosé de 50 % à 125 % en 10 ans et augmenté le risque d'insolvabilité.

A

### TAUX D'INVESTISSEMENT EN CONSTRUCTION RÉSIDENIELLE

en % du PIB



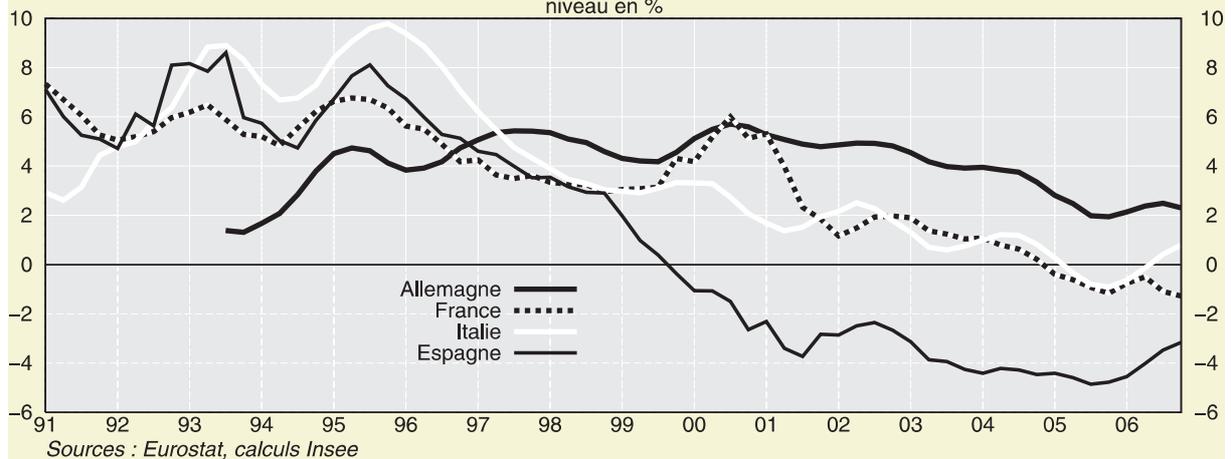
Sources : Eurostat, calculs Insee

Le ralentissement observé des prix immobiliers depuis 2004 témoigne d'un début d'ajustement à l'œuvre sur le marché. La prime de risque implicite associée à la détention d'actifs immobiliers a baissé depuis 3 ans, signe que la rémunération de l'investissement en construction est sans doute devenue insuffisante<sup>(1)</sup> (cf. graphique C). Elle se situe désormais à un niveau proche de celui observé avant l'éclatement de la bulle spéculative au début des années 90. Sans toutefois envisager une correction aussi brutale qu'alors dans les trimestres à venir, cette évolution laisse apparaître la nécessité d'une poursuite du ralentissement des prix immobiliers et corrélativement de l'activité dans le secteur de la construction.

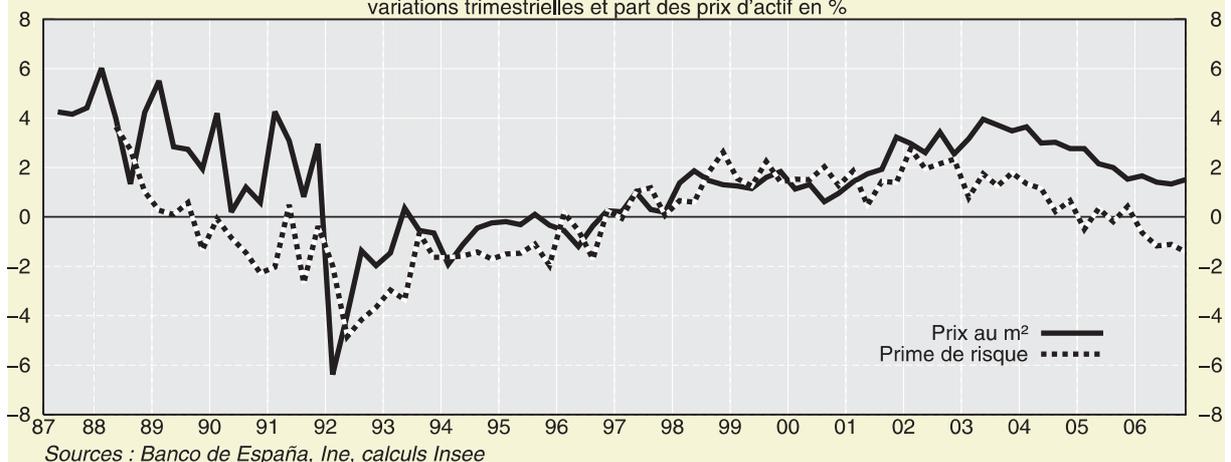
Les conséquences d'un tel ajustement pour l'économie espagnole dépasseraient le seul secteur de la construction. Le ralentissement de l'activité dans la construction entraîne généralement une correction brutale et rapide de l'emploi du fait de la nature précaire des contrats de travail dans ce secteur, avec un impact non négligeable sur le revenu. Il s'ajouterait à l'alourdissement de la charge d'intérêts sur les emprunts déjà contractés, lié au mécanisme de prêts à taux variable très largement répandu, et pourrait freiner significativement la consommation et la demande globale. Sans remettre nécessairement en cause le modèle espagnol, il signifierait un retour de l'économie sur une croissance plus proche de son potentiel. ■

(1) Le modèle utilisé pour le calcul de la prime de risque est décrit dans le dossier « Marché immobilier : voit-on une bulle ? » (A.-J. Besone, B. Heitz, J. Boissinot) de la Note de conjoncture de mars 2005.

**B**  
**TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À LONG TERME**  
 (déflaté des prix de l'investissement en immobilier résidentiel)  
 niveau en %



**C**  
**PRIX DE L'IMMOBILIER ET PRIME DE RISQUE**  
 variations trimestrielles et part des prix d'actif en %



# Prix à la consommation au sein de la zone euro

Depuis janvier 2007, l'inflation fluctue entre 1,8 % et 1,9 %, niveau qu'elle devrait conserver en juin. À l'horizon de la fin de l'année, sous les hypothèses d'une stabilité du prix du pétrole, à 65 dollars le baril, et du taux de change euro-dollar, à 1,35, son profil serait essentiellement dicté par celui de l'inflation énergétique. Celle-ci serait soumise à des effets de base liés aux fortes variations du prix du *brent* au second semestre de 2006. Ainsi, l'inflation refluerait à 1,5 % en août avant de se redresser pour dépasser 2,0 % en décembre.

Affectée début 2007 par la hausse du taux normal de TVA en Allemagne, l'inflation sous-jacente continuerait d'augmenter (2,0 % en décembre), poussée par le haut niveau du taux d'utilisation des capacités, l'amélioration du marché du travail et la légère accélération des coûts salariaux dans les services marchands. Ce mouvement de hausse serait toutefois atténué par la baisse des prix des produits importés, permise par l'appréciation récente de l'euro.

## La composante énergétique dicterait le profil de l'inflation

Au cours du premier trimestre de 2007, le prix du *brent* a fortement fluctué. La baisse significative du début d'année a été suivie par une envolée au mois de mars, après l'enlèvement de marins britanniques en Iran (cf. fiche « Pétrole et matières premières »). Le cours du *brent* n'a toutefois pas at-

teint son niveau de l'an passé, ce qui a conduit à une baisse du glissement annuel des prix énergétiques (+0,3 % en mai 2007 après +2,9 % en décembre 2006).

L'inflation énergétique devrait continuer de refluer jusqu'à -2,1 % en août 2007 en raison d'un effet de base : alors que le prix du baril de *brent* avait atteint 70 dollars l'été dernier, on l'attend aux alentours de 65 dollars sur le second semestre de 2007. À l'horizon de la fin de l'année, le glissement annuel des prix énergétiques rejoindrait celui de 2006 et s'établirait à +3,4 % (cf. tableau 1).

## L'inflation alimentaire déclinerait en fin d'année

Les prix de l'alimentation, qui comprennent ceux du tabac et des boissons alcoolisées, ont légèrement décéléré au premier trimestre de 2007. La baisse significative de l'inflation des produits frais dans les pays méditerranéens, induite par un hiver très doux, a plus que contrebalancé la forte augmentation du prix du tabac en Espagne. Le glissement annuel des prix de l'alimentation en zone euro est ainsi passé de +2,7 % à +2,3 % entre décembre 2006 et mars 2007.

L'épisode de sécheresse du mois d'avril et la météo très perturbée début mai ont constitué des conditions climatiques très défavorables à la récolte de fruits et légumes en Europe, provoquant ainsi une hausse des prix des produits frais très inhabituelle

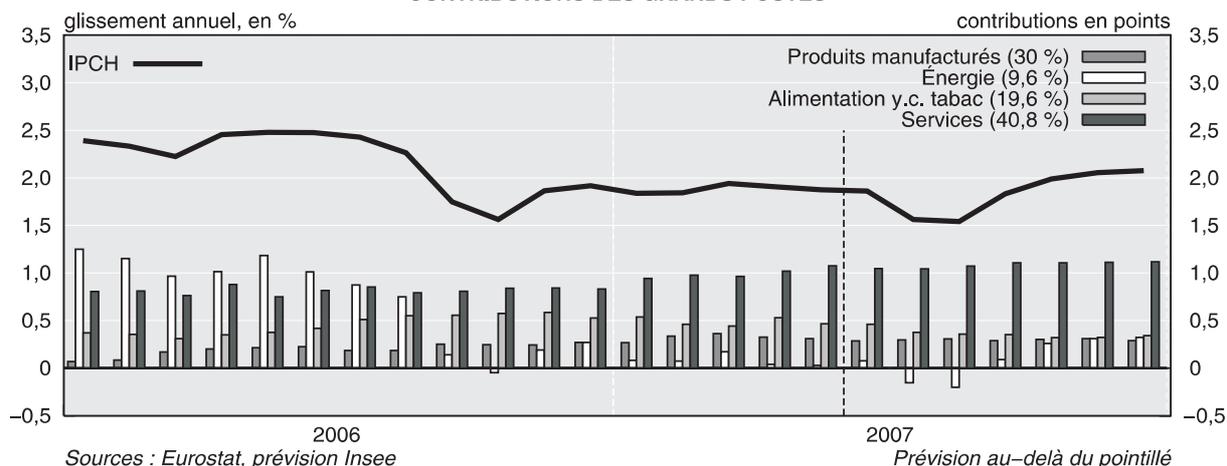
Tableau 1  
Inflation de la zone euro

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

■ Prévission  
Sources : Eurostat, prévisions Insee

1

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



en ce début de deuxième trimestre. Sous l'hypothèse d'un retour à la normale de la météo, l'inflation alimentaire refluerait pendant l'été. Elle diminuerait de nouveau en octobre, grâce à la disparition de l'effet de l'augmentation du prix du tabac, intervenue un an plus tôt en Allemagne (cf. graphique 1).

### L'inflation sous-jacente progresserait graduellement

Le relèvement de trois points du taux normal de la TVA allemande au premier janvier explique en grande partie l'augmentation de l'inflation sous-jacente<sup>(1)</sup> en début d'année (1,8 % au premier trimestre, après 1,5 % au quatrième trimestre de 2006, cf. graphique 2). L'effet de cette mesure a été concentré sur le mois de janvier pour les prix des services, alors qu'il a été plus diffus pour ceux des produits manufacturés. Deux phénomènes,

spécifiques à l'Italie, ont également contribué au redressement de l'inflation sous-jacente : d'une part, des hausses de prix plus importantes qu'à l'accoutumée des articles d'habillement à la sortie de période de promotions ; d'autre part, une augmentation inhabituelle des prix des services de santé.

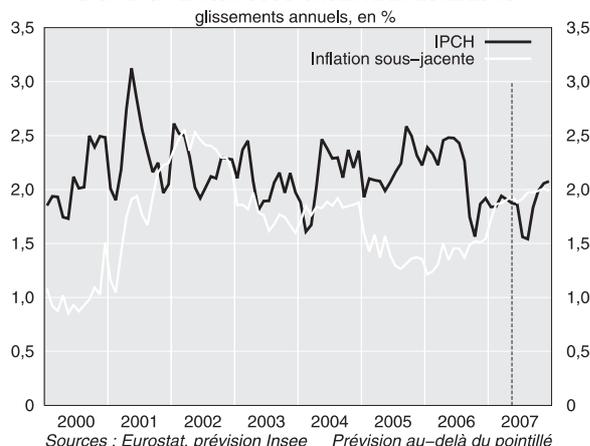
Après une légère baisse au mois de mai, le glissement annuel des prix des produits manufacturés se stabiliserait autour de +1,0 % jusqu'à la fin de l'année 2007 (cf. tableau 1). L'appréciation récente de l'euro, en abaissant les prix des biens importés, contrebalancerait les tensions exercées par le haut niveau du taux d'utilisation des capacités sur les prix à la production dans l'industrie manufacturière. En outre, malgré les augmentations de salaires consenties récemment dans les secteurs de la métallurgie et de la chimie en Allemagne, la hausse des coûts salariaux unitaires resterait contenue.

Après trois mois de stabilité, l'inflation dans les services en zone euro a augmenté en avril sous l'effet notamment de l'envolée des droits d'inscription dans le secteur de l'éducation en Allemagne<sup>(2)</sup>. Par la suite, elle progresserait sur une pente douce, dans un contexte de poursuite de l'amélioration du marché du travail : le taux de chômage, à 7,2 % en février, a atteint son plus bas niveau depuis 15 ans. La légère accélération des coûts salariaux dans les services marchands soutiendrait également cette hausse. L'inflation dans les services s'établirait ainsi à 2,7 % à la fin de l'année 2007 (cf. tableau 1 et graphique 1).

Au total, le plafonnement de l'inflation des produits manufacturés, conjugué à la légère accélération des prix des services, conduirait l'inflation sous-jacente à progresser modérément jusqu'à 2,0 % en

2

### IPCH ET INFLATION SOUS-JACENTE EN ZONE EURO



(1) L'inflation sous-jacente, telle qu'elle est définie par l'institut statistique européen Eurostat, n'est pas corrigée des mesures fiscales.

(2) En mai 2005, la cour constitutionnelle fédérale allemande a autorisé les universités à introduire des frais d'inscription. Ces dernières l'ont fait pour la première fois en avril 2007 au titre du semestre d'été, ce qui a entraîné une hausse de 25 % des prix de l'éducation en Allemagne.

**Tableau 2**  
**Inflations au sein de la zone euro**

glissements annuels, en %

	Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)		Inflation sous-jacente		Énergie	
	mai 2006	mai 2007	mai 2006	mai 2007	mai 2006	mai 2007*
Allemagne	2,1	2,0	0,4	1,9	13,6	1,9 (0,2)
Autriche	2,1	2,1	1,4	1,9	10,5	0,8 (0,1)
Belgique	2,8	1,3	1,6	1,5	13,2	-3,4 (-0,4)
Espagne	4,1	2,4	2,9	2,6	14,3	-1,6 (-0,2)
Finlande	1,7	1,3	0,6	1,5	13,1	-0,5 (0,0)
France	2,4	1,2	1,4	1,6	12,6	-1,4 (-0,1)
Grèce	3,3	2,6	2,3	3,0	14,3	-0,2 (0,0)
Irlande	3,0	2,7	2,1	2,6	13,1	2,7 (0,2)
Italie	2,3	1,9	1,7	1,8	10,5	-0,2 (0,0)
Luxembourg	3,6	2,3	2,2	2,1	15,8	-2,0 (-0,2)
Pays-Bas	1,8	2,0	0,9	1,8	11,0	4,8 (0,5)
Portugal	3,7	nd	2,4	nd	14,0	nd
Slovénie	3,4	3,1	1,5	2,2	15,0	2,7 (0,3)
<b>Zone euro</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>12,9</b>	<b>0,3 (0,0)</b>

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

Sources : Eurostat, calculs Insee

fin d'année (cf. graphique 2). En conséquence, le profil de l'inflation d'ensemble serait principalement dicté par celui de l'énergie.

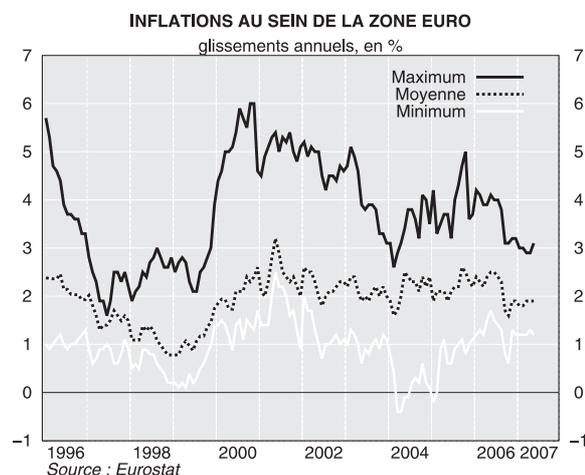
### L'écart d'inflation se stabilise entre les pays de la zone euro

Entre janvier et mai 2007, l'écart entre l'inflation la plus élevée et la plus basse au sein de la zone euro s'est stabilisé autour de 1,8 point. C'est actuellement en France que l'inflation est la plus faible (1,2 % ; cf. tableau 2 et graphique 3).

De décembre 2006 à mars 2007, l'écart d'inflation entre l'indice des prix à la consommation harmonisé français (IPCH) et l'indice de la zone euro s'est creusé à -0,7 point (cf. graphique 4) sous deux effets. D'abord, la douceur exceptionnelle du climat en France et les effets de l'entrée en vigueur de la deuxième phase de la réforme de la loi Galland au 1<sup>er</sup> janvier 2007<sup>(3)</sup> se seraient traduits par une baisse des prix des produits alimentaires plus importante que dans l'ensemble de la zone euro. Ensuite, la hausse de la TVA en Allemagne, qui n'a pas été compensée par une baisse de cotisations sociales de même ampleur et dont les répercussions se sont diffusées tout au long du premier trimestre, a contribué à accroître de 0,3 point l'inflation en zone euro, et donc à creuser d'autant le différentiel avec la France. Deux phénomènes devraient temporairement réduire cet écart au cours de l'automne. Le premier correspond au redressement de l'inflation énergétique, qui serait moins prononcé en zone euro qu'en France. En ef-

fet, les prix du carburant avaient moins diminué en zone euro à l'automne 2006. Le second concerne l'inflation alimentaire : elle devrait diminuer en zone euro, en raison d'un effet de base favorable sur les prix du tabac en Allemagne (cf. supra), alors qu'elle remonterait en France, la baisse inhabituelle des prix des produits frais en 2006 n'intervenant plus dans le glissement. ■

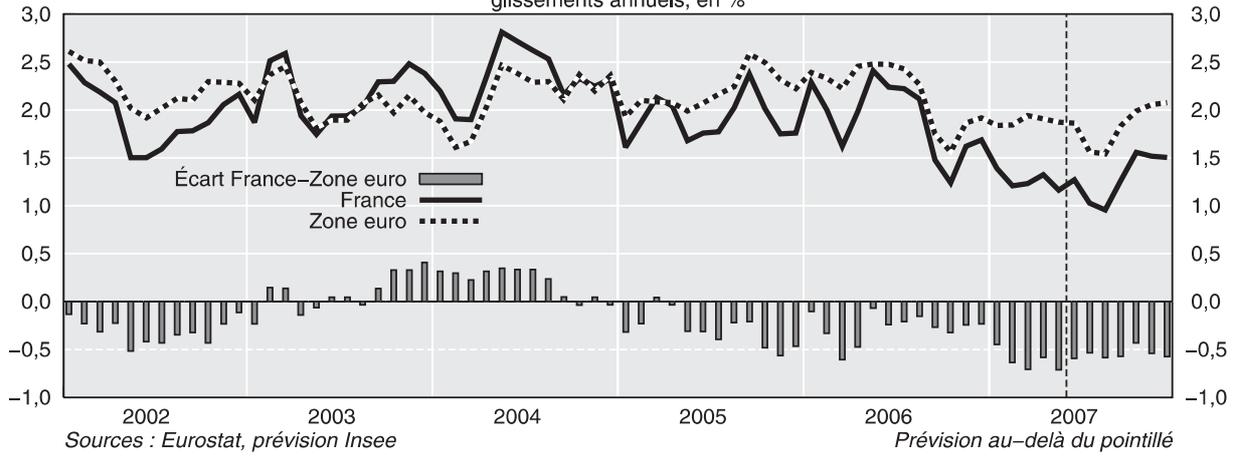
3



(3) Voir la note 1 de la fiche « Prix à la consommation ».

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

glissements annuels, en %



# Pétrole et matières premières

Le prix du baril de Brent rebondirait à 68 \$ environ au deuxième trimestre de 2007 après un premier trimestre à 57,7 \$. La multiplication des interruptions de la production, la vigueur de la demande mondiale et le bas niveau des stocks américains d'essence sont autant de facteurs qui ont conduit à la hausse récente des cours. Les prix du pétrole devraient rester très volatils au cours des prochains mois au gré de l'évolution des tensions géopolitiques et des incidents techniques qui peuvent affecter les capacités de production. Cependant, sauf intensification forte des tensions géopolitiques, ils pourraient continuer de fluctuer autour de 65\$ le baril d'ici la fin de l'année, l'accroissement de l'offre semblant en mesure de satisfaire la hausse anticipée de la demande.

De leur côté, les prix des matières premières hors énergie importées par la France, après une pause en début d'année, semblent de nouveau s'orienter à la hausse.

activités d'enrichissement en uranium, en dépit des sanctions qui lui ont été récemment infligées par l'ONU. La crise a atteint son apogée le 23 mars dernier, lorsque la capture de quinze soldats britanniques par l'Iran a fait passer le prix du baril de Brent de 60 \$ à 70 \$ en l'espace de dix jours seulement (cf. graphique 1). Dans le même temps, le pays a menacé de cesser sa collaboration avec l'Agence internationale de l'énergie atomique. Le marché redoute que Téhéran ne réplique à de nouvelles sanctions par la réduction de ses exportations de pétrole ou pire, par le blocage du détroit d'Ormuz par lequel transitent environ 20 % de la production mondiale.

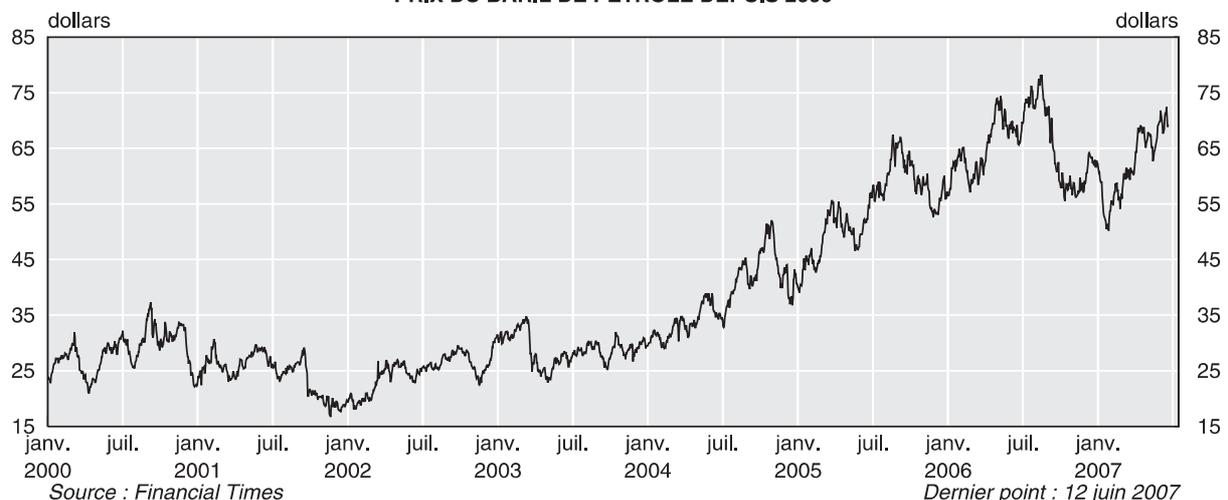
Par ailleurs, la production du Nigeria, premier producteur d'or noir en Afrique et fournisseur de pétrole léger, est réduite de 20 % depuis plus d'un an (soit d'environ 500 000 barils par jour), en raison de violences sur plusieurs sites dans le delta du Niger. Ces violences se sont encore accentuées en mai à la suite d'élections présidentielles très contestées. Les enlèvements de travailleurs étrangers et les sabotages d'infrastructures par le Mouvement d'émancipation du delta du Niger se sont alors multipliés, entraînant une réduction supplémentaire de la production estimée à 150 000 barils par jour. Cela représenterait au total une baisse d'environ un tiers des capacités de production du pays.

## Une situation internationale tendue

Le marché pétrolier est actuellement affecté par de nombreux troubles géopolitiques. En tout premier lieu, la crise du nucléaire en Iran exerce depuis plusieurs mois une pression continue sur le prix du baril. Téhéran refuse en effet d'interrompre ses

1

PRIX DU BARIL DE PÉTROLE DEPUIS 2000

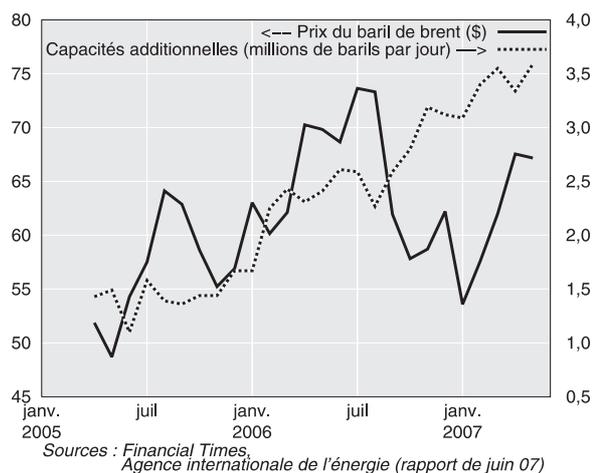


## Une offre contrainte pour les mois à venir

Dans ce contexte particulièrement tendu, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'est inquiétée dans ses deux derniers rapports d'une offre insuffisante pour les mois à venir et d'une possible envolée des cours. Selon elle, l'Opep devrait augmenter sa production afin d'apaiser les tensions entre offre et demande (cf. tableaux 1 et 2), qui rendent le marché très sensible au moindre dérapage. Or, les membres influents du cartel excluent encore aujourd'hui toute hausse de la production avant la prochaine réunion qui aura lieu le 11 septembre 2007. Ils estiment en effet que l'offre est suffisamment abondante sur le marché et que l'augmentation quasi continue des capacités additionnelles de l'Opep leur permettrait à tout moment de fournir du brut supplémentaire en cas de réelle nécessité (cf. graphique 2).

Cependant, si l'AIE se soucie tant du refus du cartel d'augmenter sa production, c'est parce qu'elle redoute que le marché ne puisse faire face à une demande robuste, alors que le niveau de stocks américains d'essence est particulièrement bas au moment du coup d'envoi de la *driving season* <sup>(1)</sup>

## 2 MARGES DE PRODUCTION MOBILISABLES PAR L'OPEP (hors Irak)



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

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

en millions de barils par jour

	Moyennes trimestrielles								Moyennes mensuelles		
	2006				2007				mars 2007	avril 2007	mai 2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
<b>Opep excluant l'Irak</b>											
Quotas de production hors Angola	28,0	28,0	28,0	28,0	28,0	-	-	-	28,0	28,0	28,0
<b>Production de pétrole brut<sup>(1)</sup></b>	<b>29,6</b>	<b>29,0</b>	<b>29,3</b>	<b>28,8</b>	<b>28,4</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>28,3</b>	<b>28,4</b>	<b>28,1</b>
Irak <sup>(1)</sup>	1,7	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0
<b>Total Opep, production de NGLs<sup>(2,3)</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>
<b>Total (y compris NGLs<sup>(2,3)</sup>) non Opep</b>	<b>49,3</b>	<b>49,2</b>	<b>49,4</b>	<b>49,9</b>	<b>50,3</b>	<b>50,0</b>	<b>50,0</b>	<b>50,7</b>	<b>50,3</b>	<b>50,2</b>	<b>50,1</b>
dont : Amérique du Nord <sup>(2)</sup>	14,2	14,2	14,3	14,3	14,4	14,2	14,2	14,3	14,5	14,4	14,2
Russie <sup>(2)</sup>	9,5	9,7	9,8	9,8	9,9	9,9	10,0	10,0	9,9	9,8	9,9
Europe <sup>(2)</sup>	5,7	5,3	5,1	5,3	5,4	5,2	5,1	5,3	5,3	5,3	5,2
<b>Production totale</b>	<b>85,2</b>	<b>84,8</b>	<b>85,5</b>	<b>85,3</b>	<b>85,3</b>	<b>85,1</b>	<b>85,2</b>	<b>86,0</b>	<b>85,3</b>	<b>85,5</b>	<b>84,9</b>

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 juin 2007), Insee

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

en millions de barils par jour

	Moyennes trimestrielles								Variations trimestrielles, en %							
	2006				2007				2006				2007			
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.
<b>Amérique du Nord</b>	25,2	25,1	25,5	25,4	25,7	25,4	26,0	26,0	-1,7	-0,2	1,5	-0,3	1,3	-1,3	2,2	0,3
<b>Europe</b>	16,6	15,8	16,2	16,3	16,0	15,8	16,3	16,6	1,2	-4,8	2,3	0,9	-2,1	-1,2	3,4	1,6
<b>Chine</b>	7,0	7,3	7,2	7,2	7,3	7,7	7,6	7,7	1,0	4,7	-1,6	0,4	1,0	6,2	-1,2	1,4
<b>Monde</b>	<b>85,1</b>	<b>83,2</b>	<b>84,1</b>	<b>85,4</b>	<b>85,6</b>	<b>84,6</b>	<b>86,3</b>	<b>88,0</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

Prévisions

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

(cf. graphique 3). Les réserves américaines d'essence, bien qu'en progression constante depuis la fin des travaux de maintenance des raffineries, restent en effet à des niveaux très inférieurs à la normale. En outre, selon les dernières estimations de l'AIE, la demande mondiale de brut devrait augmenter de 2,0 % en 2007 (après +0,9 % en 2006), sous l'effet également d'une hausse des consommations chinoise, indienne et russe.

### 65 \$ le baril d'ici la fin de l'année

Au cours des mois à venir, le profil du prix du baril de *brent* pourrait être finalement soumis, comme un an plus tôt, d'une part au contexte géopolitique et aux risques d'interruption de la production et, d'autre part, à l'évolution des stocks américains d'essence. Au total, le cours du pétrole pourrait rester proche des niveaux actuels pendant encore un certain temps et s'établir autour de 65 \$ par trimestre en moyenne au second semestre (cf. tableau 3).

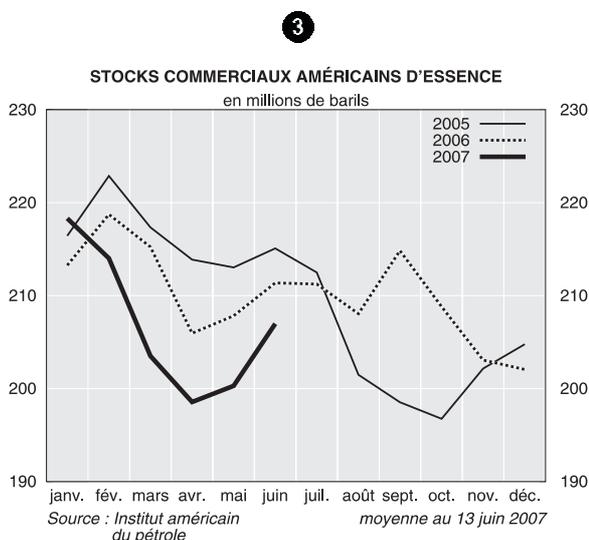
### Vers une nouvelle hausse des prix des matières premières non énergétiques

Au premier trimestre de 2007, les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont poursuivi leur infléchissement amorcé depuis la mi-2006 : ils ont progressé de 1,1 %, contre +1,8 % fin 2006 et +10,7 % un an plus tôt (cf. graphique 4). La hausse a été modérée car la montée des prix des matières premières alimentaires (+5,8 %, après +2,9 % au dernier trimestre de 2006) a été amortie par la baisse des cours des matières premières industrielles (-0,3 %, après +1,5 % fin 2006). Ce mouvement de décélération s'interromprait au deuxième trimestre, du fait du rebond des prix des matières industrielles.

La progression des cours des matières premières alimentaires au premier trimestre de 2007 est surtout imputable à la forte augmentation des cours des denrées tropicales (+8,3 %). Le prix du cacao, en particulier, a flambé (+13,8 %) suite à la réduction massive de l'offre en provenance de la Côte d'Ivoire, premier producteur mondial. Les hausses

des cours des céréales (+6,9 %) et des oléagineux (+4,9 %) ont également contribué à la progression de l'indice. Le prix du maïs a notamment bondi de près de 20 % à la suite de la publication d'un rapport du ministère américain de l'Agriculture faisant état d'une récolte médiocre, insuffisante pour répondre à la demande croissante d'éthanol. Parmi les oléagineux, la forte augmentation des prix de l'huile de palme, des fèves de soja et des tourteaux de soja (plus de 10 % chacun) a plus que compensé la baisse des cours de l'huile d'olive (-10,0 %). En revanche, les prix du sucre et du tabac se sont repliés au premier trimestre (-8,4 % et -0,8 % respectivement).

Parallèlement, les prix des matières industrielles ont baissé du fait de la diminution des cours des matières minérales. Ceux-ci ont reculé de 1,7 % au premier trimestre de cette année (après +2,7 % au quatrième trimestre de 2006), leur premier repli depuis 2004, en raison de la seule baisse des prix des métaux non ferreux (-3,5 %). En effet, les baisses très marquées des cours du cuivre, du zinc et du titane l'ont largement emporté sur les hausses des prix du nickel, du plomb, de l'aluminium et du minerai de manganèse. *A contrario*, les cours des métaux précieux ont tous progressé en début d'année (+9,7 % en moyenne). Quant au prix du minerai de fer, il a été réévalué de 9,5 % en 2007 dans le cadre des négociations annuelles entre sidérurgistes et sociétés minières. La baisse des prix des matières industrielles a été cependant mo-



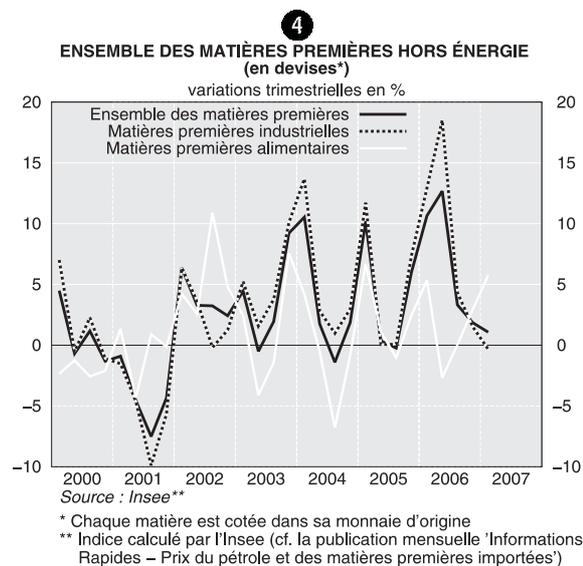
**Tableau 3**  
**Prix du baril de brent**

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2006				2007				2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
Baril de «brent daté» en dollars	61,8	69,6	69,6	59,6	57,7	68,0	65,0	65,0	54,4	65,1	63,9
Taux de change euro-dollar	1,20	1,26	1,27	1,29	1,31	1,35	1,35	1,35	1,24	1,26	1,34
Baril de «brent daté» en euros	51,5	55,2	54,8	46,2	44,1	50,4	48,1	48,1	44,0	51,9	47,7

Prévisions  
Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

dérée par le renchérissement des cours des matières agro-industrielles (+4,7 % au premier trimestre de 2007, après -2,6 % au trimestre précédent). Ceux-ci ont en effet tous augmenté, surtout celui du caoutchouc naturel et celui de la laine.

Les premières informations disponibles sur le deuxième trimestre suggèrent une forte appréciation de l'indice d'ensemble des matières premières, imputable notamment au rebond des prix des matières industrielles. Les cours des matières minérales repartiraient en effet à la hausse, tandis que les cours des matières agro-industrielles se replieraient légèrement. De leur côté, les prix des matières alimentaires accéléreraient fortement, portés par la hausse des cours des oléagineux. ■



# Financement de l'économie

Après les hausses de taux auxquelles elles viennent de procéder respectivement le 10 mai et le 6 juin, la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne (BCE) pourraient décider de nouvelles hausses d'ici la fin de 2007 : la première à cause du niveau trop élevé de l'inflation elle-même, la seconde en raison de la persistance des risques inflationnistes. Comme la Banque d'Angleterre, la Réserve fédérale américaine (Fed) est sensible au risque que l'inflation, qu'elle considère actuellement trop élevée, ne reflue pas. Les marchés anticipent qu'elle devrait par conséquent attendre la fin de l'été pour éventuellement assouplir les conditions de financement et répondre ainsi au fléchissement de l'activité. Enfin au Japon, en dépit de la faiblesse de l'inflation et des incertitudes pesant sur le moment réel de sortie de la déflation, les autorités monétaires semblent décidées à procéder à un nouveau relèvement des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année.

Au total, les conditions monétaires et financières devraient modérément se durcir cette année en zone euro, sous l'effet conjoint de la remontée des taux d'intérêt, tant à court terme qu'à long terme, et de l'appréciation récente du taux de change (une hypothèse conventionnelle de 1,35 pour l'euro/dollar a été retenue).

## Taux directeurs : anticipations de baisse aux États-Unis...

La préoccupation des banques centrales vis-à-vis de l'inflation pèse sur les politiques monétaires des principaux pays ou zones industrialisés, mais sous diverses formes du fait de contextes économiques quelque peu différents. Aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine (Fed) indiquait ainsi dans son communiqué du 9 mai que « le risque que l'inflation ne se modère pas comme prévu demeure le principal sujet de préoccupation du comité ». En effet, pour le 36<sup>e</sup> mois d'affilée, l'inflation sous-jacente reste supérieure à 2,0 % en mars. Même si la modération de l'inflation doit accompagner celle de la croissance américaine, la perspective d'une baisse des taux d'intérêt s'éloigne à court terme et reste incertaine quant à son ampleur. Les opérateurs de marché anticipent ainsi soit le *statu quo*, soit une baisse de 25 points de base du principal

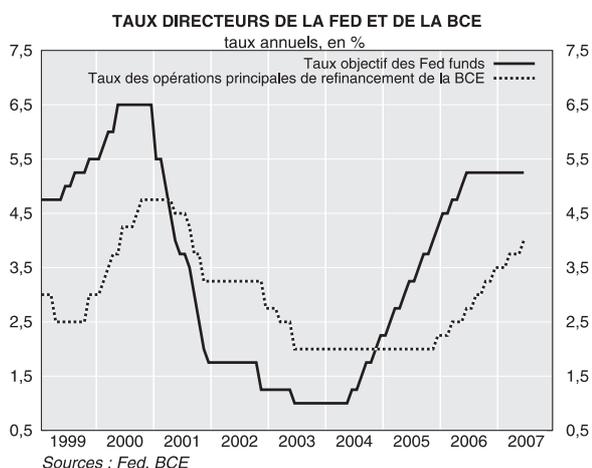
taux directeur en seconde partie d'année, qui mettrait fin à une période de stabilité commencée en juin 2006 (cf. graphique 1).

## ... de hausse en Europe et au Japon

Dans la zone euro, après la hausse des taux directeurs de 25 points de base en mars, la Banque centrale a de nouveau relevé ses taux début juin, portant à 4,0 % le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement. Les banquiers centraux européens font valoir que les conditions monétaires sont « plutôt accommodantes ». Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs affiche sa vigilance face aux pressions inflationnistes qui pourraient émerger à l'issue des négociations salariales ou en raison d'une nouvelle augmentation des cours du pétrole.

À plus longue échéance, la masse monétaire est également un sujet de préoccupation car le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 se maintient en avril à des niveaux record, avec une hausse de plus de 10 % dans la zone euro et en France (hors billets et pièces). Il est toutefois nécessaire de relativiser ce dynamisme dans la mesure où le niveau de référence de la croissance monétaire fait actuelle-

1



ment l'objet d'un débat au sein de l'eurosystème<sup>(1)</sup>. Ce dynamisme peut en effet être la conséquence d'allocations de portefeuille vers des échéances courtes, du fait de la hausse de la rémunération des placements de court terme. En conséquence, la politique de la Banque centrale européenne (BCE) au second semestre de 2007 reste encore incertaine. Une nouvelle hausse de taux est toutefois probable si, comme c'est le cas dans notre scénario, la croissance de la zone euro reste supérieure à son potentiel et que l'inflation ne redescend pas significativement en dessous de 2,0 %.

Dans un contexte d'accentuation des tensions inflationnistes, la Banque d'Angleterre a porté sans surprise son taux directeur à 5,5 % en mai dernier, soit son plus haut niveau depuis avril 2001. Compte tenu de la tonalité des commentaires ayant accompagné cette décision, une nouvelle hausse est probable.

Quant à la situation du Japon, elle se distingue par une inflation faible et une santé de l'économie encore incertaine. La Banque du Japon laisse néanmoins entendre qu'elle devrait procéder à une nouvelle augmentation des taux avant la fin de l'année.

### Légère détente des taux obligataires américains et maintien des taux longs européens au second semestre

Au cours du deuxième trimestre de 2007, les taux d'intérêt à 10 ans des titres publics ont augmenté significativement dans la plupart des pays de la zone euro (par exemple +30 points de base entre fin mars et fin mai pour les taux allemands) ainsi qu'au Royaume-Uni et, plus marginalement, aux États-Unis. À l'horizon de la fin de l'année, la remontée des taux à long terme devrait toutefois rester limitée en Europe, notamment parce que les finances publiques s'améliorent, que les risques de volatilité des économies semblent avoir durablement baissé, impliquant la réduction de la prime de risque, et que les changements de préférence dans les placements des investisseurs en faveur des obligations pèsent sur les taux<sup>(2)</sup>.

### L'euro a continué de s'apprécier début 2007

Les évolutions attendues sur les taux d'intérêt ainsi que les écarts de conjoncture entre les États-Unis et la zone euro ont favorisé la hausse de l'euro par

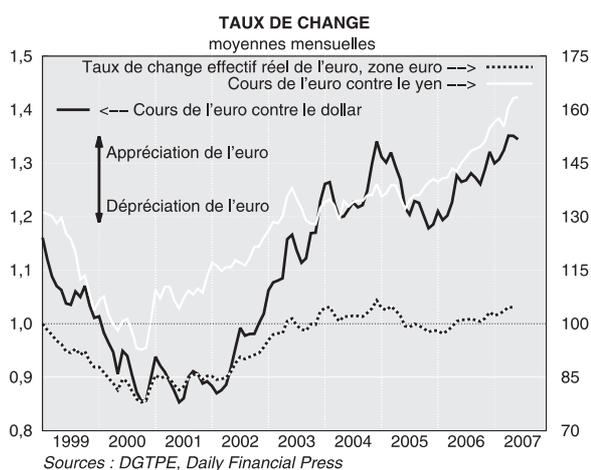
(1) Voir notamment « Is there a structural break in equilibrium velocity in the euro area ? », Bordes C., Clerc L. et Marimoutou V., Working Paper de la Banque de France, n°165, février 2007.

(2) Voir l'article « Factors behind low long-term interest rate », Ahrend R., Catta P. et Price R., Economics Department, Working Paper de l'OCDE, n° 490, juin 2006.

(3) source : DGTPE.

rapport au dollar. La devise européenne a même atteint son niveau le plus élevé depuis sa création (cf. graphique 2). Elle a également franchi un seuil record face à la monnaie japonaise. Cependant, l'impact de cette hausse doit être un peu relativisé, car si l'euro s'est apprécié d'environ 15 % par rapport au dollar et au yen depuis la fin 2005, la croissance du taux de change effectif réel<sup>(3)</sup> n'est que de 6,6 %, du fait, entre autres, de la relative stabilité du taux de change euro/livre sterling. L'hypothèse conventionnelle de change retenue est celle d'une stabilité autour de 1,35 dollar pour un euro, soit une parité proche de celle observée ces dernières semaines.

2



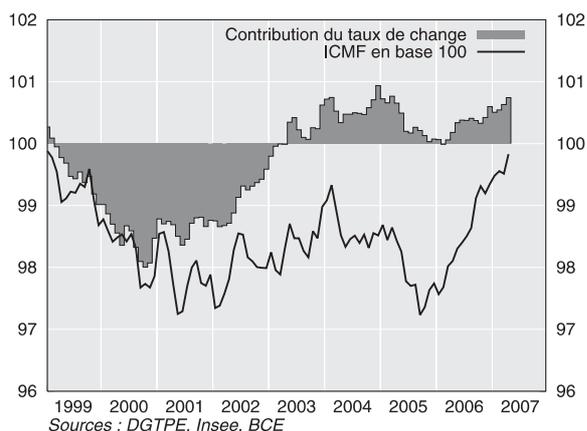
### Un durcissement modéré des conditions monétaires et financières en zone euro

À la fin du premier trimestre de 2007, malgré l'appréciation de la monnaie européenne, le niveau des conditions monétaires et financières a marqué une pause dans la zone euro, après un durcissement régulier tout au long de 2006 et au début d'année 2007 (cf. graphique 3). En effet, la hausse du taux de change de l'euro a été contrebalancée par une légère diminution des taux d'intérêt réels à long terme en fin de premier trimestre. Mais ces derniers sont repartis à la hausse dès le mois d'avril, contribuant à un nouveau durcissement des conditions monétaires et financières. La contribution des taux à court terme a quant à elle été stable au début de 2007.

Depuis 2006, le durcissement des conditions monétaires et financières commence à freiner la demande de crédits dans la zone euro, tant pour les ménages que pour les sociétés non financières (SNF). Concernant les ménages, le taux de croissance de la demande de crédits s'établit à 7,6 % en avril, soit environ 2 points de moins que l'année passée. La diminution est particulièrement sensible concernant les prêts au logement. Pour les sociétés non financières, ce ralentissement a été plus tardif que pour les ménages et n'est perceptible que de

3

### INDICATEUR DES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES (ICMF) DE LA ZONE EURO



puis début 2007, avec un taux de croissance toutefois encore dynamique en avril (+12,2 %). Par ailleurs, on n'observe pas de report sur les émissions d'actions cotées, dont la croissance annuelle reste limitée à +0,8 % en février.

Le ralentissement observé sur la demande de crédit des ménages et des entreprises est renforcé par le souci des banques de diversifier leur portefeuille en faveur des titres privés plutôt que des crédits, du fait de moindres marges dégagées sur les prêts à long terme. Cela conduit à une exposition vis-à-vis d'actifs plus risqués, du type obligations *corporate*, pouvant offrir des rendements supérieurs.

En France, l'endettement des agents non financiers, mesuré par leur endettement intérieur total, reste dynamique en avril 2007 (+7,5 % en glissement annuel). Le taux de croissance de l'endettement des ménages atteint de son côté 11,4 %.

(4) Les ratios présentés ici diffèrent des ratios d'endettement calculés par la Banque de France à partir des comptes nationaux sur certains points : en particulier, ces comptes valorisent les titres à leur valeur de marché.

(5) En mars 2007, les investisseurs non résidents détiennent 60,8 % de l'encours de la dette de l'État.

Celui des SNF demeure également à des niveaux élevés, supérieurs à 8 % depuis plus d'un an, du fait du dynamisme des émissions nettes de titres de créance. Ainsi, au premier trimestre de 2007, l'endettement intérieur des ménages et des sociétés non financières rapporté au PIB<sup>(4)</sup> continue de progresser pour atteindre les niveaux record de 45,9 % et 73,8 % (cf. graphique 4).

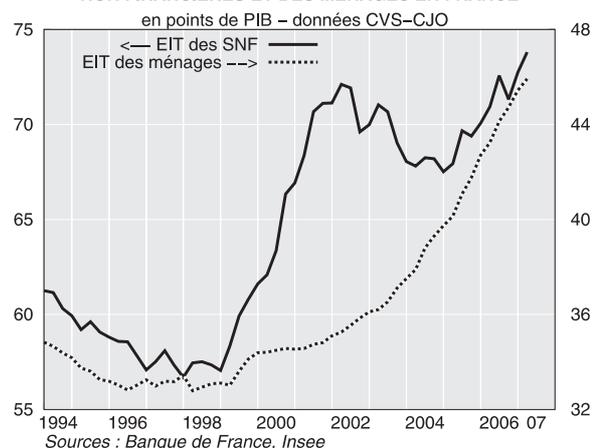
S'agissant de l'endettement des administrations publiques, les premiers mois de 2007 marquent une légère reprise de sa croissance. Cette hausse est soutenue à la fois par le recours aux crédits et par les émissions de titres de créance qui continuent d'avoir la faveur des investisseurs non résidents<sup>(5)</sup>.

### Des cours boursiers en hausse depuis février

Après la chute intervenue fin février, les cours boursiers sur les principales places ont très vite retrouvé leur dynamisme du début de l'année (cf. graphique 5). Début juin, l'indice CAC 40 français a

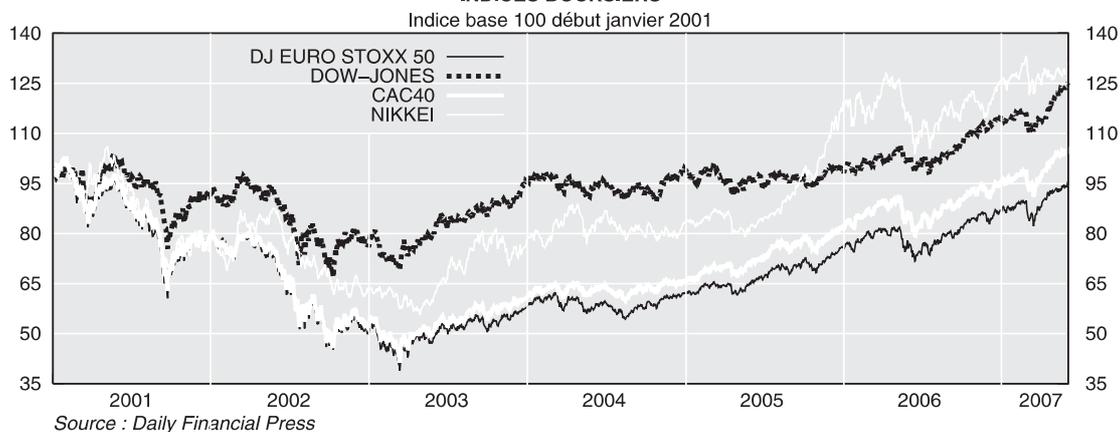
4

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



5

### INDICES BOURSINIERS



rejoint le niveau des 6 000 points atteint à la fin de l'année 2000. Le Dow Jones américain a dépassé les 13 000 points pour la première fois de son histoire. La publication de résultats annuels meilleurs que prévus de la part des principales sociétés a contribué à ce rebond. Le dynamisme des fusions-acquisitions et les afflux de liquidités ou de placements plus longs et plus risqués (contrats

d'assurance-vie en unités de comptes qui sont davantage investis en actions, parts de fonds de pension) ont également été à l'œuvre.

Dans le cas du Japon, les incertitudes sur la croissance, et les liens plus forts avec la Chine qui avait été à l'origine de la chute de février, constituent un frein : le Nikkei nippon n'a pas encore retrouvé le niveau qu'il atteignait avant cette correction. ■