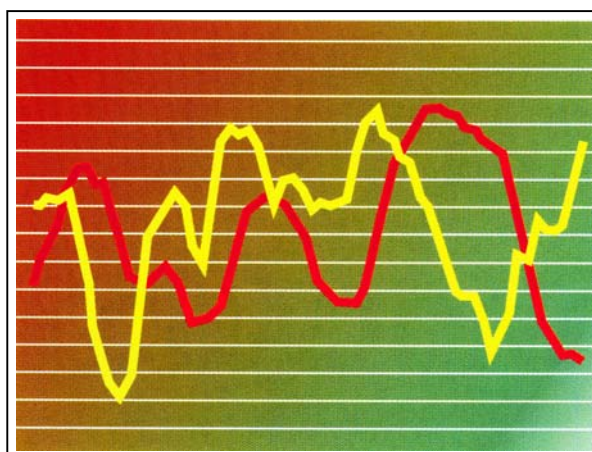


NOTE DE CONJONCTURE

MARS 2005





NOTE DE CONJONCTURE

Mars 2005

© Insee 2005



www.insee.fr

Les notes de conjoncture sont disponibles dès leur parution sur le serveur internet de l'Insee dans la rubrique *Conjoncture - Analyse de la conjoncture*.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

■ Directeur de la publication

Jean-Michel Charpin

■ Rédacteurs en chefs

Michel Devilliers

Karine Berger

Nicolas Ferrari

Benoît Heitz

■ Contributeurs

Séverine Arnault

Céline Arnold

Marie-Laure Arnould

Marlène Bahu

Anne-Juliette Bessone

Olivier Biau

Jean Boissinot

Vincent Bonnefoy

Raphaël Cancé

Suzanne Casaux

Véronique Cordey

Matthieu Cornec

Thierry Deperraz

Karl Even

Olivier Fagnot

Olivier Filatriau

Christine Fluxa

Philippe Gallot

Emmanuel Gros

Sylvain Heck

Thomas Heckel

Julie Labarthe

Clotilde L'Angevin

Brice Lepetit

Virginie Meyer

Nicole Pipari

Sébastien Perez-Duarte

Christophe Peter

Hélène Poncet

Julien Pouget

Roland Rathelot

Sophie Renaud

Vivien Roussez

Philippe Scherrer

Salavatore Serravalle

■ Secrétariat de Rédaction

Karl Even

■ Secrétariat

François-Xavier Habay

Nathalie Champion

■ Mise en page

Dominique Michot

Marina Robin

Rédaction achevée le 18 mars 2005

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

REPRISE AU RALENTI

- Vue d'ensemble 9

DOSSIERS

- Retour sur 2004. 15
- Prévoir l'investissement des entreprises ? Un indicateur des révisions d'anticipations dans l'enquête *Investissement* 23
- Marché immobilier : voit-on une bulle ? 37

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international de la zone euro 47
- Conjoncture dans la zone euro 53
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 60
- Pétrole et matières premières 63
- Échanges extérieurs 66
- Financement de l'économie 71
- Éléments du compte des administrations publiques 74
- Prix à la consommation 79
- Emploi 83
- Chômage 89
- Salaires 92
- Revenus des ménages 96
- Consommation et investissement des ménages 99
- Investissement 102
- Stocks 106
- Production 109
- Résultats des entreprises 112

COMPTE ASSOCIÉ

Encadrés

- États-Unis : y-a-t-il un risque inflationniste en 2005 ? 51
- La réforme Hartz IV accroît artificiellement le nombre de chômeurs en Allemagne 58
- L'investissement en équipement va-t-il accélérer en zone euro ? 59
- Production et livraisons d'Airbus 70
- Les différentes mesures concernant l'assurance maladie et leurs conséquences début 2005 77
- Hausses administrées de prix : hypothèses 2005 82
- Les politiques d'aide à l'emploi 87
- Les effets de la loi «Fillon» sur les salaires et le coût du travail 94
- Effets des mesures 2004 de soutien de la consommation 101
- Les déterminants du comportement de stockage 108

Reprise au ralenti

Avec 2,5% de croissance (2,3% après correction des jours ouvrables), 2004 apparaît nettement comme l'année d'une reprise de l'économie française. Toutefois une césure s'est produite en milieu d'année. Le premier semestre de 2004 se rattache à la phase de franc rebond entamée à la mi-2003 dans le sillage de la reprise mondiale. Le second semestre témoigne, à travers une évolution heurtée, et dans un contexte de prix élevé du pétrole, du passage à une croissance moins robuste. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a été soutenue par la demande intérieure, tandis que la contribution du commerce extérieur est restée négative. Nos exportations n'ont que faiblement profité d'un environnement mondial très dynamique et ont été limitées par le manque de souffle de la demande adressée par nos proches partenaires européens. Le retour de la croissance a permis à l'emploi d'augmenter à partir du deuxième trimestre. Sa progression est demeurée faible. Le chômage s'est néanmoins stabilisé sur l'ensemble de l'année, grâce notamment à de forts retraits d'activité.

Au début de 2005, la demande extérieure adressée à la zone euro est en ralentissement progressif, l'activité devenant moins dynamique tant aux États-Unis qu'en Asie. La croissance de la zone resterait modérée, même si la demande intérieure, dont le principal soutien vient de conditions monétaires très favorables, apparaît un peu mieux orientée en ce début d'année qu'à la fin de 2004. De plus, les anticipations des entrepreneurs, affectées par les variations du taux de

change et du cours du pétrole, sont toujours hésitantes.

La France continue de se distinguer de ses principaux voisins par une consommation allante, bénéficiant de l'effet d'entraînement d'un marché du logement très actif, et stimulée par des mesures temporaires de soutien. Mais le dynamisme des achats devrait se tasser pendant leur adaptation à une progression modérée du pouvoir d'achat, même si l'inflation continue de refluer (1,5% en juin, dans l'hypothèse d'un retour du cours du pétrole autour de 40 dollars le baril). Les perspectives de demande, tant intérieure qu'extérieure, expliquent que la progression de l'investissement reste modérée. Ainsi s'auto-entretiendrait en France sur le premier semestre une croissance modeste proche de 2%, d'autant qu'avec une tendance sous-jacente de productivité de l'ordre de 1,6%, elle générerait une faible croissance de l'emploi salarié marchand. Celui-ci progresserait de 27 000 au premier semestre de 2005 (après 20 000 en 2004). Dans ce contexte, le taux de chômage se stabiliserait (9,9% en juin), après une pointe en début d'année.

Les incertitudes pesant sur les évolutions conjoncturelles résident, comme depuis un an, dans le cours du dollar et le prix du pétrole, dont les volatilités restent très fortes. À court terme, on peut également s'interroger sur les comportements des entreprises et des ménages chez nos grands voisins, qui ont surpris l'année passée par leur grande prudence et donné l'image d'une demande intérieure de la zone euro un peu anémiée. ■

Une zone euro en ralentissement fin 2004

Grâce au dynamisme de l'économie américaine ainsi qu'à l'expansion de nombreux pays à forte croissance (Chine, Inde, PECO), l'activité mondiale a enregistré en 2004 une croissance inégalée depuis 20 ans (environ +4,5%). Pour autant, les exportations françaises en ont peu tiré profit, puisque leur hausse s'est limitée à 3,2% soit moins que leur moyenne au cours du dernier cycle (4,8%). La dégradation du solde courant de 8,8 milliards d'euros peut en grande partie s'expliquer par le décalage persistant de conjoncture entre la France et ses principaux partenaires, l'Allemagne et l'Italie : alors que notre croissance atteignait 2,3% (après correction des jours ouvrables), le PIB de la zone euro n'aurait progressé que de 1,8%. Le décalage des demandes intérieures est encore plus marqué, en particulier par rapport à l'Allemagne, où la grande faiblesse des demandes des entreprises et des ménages ne s'est jamais démentie tout au long de l'année.

La performance décevante des exportations françaises peut notamment être reliée à son positionnement. La combinaison d'une segmentation géographique et d'une segmentation sectorielle toutes deux défavorables a joué contre la vigueur des exportations françaises, contrairement à l'Allemagne.

Les premiers signes d'un essoufflement de la demande mondiale ont en outre été distinctement perceptibles dès le troisième trimestre de l'année dernière, ce qui a encore renforcé la faiblesse conjoncturelle en Italie et en Allemagne. Cette inflexion mondiale a résulté d'une amorce de resserre-

ment monétaire dans les pays anglo-saxons, afin de prévenir tout risque de surchauffe sur les prix des biens et des actifs notamment immobiliers. Ce mouvement a été encouragé par la poussée des cours pétroliers dans une fourchette de 40 à 50 dollars, poussée qui à ce jour n'est pas endiguée. Dans le même temps, les exportateurs européens ont dû faire face à la chute du dollar vis-à-vis de la monnaie unique qui a fortement entamé leur compétitivité prix.

Le fléchissement mondial se poursuivrait au premier semestre de 2005. Aux États-Unis, la croissance cèderait quelques dixièmes de points, autour de 3,5% en rythme annualisé après avoir atteint près de 4% en fin d'année dernière. En Asie, l'activité ralentirait, la politique chinoise de freinage des investissements commençant à exercer ses effets. Si le Japon connaîtrait une reprise, celle-ci resterait limitée (autour de +0,2% par trimestre). Au total, la demande adressée à la zone euro décélérerait significativement au premier semestre de 2005. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un gel du taux de change de l'euro à 1,3 dollar, les exportations hors de la zone euro fléchiraient et passeraient d'un glissement annuel de 6,9% au dernier trimestre de 2004 à 4,0% au deuxième trimestre de 2005.

En zone euro, à la faveur de mesures fiscales de soutien au revenu des ménages et dans un contexte de frémissement de l'investissement productif, l'hétérogénéité des situations conjoncturelles s'estomperait et la croissance rebondirait, notamment en Allemagne et en Italie. L'ensemble de la zone bénéficierait en outre d'un repli de l'inflation, qui reviendrait à 1,6% mi 2005 après avoir culminé à 2,4% fin 2004. Mais la demande interne resterait trop fragile

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

(aux prix de 1995, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %)

		2003				2004				2005		2003	2004	2005 acquis*
		1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
PIB	(100%)	0,1	-0,4	1,1	0,6	0,7	0,7	0,0	0,8	0,6	0,3	0,5	2,3	1,6
Importations	(27%)	-0,2	-0,5	-0,2	2,8	1,1	3,7	2,3	1,1	1,3	1,2	0,2	7,4	5,1
Dépenses de consommation des ménages	(54%)	0,6	-0,3	1,0	0,3	1,1	0,4	-0,2	1,2	0,8	0,3	1,6	2,2	2,0
Dépenses de consommation des APU	(23%)	0,2	0,3	0,9	0,9	0,5	0,8	0,2	0,6	0,7	0,6	2,5	2,6	1,9
FBCF totale	(20%)	0,0	0,2	1,2	1,5	0,5	1,5	-0,5	0,9	1,0	0,6	0,2	3,3	2,3
dont : SNFEI	(12%)	-0,7	-0,1	1,4	1,5	0,2	1,3	-1,1	1,2	1,2	0,8	-1,6	2,8	2,5
Ménages	(5%)	0,2	0,2	0,0	0,6	0,9	2,3	0,5	1,1	1,3	0,6	0,8	3,7	3,4
Exportations	(29%)	-2,2	-1,4	0,9	1,4	0,6	1,0	0,5	1,3	1,0	1,0	-2,5	3,2	3,3
Contributions														
Demande intérieure hors stocks		0,4	0,0	1,0	0,7	0,8	0,7	-0,2	1,0	0,8	0,5	1,5	2,5	2,0
Variations de stocks		0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,7	0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,9	0,2
Échanges de biens et services		-0,6	-0,3	0,3	-0,4	-0,1	-0,7	-0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-1,2	-0,6

■ Préviation

* L'acquis pour 2005 est la croissance en moyenne annuelle qui serait obtenue si la variable considérée restait au niveau atteint le deuxième trimestre de 2005.

pour donner un nouveau souffle à la reprise : l'acquis de croissance de la zone euro se limiterait à 1,1% en milieu d'année, rendant dès lors incertain l'enclenchement d'un enchaînement vertueux en terme d'investissement⁽¹⁾ et d'emplois.

À court terme, pour la France, le ralentissement mondial serait temporairement amorti par le redressement des demandes internes des pays de la zone euro : ses exportations conserveraient un rythme de progression de 1% par trimestre.

Une embellie hivernale suscitée par les dépenses des ménages

L'histoire de l'économie française à l'hiver 2004-2005 apparaît, jusqu'à présent, très différente de celle de ses partenaires européens, puisque l'économie continue de bénéficier d'une demande intérieure, tant en consommation qu'en investissement, nettement mieux orientée qu'en Allemagne et en Italie.

Ainsi, contrairement à la situation outre-Rhin, l'investissement des ménages a été très dynamique tout au long de l'année 2004, porté par des conditions financières favorables⁽²⁾. Au vu des dernières mises en chantier de logement, l'investissement des ménages accélérerait encore au premier trimestre de 2005, avant de se tasser au deuxième.

Plus généralement, c'est bien le comportement des ménages français qui s'est distingué de celui adopté par les ménages allemands et italiens. En 2004, dans un contexte de progression modeste de leur pouvoir d'achat (1,6% sur l'année), les ménages français ont moins épargné afin de financer leurs dépenses de consommation (-0,5 point de taux d'épargne entre 2003 et 2004). Le recul des achats au troisième trimestre a certes mis à jour la fragilité d'un tel moteur mais au quatrième trimestre 2004 et sans doute encore au premier trimestre 2005 d'après les premiers indicateurs, le reflux du taux d'épargne s'est poursuivi, imprimant une nouvelle accélération à la consommation, avec une croissance de 1,2% au quatrième trimestre de 2004 et de 0,8% au premier trimestre de 2005. Une part de ce dynamisme peut probablement être mise sur le compte des mesures de soutien à la consommation : entre 1/10 et 2/10 des sommes qui en sont issues, par le biais des donations ou du déblocage de l'épargne salariale, pourrait s'être retrouvé dans les dépenses des ménages français au tournant de l'hiver (cf. encadré « Effet des mesures 2004 de soutien de la consommation » page 101).

Toutefois, si cette hypothèse est avérée, lorsque ces mesures prendront fin, la consommation des ménages devrait revenir en ligne avec ses déterminants

(1) Cf. encadré « L'investissement en équipement va-t-il accélérer en zone euro ? » page 59.

(2) Cf. dossier : « Marché immobilier : voit-on une bulle ? » page 37.

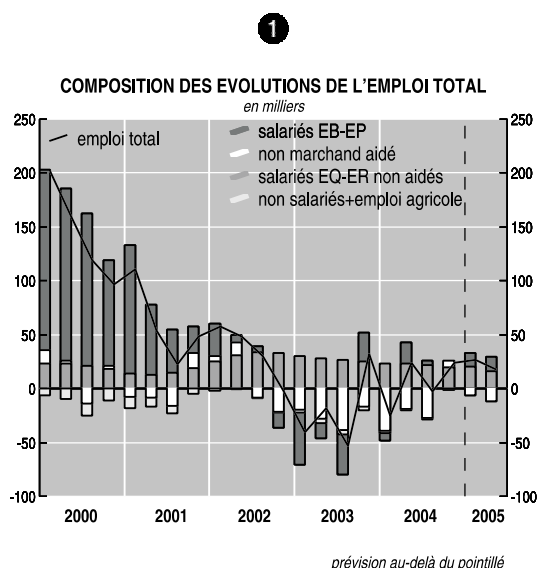
usuels (essentiellement le pouvoir d'achat du revenu, l'emploi et l'inflation), ce qui enclencherait une remontée mécanique du taux d'épargne. La consommation des ménages devrait ainsi marquer le pas dès le deuxième trimestre (+0,3%).

Inertie du taux de chômage jusqu'à mi 2005 autour de 10% ...

La reprise de l'emploi total est demeurée timide en 2004 (+20 000 postes sur l'ensemble de l'année) et aucune accélération franche n'est anticipée au premier semestre 2005 : l'accident de croissance du troisième trimestre 2004 a abruptement écourté le cycle de productivité. Au premier et deuxième trimestre, dans le secteur concurrentiel, une consolidation de la reprise de l'emploi salarié est certes attendue avec environ 27 000 emplois créés sur le semestre (après moins de 20 000 sur l'ensemble de l'année passée).

Dans le secteur non marchand, les évolutions seraient plus chahutées. Sur le premier semestre de 2005, la création d'emplois dans les secteurs non marchands accélérerait, car hors dispositifs d'aide, l'emploi dans ces secteurs poursuivrait son augmentation. Surtout, la baisse du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé serait bien moins marquée qu'en 2004 : d'une part, le nombre de sorties du dispositif « emploi jeune » baisserait à nouveau sur le premier semestre de 2005 ; d'autre part, les nouvelles mesures du « plan de cohésion sociale » entreraient en application. Néanmoins, en raison de la montée en charge très progressive des nouveaux dispositifs, l'effet net sur l'emploi non marchand aidé sur le premier semestre serait négatif : baisse d'environ 25 000 du nombre de bénéficiaires d'un emploi aidé.

Ainsi, l'emploi total devrait augmenter de 41 000 postes au premier semestre 2005 (cf. graphique 1), soit une hausse proche de celle de la population active : le taux de chômage resterait par conséquent



stable autour de 10,0%. Il s'établirait à 9,9% à la fin du premier semestre de 2005 après un pic à 10,1% en début d'année.

... miroir d'un léger fléchissement du pouvoir d'achat

En lien avec l'inertie du taux de chômage, les revenus salariaux n'enregistreraient pas d'accélération début 2005. En effet, au-delà d'une progression toujours très modérée de l'emploi, au premier semestre de 2005, l'évolution du salaire de base devrait être à peu près analogue à celle de 2004, les impacts combinés de ses déterminants habituels, le chômage et l'inflation, s'annulant. L'inflexion à la baisse de l'inflation serait notamment compensée par la légère amélioration du marché du travail et par la fin de la modération salariale. Dès lors, le salaire moyen par tête en glissement annuel à la fin du premier semestre devrait progresser dans les mêmes proportions qu'en 2004 : +2,2% soit +0,6% en termes réels.

Le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait toutefois de revenus de la propriété dynamiques et d'une poursuite de la désinflation.

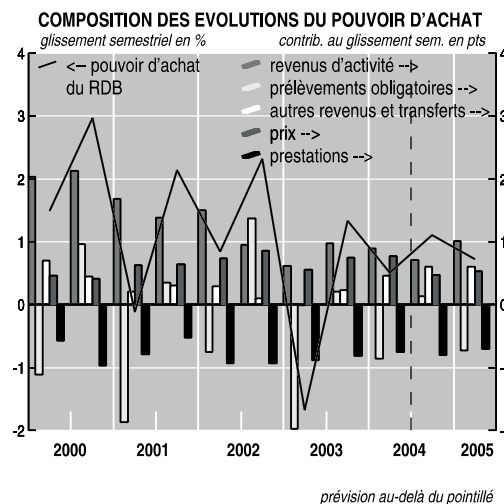
Les revenus de la propriété seraient encore orientés très favorablement sous les effets conjugués de l'allègement des charges d'intérêts et de l'accélération des dividendes consécutive à l'amélioration de la situation des entreprises. Les revenus d'activité seraient également soutenus par l'EBE des entreprises individuelles et des ménages, qui bénéficie du dynamisme des loyers.

Les ménages devraient également pouvoir compter sur le reflux de l'inflation qui se poursuit plus nettement début 2005. À la faveur du fort ralentissement des prix alimentaires et de la stabilité des prix du tabac en fin d'année dernière, puis de la diminution du glissement annuel des prix de l'énergie cette année, l'inflation atteindrait 1,5% en juin 2005 contre 2,1% en décembre 2004. Il convient toutefois de relever que le glissement annuel des prix des produits manufacturés et des services⁽³⁾ continuerait de s'accroître au premier semestre de 2005, soit un relèvement de l'inflation sous-jacente.

Pour autant, la progression des revenus salariaux, avec un poids de 55% dans l'ensemble des revenus totaux, constitue le déterminant décisif du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages. En l'espèce, elle ne serait pas suffisante pour compen-

(3) Cf. encadré « Hausses administrées de prix : hypothèses 2005 » page 82 et encadré « Les mesures de réforme de l'assurance maladie : conséquences au début 2005 » page 77.

2



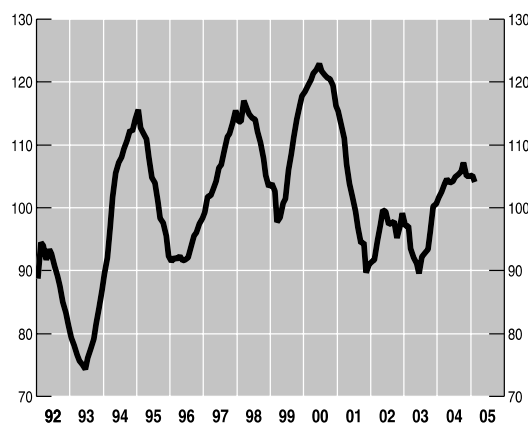
ser la hausse des recettes des impôts sur le revenu (y compris CSG et CRDS) au début de cette année. Au final, le pouvoir d'achat des ménages décélérerait de 1,1% à 0,7% en glissement semestriel (cf. graphique 2).

Un climat terne qui engage les entreprises à la prudence

Les enquêtes mensuelles de février 2005, quoique reflétant une situation encore favorable, réunissent plusieurs signaux de ralentissement tant dans l'industrie que dans les services. Les interrogations des entrepreneurs pourraient se récapituler ainsi : certes la consommation n'a jusqu'à présent pas cédé mais son moteur semble essentiellement conditionné par la disposition des ménages à encore réduire leur taux d'épargne ; certes une amélioration de la demande en provenance de nos principaux partenaires étrangers est sensible mais les niveaux très élevés des prix de matières premières et l'appréciation de l'euro alimentent les inquiétudes sur la rentabilité des investissements.

3

**INDICATEUR SYNTHETIQUE
FACTEUR COMMUN**



Enfin, si les entreprises ont choisi d'augmenter leur demande et notamment leurs stocks l'an passé (0,5 point de contribution lié au secteur industriel), elles ressentent désormais un alourdissement continu des stocks de produits finis. Ce message laisse envisager un ralentissement de l'accumulation de stocks en début d'année, notamment dans le secteur automobile, ce qui contribuerait négativement à la croissance aux deux premiers trimestres de 2005.

Au total, en dépit du redressement du taux de marge depuis un an et de demandes intérieure et extérieure assez bien orientées, les entreprises demeurent prudentes sur les perspectives d'activité. Ces inquiétudes pourraient expliquer que leurs investissements n'ont que modérément augmenté en 2004, retenue qui serait encore vérifiée sur le début de l'année 2005. Avec un taux de croissance de l'ordre de 1% par trimestre, l'évolution de l'investissement des entreprises ne révèle à ce stade aucun enchaînement de type « accélérateur » pourtant classique dans une phase de reprise.

Sans nouveau ressort de demande, la production et le PIB se modéreraient graduellement

Finalement, la production progresserait moins rapidement qu'en fin d'année 2004. En particulier, l'activité dans l'industrie manufacturière et les services ralentirait dès le premier trimestre, même si la production de transport et d'énergie se raffermirait.

La production manufacturière a augmenté de 1,0% au quatrième trimestre de 2004, après le creux du trimestre précédent (-0,3%). Ce rebond, conforme aux attentes, cache une forte disparité au niveau sectoriel. L'activité industrielle s'est redressée dans les secteurs de l'automobile et des biens d'équipement, qui ont été stimulés par la demande intérieure et le dynamisme des exportations. En revanche, elle a été atone dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation. Au premier trimestre de 2005, la production manufacturière n'augmenterait que de 0,7%, un rythme conforme à la bonne tenue de l'indicateur synthétique du climat des af-

fares dans l'industrie (cf. graphique 3). Le tassement des perspectives personnelles de production en février ainsi que celui des carnets de commandes laissent prévoir un ralentissement au deuxième trimestre de 2005, sur un rythme de 0,3%, en ligne avec l'essoufflement de la consommation des ménages et un moindre stockage.

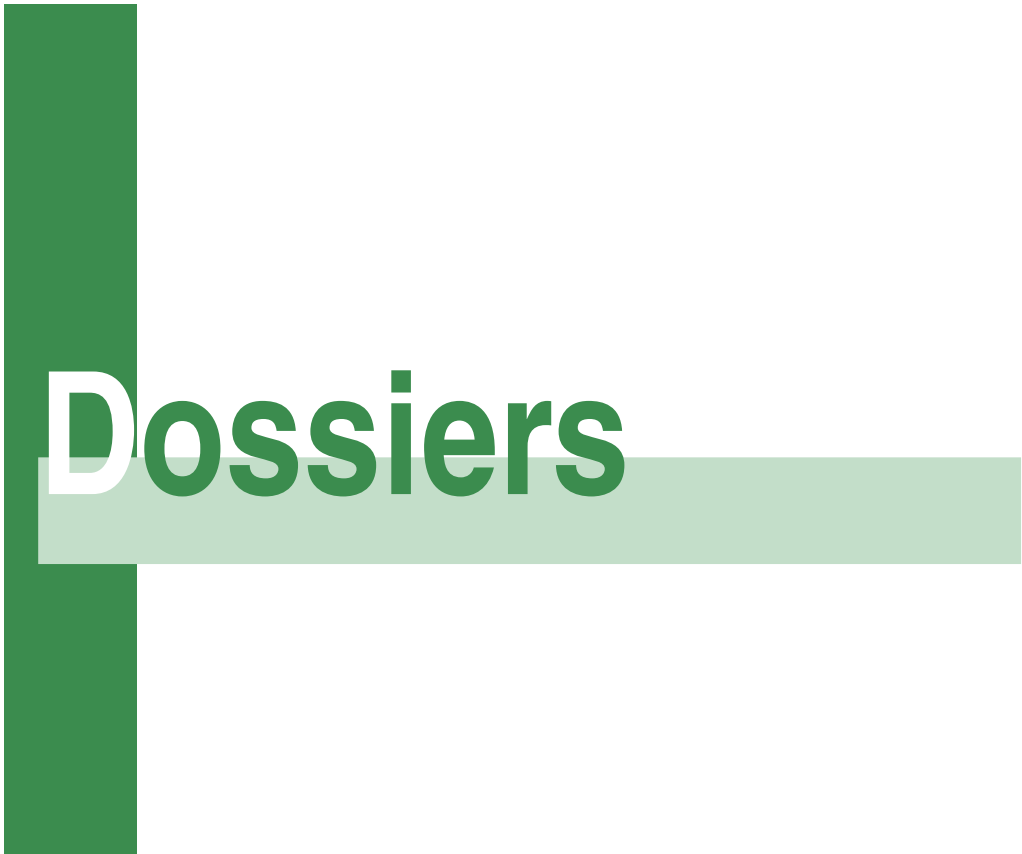
Dans les services marchands, après un quatrième trimestre dynamique (+1,0%), commun tant aux services aux entreprises qu'aux services aux particuliers, la production reviendrait sur un rythme de progression de 0,6% par trimestre au début de 2005.

L'activité dans le commerce, de gros comme de détail, s'est également redressée au quatrième trimestre de 2004 après un troisième trimestre peu favorable. Au début de l'année 2005, la croissance se poursuivrait dans le commerce de détail spécialisé mais ralentirait dans le commerce de gros car même si les intentions de commandes des grossistes interrogés en janvier se maintiennent, les perspectives générales d'activité reculent encore un peu.

L'activité du bâtiment se porte toujours bien tandis que celle des travaux publics continue de se dégrader. En effet, le recul des investissements des administrations publiques continue de pénaliser les travaux publics. Au premier trimestre 2005, l'activité du secteur de la construction progresserait à un rythme proche de celui du début de l'année 2004 (+0,5%).

Enfin, après un creux au quatrième trimestre de 2004, la production de transport et d'énergie se raffermirait début 2005. Le transport de marchandises cesserait de pénaliser l'activité, en lien avec la progression modérée mais robuste de la production manufacturière. De même, la production d'énergie se redresserait, entraînée notamment par la vague de froid de cet hiver.

Au total, le PIB progresserait de 0,6% au premier trimestre de 2005 puis de 0,3% au deuxième trimestre. À l'issue du deuxième trimestre, l'acquis de croissance pour 2005 serait de 1,6%. ■

A large, stylized graphic consisting of a dark green vertical bar and a light green horizontal bar that intersect to form an 'L' shape. The word 'Dossiers' is centered within the intersection of these bars.

Dossiers

Retour sur 2004

Jean Boissinot
Clotilde L'Angevin
Roland Rathelot
Salvatore Serravalle

*Division croissance et politiques
macroéconomiques*

Karl Even

Département de la conjoncture

La reprise initiée mi-2003 s'est poursuivie en 2004. Avec une croissance de 2,3% en moyenne annuelle en 2004 (après correction des jours ouvrables), la France a bénéficié d'une demande interne très dynamique, se différenciant ainsi des autres grands pays de la zone euro à l'exception de l'Espagne. Elle a enregistré un taux de croissance supérieur à celui de la zone (+1,8% en moyenne en 2004).

L'activité a toutefois fléchi entre le premier et le second semestre de l'année dernière passant d'un glissement de 1,4% à un glissement de 0,8%, notamment du fait de la détérioration de l'environnement international de la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, c'est la bonne orientation de la demande intérieure qui caractérise la reprise française, notamment en comparaison de ses deux grands partenaires européens (Allemagne et Italie).

Des retours sur prévisions menés grâce aux modèles Mesange et MZE⁽¹⁾ soulignent que l'environnement international de la zone euro s'est révélé plus porteur que ce qui était anticipé en juin 2004. En outre, la consommation et l'investissement des ménages, en s'écartant de l'évolution suggérée par leurs déterminants, ont décidé de l'orientation de l'activité, la soutenant en France mais la pénalisant dans l'ensemble de la zone.

Une reprise du commerce international qui profite peu aux exportations

La zone euro a évolué dans un environnement international très stimulant au cours de l'année 2004 en raison du dynamisme du commerce mondial. Celui-ci a touché toutes les grandes zones du monde, la zone euro demeurant cependant en retrait. Les exportations françaises, largement tournées vers l'Union européenne (et notamment l'Allemagne où la demande interne est restée particulièrement atone) ont peu tiré profit de ce contexte favorable. Elles ont certes accéléré mais cette accélération est faible comparée à la moyenne de la zone euro.

Les premiers signes d'un essoufflement de la demande mondiale ont été distinctement perceptibles dès le troisième trimestre de l'année dernière, ce qui a encore renforcé la faiblesse de l'activité en Italie et en Allemagne. Cette inflexion mon-

diale a résulté d'une amorce de resserrement monétaire dans les pays anglo-saxons, afin de prévenir tout risque de surchauffe sur les prix des biens et des actifs, notamment les actifs immobiliers. Ce mouvement a été encouragé par la poussée des cours pétroliers dans une fourchette de 40 à 50 dollars, poussée qui à ce jour n'est pas endiguée. Dans le même temps, les exportateurs européens ont du faire face à la chute du dollar vis-à-vis de la monnaie unique.

Tout comme leurs homologues de la zone, les entreprises exportatrices françaises ont enregistré des pertes de compétitivité liées à l'appréciation de l'euro et à l'accélération des coûts unitaires des consommations intermédiaires. Mais au regard des évolutions de leurs déterminants traditionnels (demande mondiale et compétitivité prix), les exportations françaises en 2004 ont enregistré une évolution encore plus décevante : leurs pertes de parts de marché vont au-delà des effets de change.

Pour autant, les exportateurs français ne semblent pas avoir eu recours à des contractions de marge l'an passé : globalement les prix à l'exportation ont suivi leurs déterminants traditionnels. Ainsi, ils ont fait le choix de restaurer leur situation financière.

Les disparités au sein de la zone euro ont tenu à des différences de dynamique de la demande intérieure

Les différentiels de croissance au sein des pays de la zone euro se sont amplifiés en 2004. Ils sont à relier aux écarts de dynamique de la demande intérieure et, en amont, aux évolutions de l'emploi et des salaires.

En France, la consommation des ménages était demeurée robuste au moment du ralentissement de l'activité en 2002 et 2003. Elle a nettement accéléré en 2004 en dé-

(1) Modèle pour la Zone Euro.

pit des évolutions retenues du pouvoir d'achat des revenus (1,6%), d'où une réduction du taux d'épargne (-0,5 point). La consommation des ménages a sans doute profité en 2004 de la conjoncture favorable du secteur immobilier (consommation inhérente à l'achat de logement) et du bas niveau des taux d'intérêt. En toute fin d'année, elle s'est montrée encore plus dynamique que ses déterminants traditionnels, en partie sous l'influence de mesures de soutien à la consommation (entre 1/10 et 2/10 des sommes débloquées par ces mesures se seraient retrouvées dans la consommation des ménages en fin d'année⁽²⁾).

Une spécificité de la reprise de l'an passé est venue de l'inertie assez inhabituelle (par rapport aux deux précédentes reprises) de l'emploi concurrentiel qui n'a pratiquement fait que se stabiliser (+20 000 postes sur l'ensemble de l'année) après sa contraction en 2003. L'accident de croissance du troisième trimestre 2004 a notamment abruptement écourté le cycle de productivité. En outre, l'emploi salarié dans le secteur non marchand (un quart de l'emploi total) s'est replié en 2004 sous l'effet de cessations de certaines politiques spécifiques de l'emploi. Ainsi, le taux de chômage n'avait pas encore, fin 2004, amorcé de repli.

L'investissement des entreprises avait fortement réagi dès l'amorce de la reprise au cours de la seconde partie de 2003. Au cours de l'année 2004, il a progressé en ligne avec ses déterminants. En outre, si l'on cumule la contribution de l'investissement et des stocks, la demande des entreprises a contribué pour 1,3% à la croissance l'an passé. Tout au long de l'année dernière, les indicateurs d'enquête relatifs à l'investissement ont confirmé la bonne orientation des perspectives des entreprises quant à leur décision de développement interne (cf. dossier « Prévoir l'investissement des entreprises? Un indicateur des révisions d'anticipations dans l'enquête Investissement dans l'industrie »).

En dépit de l'envolée des cours des matières premières, l'inflation est restée contenue en 2004

En décembre 2004, l'inflation en France s'établissait à 2,1% en glissement annuel (contre 2,2% en décembre 2003). Certes, au second semestre, l'envolée du prix du pétrole et, en second lieu, de l'ensemble des matières premières industrielles a induit une augmentation marquée des prix à la consommation pour les ménages. Cependant, elle n'a été que temporaire et en partie amortie par l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

La maîtrise constatée de l'inflation provient en grande partie du comportement des producteurs. Au regard de leurs déterminants traditionnels, les prix à la production ont enregistré des évolutions nettement plus faibles, ce qui suggère que les producteurs ont eu recours à des contractions de marge. Il n'y a ainsi pas eu d'effet de second tour de l'inflation énergétique.

Les contractions de marge constatées au niveau de la production peuvent aussi résulter en partie de l'accord du 17 juin 2004, par lequel les représentants des industriels et ceux de la grande distribution s'étaient engagés à diminuer leurs prix. Cette baisse, qui concernait des produits de grande marque, de-

vait porter sur l'alimentation hors produits frais et sur les produits d'hygiène corporelle et d'entretien ménager. En glissement sur le second semestre de 2004, les prix dans la grande distribution ont baissé de 1,1%, soit un effet de -0,2 point sur l'IPC⁽³⁾.

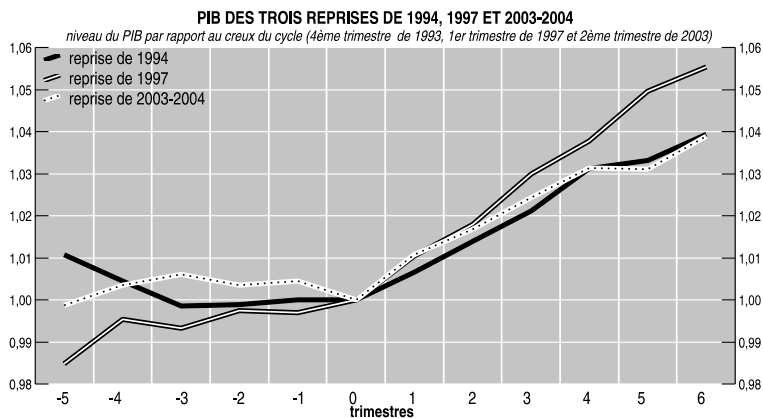
Quelques éléments de comparaison avec les reprises précédentes

En France, cette phase de reprise s'opère avec une intensité plus faible que lors de la précédente initiée début 1997 : un an et demi après avoir atteint le point bas du cycle, le PIB ne se situe qu'à 3,9% au-dessus de celui atteint au creux du cycle (le deuxième trimestre de 2003), alors qu'il était en 1997 à 5,5% au-dessus du creux (le premier trimestre de 1997) (cf. graphique 1). En revanche, cette reprise apparaît comparable en ampleur à celle faisant suite à la récession de 1993.

(2) Cf. l'encadré : « Effet des mesures 2004 de soutien de la consommation » page 101.

(3) Cf. l'encadré : « L'évolution des prix dans la grande distribution et leur impact sur la consommation des ménages » de la Note de conjoncture de décembre 2004.

1



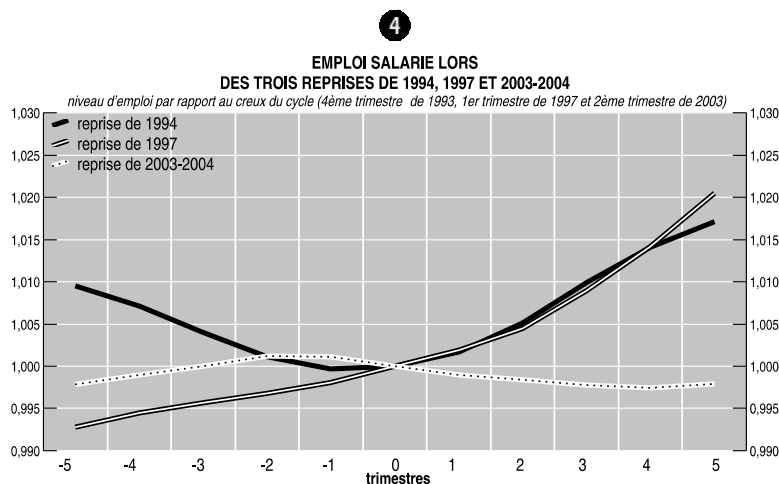
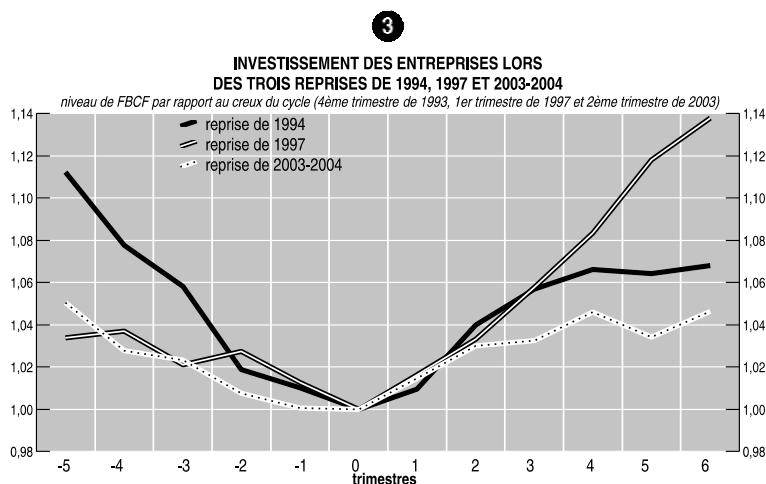
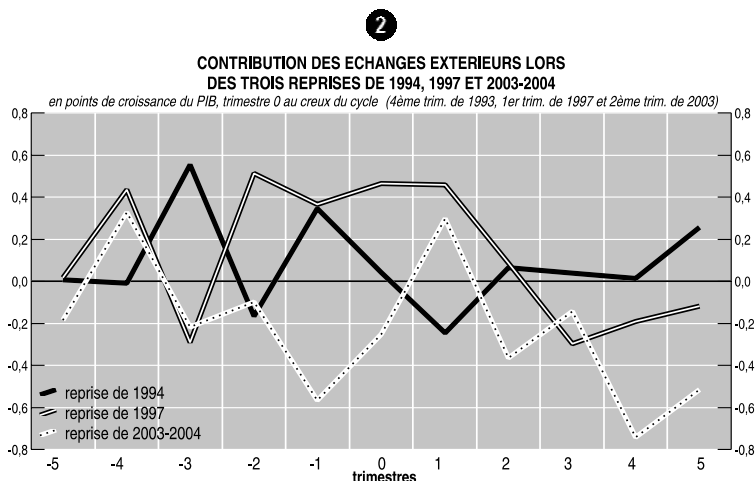
La reprise française en 2003-2004 s'est caractérisée par la vigueur de la demande interne et par la faiblesse du soutien des échanges extérieurs.

Les exportations en 2004 n'ont pas reflété la vigueur retrouvée du commerce mondial et cette phase se différencie des deux reprises précédentes (cf. graphique 2).

L'investissement des ménages a été porté par des taux d'intérêts historiquement bas et des anticipations d'inflation contenues.

L'investissement des entreprises a lui été moins porteur que lors des deux reprises précédentes (cf. graphique 3). Toutefois, dans le creux du cycle, les entreprises ont moins désinvesti que lors des deux cycles antérieurs : le niveau de référence pour l'investissement des entreprises lors de la reprise de 2003-2004 est donc plus haut relativement aux deux reprises antérieures.

Lors de la reprise de 2003-2004, la consommation des ménages a été favorable notamment en fin d'année en partie sous l'impact des mesures de soutien à la consommation. Le pouvoir d'achat des revenus des ménages est resté retenu (+1,6% en 2004 après +0,5% en 2003). Cela a tenu à une plus grande inertie de l'emploi (cf. graphique 4) que lors des reprises précédentes. L'inflexion à la hausse de l'emploi salarié des secteurs concurrentiels a en effet été nettement plus timide. L'emploi total n'est pas significativement reparti en 2004 et accuse un retard de hausse d'environ deux points par rapport aux deux reprises précédentes. ■



ENCADRÉ 1 : RELECTURE DE L'ANNÉE 2004 AVEC LE MODÈLE MACROÉCONOMÉTRIQUE MESANGE

En juin 2004, l'INSEE prévoyait⁽¹⁾ une croissance de 2,3% pour l'ensemble de l'année 2004. En fin de compte, l'économie française a bien cru de 2,3%. Cependant, la croissance de l'activité au second semestre 2003 a été finalement plus élevée que ce que les premières évaluations laissaient supposer : en corrigeant des réévaluations de l'acquis de croissance au premier trimestre de 2004, révisé à la hausse dans les comptes trimestriels, la prévision de juin aurait conduit à une croissance de 2,6% en 2004.

L'inflation⁽²⁾, quant à elle, s'est établie à 1,5% alors que le scénario de la Note de conjoncture de juin 2004 reposait sur une prévision d'inflation de 1,6%.

Nous menons une analyse rétrospective des prévisions réalisées pour l'année 2004 au moment de la Note de conjoncture juin 2004, à l'aide du modèle Mesange.

Le déficit de 0,3 point de croissance par rapport à la prévision de juin s'explique assez peu par l'écart entre le scénario anticipé pour l'environnement international⁽³⁾ et ce qui a été effectivement observé. La simulation à environnement international connu conduirait plutôt à une croissance plus forte de 0,1 point (cf. tableau 1). De plus, l'écart au scénario anticipé ne permet pas de rendre compte du creux de l'activité au troisième trimestre de 2004.

(1) Note de conjoncture de juin 2004.

(2) Il s'agit ici de la variation annuelle du déflateur des prix de consommation des ménages.

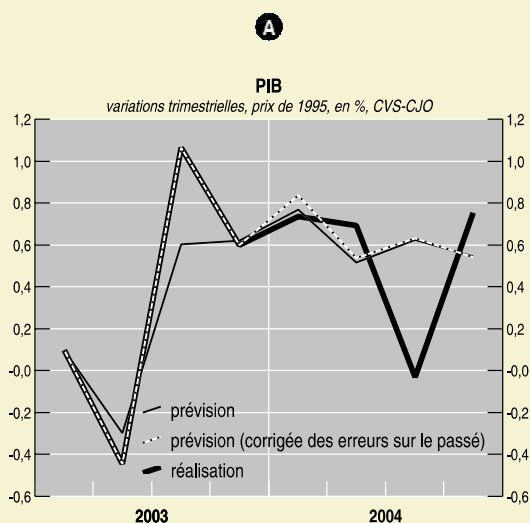
(3) La prévision tablait sur une stabilisation et un reflux du prix du baril - de 36 à 32 dollars - alors que le baril a poursuivi son appréciation, atteignant 44 dollars à la fin de l'année 2004. De même, l'euro a continué à s'apprécier face au dollar, atteignant 1,28 dollar au dernier trimestre 2004. Cependant, la prévision n'avait pas anticipé la forte demande mondiale adressée à la France, ni la compétitivité-prix dégradée.

L'année 2004, en particulier le second semestre, a donc été marquée par des comportements atypiques au regard des comportements prévus et des comportements moyens simulés dans le modèle. L'écart entre les comportements prévus et les comportements observés conduit à un différentiel de -0,4 point de croissance.

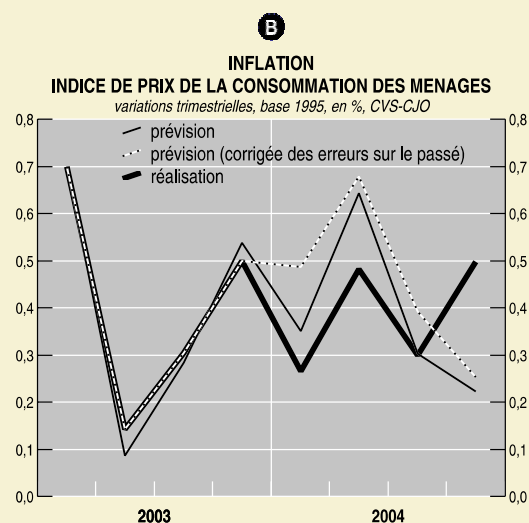
TABEAU 1 : DÉCOMPOSITION DE LA COMPARAISON DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE ET SA RÉALISATION

	(%)	
	2003	2004
Croissance du PIB		
Constaté ou prévu (juin 2004)	0,5	2,3
Révisions des comptes trimestriels	+0,0	+0,3
Constaté ou prévu (juin 2004 avec les comptes trimestriels actuels utilisés jusqu'au 1 ^{er} trimestre de 2004)	0,5	2,6
Environnement international		+0,1
<i>dont : compétitivité-prix</i>		-0,2
<i>pétrole</i>		0,0
<i>demande mondiale</i>		+0,3
<i>autre</i>		0,0
Comportements		-0,4
<i>dont : consommation des ménages</i>		-0,2
<i>variations de stocks</i>		+0,5
<i>investissement</i>		-0,2
<i>importations</i>		-0,3
<i>exportations</i>		0,0
<i>autre</i>		-0,1
Réalisé	0,5	2,3

Source : Insee, calculs Insee



source : Insee (Conjoncture et Comptes nationaux), calculs Insee



source : Insee (Conjoncture et Comptes nationaux), calculs Insee

ENCADRÉ 1 : RELECTURE DE L'ANNÉE 2004 AVEC LE MODÈLE MACROÉCONOMÉTRIQUE MESANGE (SUITE)

En ce qui concerne le déflateur des prix de consommation des ménages, les prévisions sont plus proches des réalisations (*cf. tableau 2*).

La hausse non anticipée du prix du pétrole à la fin de l'année 2004 a induit une augmentation plus forte que prévue du prix de consommation des ménages, tandis que les autres éléments de l'environnement international (compétitivité, taux de change) ont été plus favorables que ce qui était escompté. ■

TABLEAU 2 : DÉCOMPOSITION DE LA COMPARAISON DE LA PRÉVISION D'INFLATION ET SA RÉALISATION

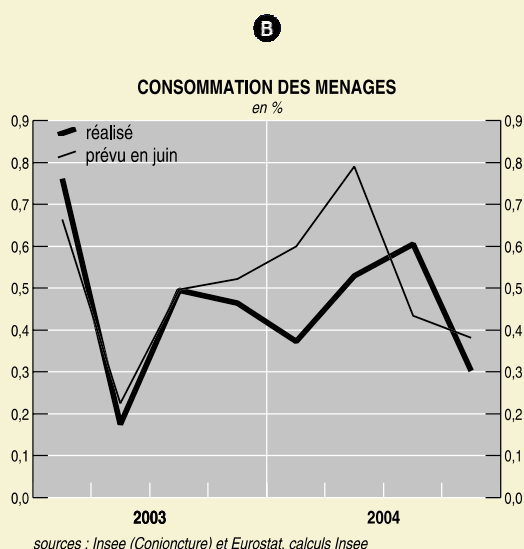
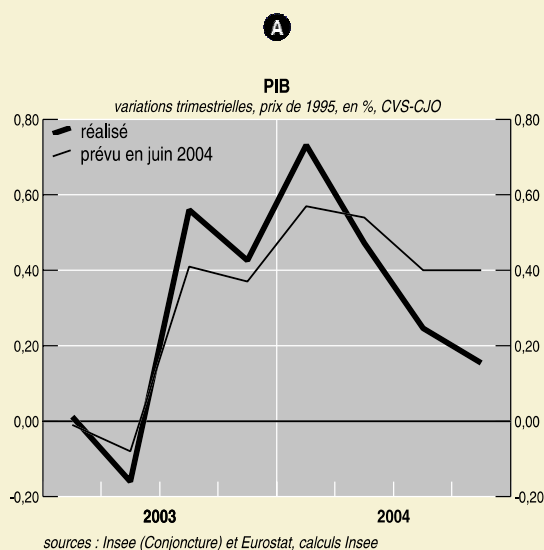
	(%)	
	2003	2004
Croissance du prix à la consommation des ménages		
Constaté ou prévu (juin 2004)	1,8	1,6
Révisions des comptes trimestriels	+0,0	+0,2
Constaté ou prévu (juin 2004 avec les comptes trimestriels actuels utilisés jusqu'au 1 ^{er} trimestre de 2004)	1,8	1,8
Environnement international		+0,1
<i>dont : compétitivité</i>		-0,1
<i>pétrole</i>		+0,2
<i>taux de change</i>		-0,2
<i>autre</i>		+0,2
Comportements		-0,4
<i>dont : prix de consommation des ménages</i>		-0,5
<i>prix de valeur ajoutée</i>		+0,2
<i>prix d'échanges extérieurs</i>		-0,4
<i>importations</i>		+0,2
<i>autre</i>		+0,1
Réalisé	1,8	1,5

Source : Insee, calculs Insee

ENCADRÉ 2 : RELECTURE DE L'ANNÉE 2004 À L'AIDE DU MODÈLE MACROÉCONOMIQUE MZE POUR LA ZONE EURO

En juin 2004, la Note de conjoncture envisageait une croissance de 1,8% du PIB de la zone euro pour l'ensemble de l'année 2004. La croissance réalisée a bien été de 1,8%, malgré une reprise du commerce international plus forte que prévu (cf. fiche « Conjoncture dans la zone euro »). L'inflation⁽¹⁾, quant à elle, s'est établie à 1,8% alors que le scénario de la Note de conjoncture de juin 2004 reposait sur une prévision d'inflation de 2,2%.

Nous menons une analyse rétrospective des prévisions réalisées pour l'année 2004 au moment de la Note de conjoncture juin 2004, à l'aide du modèle MZE⁽²⁾ pour la zone euro.



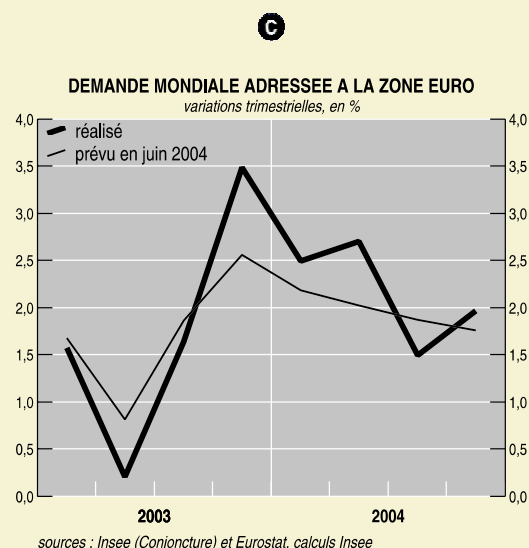
(1) Il s'agit de la variation annuelle du déflateur des prix de consommation des ménages.

(2) Le Modèle MZE (modèle zone euro) a été développé par l'Insee et la Direction de la Prévision. Il est alimenté par des données fournies par Eurostat. Il comporte une vingtaine d'équations économétriques à correction d'erreur, estimées, pour la plupart, entre 1992 et 2002.

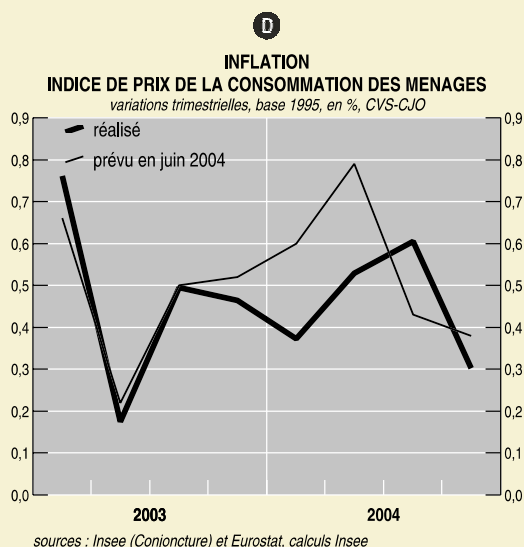
Les prévisions réalisées au mois de juin de 2004 établissaient à 1,8% le taux de croissance en moyenne annuelle du PIB pour la zone euro en 2004. Il s'est bien établi à 1,8% en 2004. La Note de conjoncture de juin 2004 a donc bien prévu l'évolution d'ensemble de l'économie de la zone euro. Toutefois, l'environnement international s'est avéré plus porteur que prévu et les firmes européennes ont réalisé des gains de parts de marché au-delà des prévisions. *A contrario*, le comportement de consommation des ménages européens a été moins dynamique que dans les prévisions.

Si, dans le scénario du mois de juin 2004 concernant l'environnement extérieur, la reprise du commerce mondial en 2004 a été bien anticipée, son ampleur a cependant été mal évaluée. Certes, la demande adressée à la zone euro par les Etats-unis et la Grande-Bretagne a été en ligne avec les prévisions, mais le dynamisme des pays de la zone asiatique et des PECO a été sous-évalué. Quant aux gains de parts de marché de la zone euro, ils ont été plus forts qu'escompté. Au total, les exportations de la zone euro ont été plus dynamiques que prévu sur l'ensemble de l'année 2004.

Les prévisions de consommation ont été largement sur-estimées aux deuxième et troisième trimestres de 2004. Le comportement de consommation des ménages allemands a notamment été beaucoup plus restrictif qu'anticipé. Les prévisions du mois de juin 2004 intégraient en effet la réforme fiscale qui devait contribuer à l'augmentation du revenu disponible des ménages allemands. Or, vraisemblablement contrebalancée par une hausse des cotisations sociales non anticipée et une politique de modération salariale plus prononcée qu'escomptée, le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages allemands s'est contracté.



ENCADRÉ 2 : RELECTURE DE L'ANNÉE 2004 À L'AIDE DU MODÈLE MACROÉCONOMIQUE MZE POUR LA ZONE EURO (SUITE)



L'inflation de l'année 2004 pour la zone euro, mesurée ici par l'évolution du déflateur des prix de consommation des ménages, s'est établie à 1,8%. Le scénario de la Note de conjoncture de juin reposait, quant à lui, sur une prévision d'inflation peu différente, quoique légèrement supérieure (+2,2%). L'environnement international a peu contribué à ce léger écart. La sous-estimation de l'appréciation de

l'euro a conduit à une sur-estimation de l'inflation (mécanisme d'inflation importée) mais l'évolution des prix extérieurs, plus soutenue que prévue, semble avoir contrebalancé cet effet. La majeure partie de l'écart entre prévision et réalisation en termes de taux d'inflation rejoint le constat évoqué plus haut concernant la consommation des ménages. Cette dernière ayant été moins dynamique que prévu, l'évolution des prix a été sur-estimée (effet demande). De plus, l'évolution du prix de la consommation (déflateur de la consommation), moins soutenue que prévue, suggère que le phénomène de contraction des marges, consenti par les entreprises de la zone euro pour rester compétitives, n'aurait pas été anticipé en juin. Ces contractions de marges concerneraient notamment l'Allemagne et ne seraient pas visibles en France.

Le taux de croissance de l'emploi dans la zone euro a été très légèrement plus élevé (+0,5%) qu'escompté (+0,2%). La forte reprise du commerce mondial a contribué à cette croissance en soutenant l'activité des entreprises : le niveau de la demande extérieure adressée à la zone euro ainsi que les gains de parts de marché à l'exportations ont été plus élevés que prévu. Enfin, la croissance moins forte qu'escomptée des salaires réels a contribué à l'augmentation de l'emploi dans la zone. ■

Prévoir l'investissement des entreprises ? Un indicateur des révisions d'anticipations dans l'enquête Investissement dans l'industrie

Nicolas Ferrari

Division enquêtes de conjoncture

L'enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie, menée trimestriellement par l'Insee, est une source d'information majeure concernant l'investissement des entreprises. Toutefois, la nature annuelle des questions posées rend difficile son utilisation pour la prévision conjoncturelle à un rythme trimestriel. De plus, les anticipations des industriels sont fortement révisées au fil du temps, ce qui invite à faire preuve de prudence dans l'analyse des

taux de croissance annuels que fournit l'enquête. Mais une étude plus fine conduit à s'intéresser aux révisions intervenues entre deux enquêtes : plus encore que les taux de croissance, ces révisions révèlent des informations précieuses sur les projets d'investissement des entreprises.

Ce dossier propose un indicateur trimestriel des révisions d'anticipations d'investissement des industriels. Cet indicateur mesure comment les entreprises adaptent au cours de l'année leurs investissements aux évolutions conjoncturelles. Il apparaît être très bien corrélé aux évolutions trimestrielles de l'investissement des entreprises mesurées par la comptabilité nationale.

Cet indicateur indiquait un certain optimisme des industriels concernant leurs investissements lors de l'enquête d'octobre 2004. Ceci correspond bien au dynamisme des investissements observé au quatrième trimestre de 2004 et prévu pour le premier trimestre de 2005. L'enquête de janvier 2005 émet un signal à la baisse concernant les évolutions futures de l'investissement industriel, compatible avec le ralentissement des dépenses d'équipement attendu à partir du deuxième trimestre de 2005.

L'investissement des entreprises constitue une variable très importante de l'analyse conjoncturelle. S'il ne représente qu'une part assez modeste du PIB, entre 10% et 12% selon les années⁽¹⁾, il sur-réagit aux variations de l'activité (cf. graphique 1). De ce fait, il contribue particulièrement aux variations du PIB. Sur période longue (de 1980 à 2003), la FBCF des SNF-EI (Formation Brute de Capital Fixe des Entreprises Non Financières et Entrepreneurs Individuels) a contribué pour 34% aux variations du PIB en glissement annuel.

En plus d'influer à court terme sur la demande, l'investissement permet le développement des moyens productifs des entreprises. Les efforts d'investissement engagent

l'avenir avec des conséquences à moyen terme sur l'offre des entreprises.

Les indicateurs conjoncturels concernant l'investissement sont rares et peu précis (cf. encadré 2). Du fait de la forte hétérogénéité des comportements individuels, sa prévision s'avère délicate. Ainsi, l'enquête sur les investissements dans l'industrie (nommé aussi enquête *Investissement*), menée trimestriellement par l'Insee, est une des rares sources conjoncturelles relatives aux dépenses d'équipement des entreprises. Elle permet de prévoir l'investissement industriel de manière fiable et relativement avancée dans le temps. De plus, l'investissement industriel est bien corrélé avec celui des autres secteurs d'activité. Ainsi, l'enquête *Investissement* offre une in-

formation intéressante concernant l'investissement de l'ensemble des secteurs d'activité.

Malgré tout, la nature annuelle des questions rend relativement difficile son utilisation pour la prévision de l'investissement à un rythme trimestriel. Les révisions entre deux enquêtes apparaissent apporter une information pertinente, mais les taux de croissance publiés se prêtent mal à la construction d'un indicateur trimestriel du fait de leur caractère annuel.

En revanche, en étudiant les révisions individuelles des montants d'investissement anticipés, il apparaît que l'enquête apporte bien - trimestre après trimestre - une information pertinente. Plus précisément, il est possible de construire un indicateur trimestriel des

(1) Depuis le début des années 1990

révisions moyennes des anticipations individuelles des montants d'investissement qui s'avère corrélé avec l'évolution trimestrielle ultérieure de la FBCF des SNF-EI.

Cet indicateur capte les changements infra-annuels dans les projets d'investissement des industriels : avant le début d'année, les entrepreneurs fixent *a priori* le niveau et le rythme de leurs investissements en fonction de leurs projets de développement interne. Les évolutions conjoncturelles de l'année à venir sont alors encore très incertaines. Au cours de l'année, le rythme des investissements est adapté en fonction d'aléas d'ordre conjoncturel. Les évolutions des anticipations relatives à l'année en cours sont alors reliées au dynamisme des investissements futurs de l'année. L'indicateur des révisions se révèle ainsi être très bien corrélé aux variations trimestrielles en valeur de la FBCF des SNF-EI. Il apparaît ainsi comme un très bon indicateur pour prévoir par étalonnage les variations de cette variable.

Après une présentation de l'enquête, un guide de lecture de ses résultats en propose une utilisation possible pour l'analyse conjoncturelle de l'investissement. S'ils apportent une information annuelle pertinente, ils sont en revanche difficilement utilisables pour prévoir les évolutions de l'investissement à un rythme trimestriel. La construction de l'indicateur des révisions moyennes est ensuite exposée. Enfin, un étalonnage multivarié (modèle VAR) est présenté comme exemple d'utilisation.

Présentation de l'enquête Investissement

L'enquête sur les investissements dans l'industrie est une enquête trimestrielle. Elle est réalisée au cours des mois de janvier, d'avril, de juillet⁽²⁾ et d'octobre. Ces résultats sont publiés une quinzaine de jours après la fin du mois considéré. Elle porte sur un échantillon d'environ 4 000 entreprises représentatives de l'ensemble de l'in-

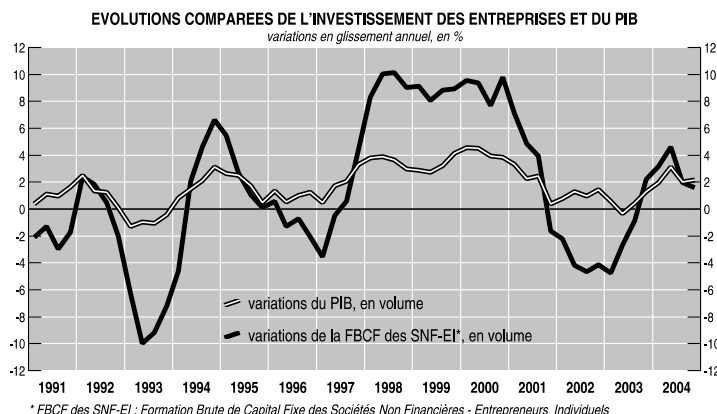
dustrie en dehors de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz.

Selon la taille de l'entreprise, le questionnaire est envoyé aux directeurs généraux ou aux directeurs administratifs et financiers. *A posteriori*, un tiers des répondants sont des directeurs généraux ou leurs adjoints directs et la moitié sont issus des directions financières, des services de comptabilité et des services de contrôle de gestion. Les fonctions des autres répondants sont diverses (directeurs d'usine, directeurs commerciaux, ...).

Deux types de questions permettent d'évaluer les perspectives d'évolution de l'investissement pour les industriels interrogés :

- d'une part, les entrepreneurs indiquent les montants annuels d'investissement réalisés ou prévus pour trois années civiles consécutives ;
- d'autre part, ils émettent une opinion sur les évolutions passées et prévues de leurs dépenses semestrielles d'investissement. Ces opinions sont formulées par un choix entre les modalités « en hausse », « stable » et « en baisse ». Elles sont agrégées et publiées sous formes de soldes (différences pondérées entre le nombre de réponses « en hausse » et celui des réponses « en baisse »).

1



Ces deux types de questions sont présents à chaque enquête. De plus, d'autres questions sont ajoutées selon le trimestre de l'enquête afin d'affiner la perception de l'investissement. Un premier type de questions (enquêtes d'avril et d'octobre) permet de distinguer les investissements par justification économique⁽³⁾. D'autres questions concernent les facteurs économiques qui influencent les dépenses d'équipement (enquêtes d'octobre)⁽⁴⁾. D'autres encore sont relatives aux capacités de productions et aux déclassements d'équipement (enquêtes d'avril). Une étude récente de A. Naboulet et S. Raspiller (2004) a montré que ces questions annexes permettent d'améliorer sensiblement la compréhension des comportements d'investissement des entreprises industrielles.

(2) depuis juillet 2003

(3) On distingue 5 catégories d'investissements : les investissements destinés au renouvellement d'équipements usagés, à l'entretien et à la maintenance, ceux destinés à la modernisation et à la rationalisation, ceux qui concernent l'extension des capacités de production sur les produits existants, ceux qui concernent l'introduction de nouveaux produits et enfin les autres destinations.

(4) Les entrepreneurs émettent une opinion à propos du caractère stimulant ou limitant de huit facteurs : la demande intérieure, la demande étrangère, les perspectives de profit, l'autofinancement, l'endettement, les taux d'intérêt, les conditions globales de financement, les facteurs techniques et les autres facteurs.

TABEAU 1 : LE BIAIS MOYEN PAR DATE D'ENQUÊTE, PÉRIODE 1990-2003, INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

Dates des enquêtes par rapport à l'année N considérée	Taux moyen estimé par l'enquête	Différence moyenne par rapport aux estimations de l'enquête d'avril N+1
Octobre N-1	1,1%	1,5 point
Janvier N	5,8%	6,2 points
Avril N	5,4%	5,8 points
Octobre N	1,9%	2,3 points
Janvier N+1	-0,6%	-0,2 point
Avril N	-0,4%	0,0 point

Les résultats publiés de l'enquête *Investissement* apportent une information conjoncturelle intéressante mais difficilement utilisable à un rythme trimestriel

Les questions relatives aux montants annuels d'investissement permettent de juger des prévisions de dépenses d'équipement des industriels. Pour une année donnée, l'enquête fournit, campagne après campagne, plusieurs estimations des évolutions - prévues puis réalisées - de l'investissement industriel (cf. graphique 2). Visuellement, les taux estimés reflètent bien le dynamisme des dépenses d'équipement. Par exemple, les années 1998 à 2000 apparaissent comme des années où les efforts d'investissement des entreprises étaient particulièrement forts. Cette période a été suivie dès 2001 d'une phase de ralentissement économique et de rationalisation des projets de développement des entreprises industrielles.

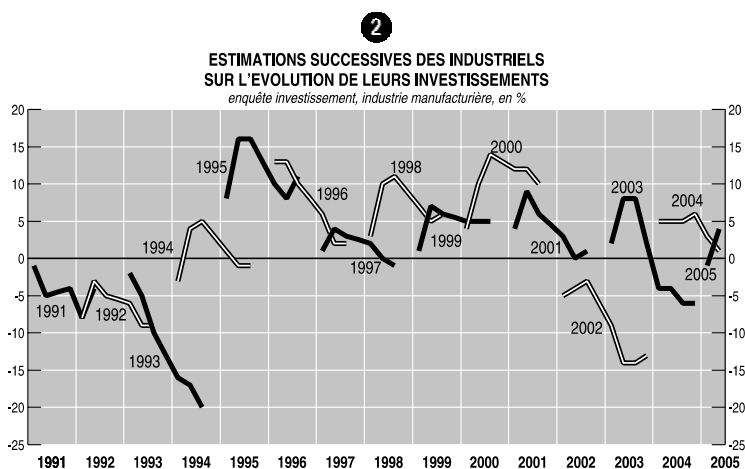
La lecture du graphique 2 fait apparaître des révisions importantes des estimations successives du taux de croissance des investissements industriels pour une même année. Les premières estimations s'avèrent peu corrélées aux réalisations finales. Au cours des estimations successives, les résultats publiés de l'enquête convergent vers les évolutions réelles des investissements industriels mesurés par la comptabilité nationale annuelle. Cette convergence est un

critère important pour juger de la qualité de l'enquête : les évolutions des estimations successives ne sont pas le fait d'un aléa statistique mais bien de modifications au cours du temps des projets d'investissement des industriels.

Ainsi, pour l'année N, en avril de l'année N+1 et environ un an avant la publication des comptes annuels dits « semi-définitifs », l'enquête permet de juger avec précision des évolutions passées de la FBCF du secteur industriel. Toutefois, bien que cette information soit précoce par rapport à la comptabilité nationale, elle reste bien trop tardive pour avoir un intérêt en analyse conjoncturelle. En revanche, les estimations précédentes - à partir d'octobre N-1 - sont publiées assez tôt pour être utilisées dans l'exercice de prévision conjoncturelle de cette année N.

La manière la plus naturelle d'utiliser cette information avancée est de considérer que les prévisions

agrégées des industriels prévoient bien les évolutions effectivement réalisées. Mais il apparaît qu'en moyenne, les taux de croissance prévus puis réalisés sont révisés selon un profil relativement constant (cf. graphique 2). Il apparaît ainsi un biais systématique pour chaque estimation en fonction de la date de l'enquête par rapport à l'année considérée. Sur les années 1990 - 2003, les premières estimations des industriels se révèlent être surestimées par rapport à la dernière estimation de l'enquête⁽⁵⁾ en avril de l'année suivante. En moyenne sur cette période, cette surestimation est de 1,5 point pour la première estimation lors de l'enquête d'octobre de l'année précédente, de 6,2 points, 5,8 points et 2,3 points lors des enquêtes de janvier, avril et octobre de l'année considérée. Enfin, l'estimation en janvier de l'année suivante se révèle très proche de celle d'avril de cette même année, légèrement plus basse de -0,2 point en moyenne (cf. tableau 1). Il est donc essentiel



Note :

Chaque courbe représente les estimations successives pour l'année indiquée à côté. L'axe des abscisses représente les dates d'enquêtes

(5) Il s'agit en réalité de l'avant dernière estimation depuis 2003 puisqu'il existe désormais une enquête de juillet. En effet, l'enquête *Investissement* est devenue trimestrielle en 2003.

TABEAU 2 : CALENDRIER THÉORIQUE⁽¹⁾ DE CALCUL DE L'INDICATEUR

Enquêtes	Montants demandés	Indicateur calculé sur la différence...
Janvier N	- Année N-2 - Année N-1 - Année N	- relative à l'année N - entre l'enquête d'octobre N-1 et celle de janvier N
Avril N	- Année N-2 - Année N-1 - Année N	- relative à l'année N - entre l'enquête de janvier N et celle d'avril N
Juillet N	- Année N-2 - Année N-1 - Année N	- relative à l'année N - entre l'enquête d'avril N et celle de juillet N
Octobre N	- Année N-1 - Année N - Année N+1	- relative à l'année N - entre l'enquête de juillet N et celle d'octobre N

(1) Calendrier lorsqu'il y aura suffisamment d'occurrences de l'enquête en juillet : les enquêtes *Investissement* de juillet n'existent que depuis 2003.

TABEAU 3 : CALENDRIER PROVISOIRE⁽¹⁾ DE CALCUL DE L'INDICATEUR

Enquêtes	Montants demandés	Indicateur calculé sur la différence...
Janvier N	- Année N-2 - Année N-1 - Année N	- relative à l'année N - entre l'enquête d'octobre N-1 et celle de janvier N
Avril N	- Année N-2 - Année N-1 - Année N	- relative à l'année N - entre l'enquête de janvier N et celle d'avril N
Octobre N	- Année N-1 - Année N - Année N+1	- relative à l'année N - entre l'enquête d'avril N et celle d'octobre N

(1) L'enquête de juillet n'existe que depuis 2003. En attendant de disposer de suffisamment d'enquêtes en juillet et par souci de cohérence dans le temps, on calcule les révisions en octobre N non pas par rapport à l'enquête de juillet N mais par rapport à celle d'avril N. L'absence dans le passé d'enquêtes de juillet empêche pour l'instant d'utiliser efficacement des indicateurs de révisions entre les enquêtes d'avril et de juillet. On affecte donc à juillet N l'indicateur calculé en octobre N. Ceci est équivalent à affecter la révision entre avril N et octobre N pour moitié à une révision entre avril et juillet et pour moitié à une révision entre juillet et octobre. Les indicateurs relatifs aux révisions d'une enquête de juillet ne sont ainsi disponibles qu'avec l'enquête d'octobre. Ceci est une faiblesse – provisoire – de l'indicateur qui n'est en réalité disponible que trois trimestres sur quatre.

de tenir compte de ce biais systématique pour analyser de manière rigoureuse les estimations successives du taux d'investissement.

Jusqu'à 1994, cette correction du biais moyen était faite directement dans les résultats publiés. Mais cette correction s'est révélée catastrophique pour l'année 1993 : la situation économique s'est très fortement dégradée et la première

anticipation en octobre 1992 n'a pas été révisée vers le haut mais vers le bas lors des enquêtes suivantes (enquêtes de janvier et d'avril 1993). Alors que la première estimation d'octobre 1992 donnait une information relativement neutre, les enquêtes successives ont convergé en indiquant au final une chute de 20% de l'investissement industriel en 1993. Il est alors apparu qu'il était insuffisant de

corriger simplement d'un biais moyen : les révisions entre les enquêtes successives dépendent de la position dans le cycle conjoncturel. Par exemple, lors de l'enquête d'octobre de l'année 1999, la prévision de croissance pour l'année 2000 était de 4%. Alors que l'activité était en haut de son cycle, la dernière estimation, lors de l'enquête d'avril 2001, a été de 10%. La simple prise en compte du biais moyen aurait conduit à ne prévoir que 5% ou 6% de croissance en octobre 1999.

A *contrario*, les révisions entre deux enquêtes successives semblent fournir une information particulièrement intéressante. Ainsi, en 1993, la baisse du taux de croissance prévu entre les enquêtes d'octobre 1992 et de janvier 1993 indiquait un changement important des perspectives d'investissement des industriels (cf. graphique 2).

Il s'agit donc de considérer en même temps l'optimisme ou le pessimisme des anticipations des industriels et les révisions de ces anticipations au cours des estimations successives. Par exemple, la révision de seulement 2 points vers le bas entre l'enquête d'avril 2004 et celle d'octobre 2004 apparaît comme faible par rapport à la moyenne (3,5 points). Ceci est donc une information positive, concordante avec le dynamisme de la FBCF des entreprises au quatrième trimestre de 2004. Une telle utilisation des données permet une analyse qualitative très informative mais elle se prête mal à une utilisation quantitative comme l'autoriserait un indicateur trimestriel.

Un indicateur trimestriel des révisions moyennes d'anticipations dans l'enquête Investissement

La prévision conjoncturelle au rythme trimestriel nécessite des indicateurs de périodicité infra-annuelle. Plus particulièrement, dans une approche quantitative, il est utile de disposer d'indicateurs tri-

mestriels afin de construire des modèles économétriques pour étalonner les séries à prolonger à l'aide de ces indicateurs.

Concernant la prévision de la FBCF des SNF-EI, de tels indicateurs sont rares (cf. encadré 2). L'enquête *Investissement* n'en fournit pas naturellement. Toutefois, il est possible d'en construire à partir des résultats publiés. Le dossier « Investissement des entreprises : le creux est-il passé ? » de la note de conjoncture de juin 2003 (cf. bibliographie) proposait un tel indicateur trimestriel, construit à partir des anticipations publiées de taux de croissance annuelle de l'investissement. Cet indicateur ne prenait en compte que le niveau des taux de croissance anticipés par les industriels et non pas leurs révisions dans la succession des enquêtes.

A contrario, cette étude propose un indicateur qui prend en compte ces révisions. De manière agrégée, la comparaison des révisions des taux de croissance publiés entre deux enquêtes successives n'est que relativement intéressante. En effet, le caractère très hétérogène de l'investissement, la présence d'incohérences entre les réponses d'une même entreprise et les erreurs dans les montants déclarés ne rendent que partiellement informatives les évolutions des taux de croissance résultant de l'enquête. En particulier, certaines révisions de taux de croissance sont davantage imputables à des modifications des montants relatifs à l'année antérieure qu'à des modifications concernant l'année d'intérêt. Un indicateur des révisions d'anticipation construit à partir des résultats publiés de l'enquête se révèle ainsi fragile et peu « avancé » dans le temps. Aussi est-il intéressant de partir des données individuelles et de ne considérer que les évolutions entre deux enquêtes successives pour une même année.

À chaque enquête, on mesure le sens et l'amplitude des révisions individuelles d'anticipation d'investissement. L'année considérée est l'année la plus « avancée » pos-

sible : lors de l'enquête d'octobre N-1, les entreprises sont interrogées pour la première fois sur leurs anticipations concernant l'année N. Ainsi, dès l'enquête de janvier N, il est possible de calculer la différence entre le montant déclaré en janvier N et celui déclaré en octobre N-1.

À chacune des enquêtes de l'année N (janvier, avril, juillet et octobre), nous pouvons donc calculer entreprise par entreprise l'évolution par rapport à l'enquête antérieure (cf. tableau 2).

Les révisions individuelles de montant d'investissement sont rapportées à la taille de l'entreprise, mesurée par son chiffre d'affaires ($CA_{i,t}$ pour l'entreprise i lors de l'enquête $t^{(6)}$). En notant $I_{i,t}^a$ et $I_{i,t-1}^a$ les montants d'investissement pour l'année a déclarés par l'entreprise i lors des enquêtes t et $t-1$, l'indicateur individuel de révision $d_{i,t}$ est donnée par la formule ci-dessous :

$$d_{i,t} = \frac{I_{i,t}^a - I_{i,t-1}^a}{CA_{i,t}}$$

On agrège ces indicateurs de révisions individuelles afin de calculer pour chaque date d'enquête un indicateur de position m_t de la distribution des révisions individuelles $d_{i,t}$. Cet indicateur est appelé révi-

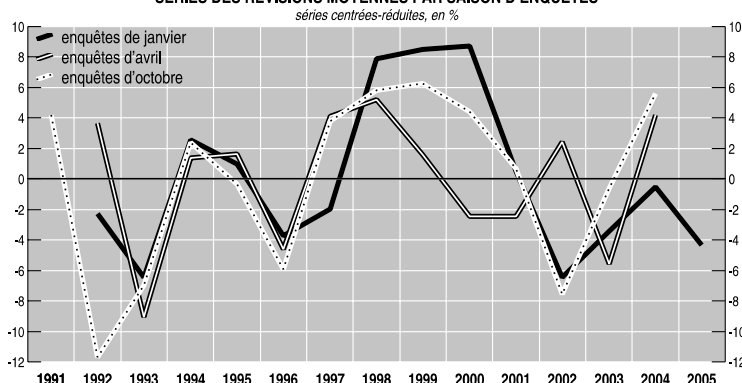
sion moyenne lors de l'enquête t (par rapport à l'enquête précédente $t-1$). La méthode d'agrégation est présentée dans l'encadré 3.

De même qu'avec les résultats publiés de l'enquête, il apparaît que le sens et l'importance des révisions dépendent fortement de la saison de l'enquête considérée (enquêtes de janvier, enquêtes d'avril et enquêtes d'octobre). Dans un premier temps, il n'est possible de ne comparer entre elles que les révisions moyennes relatives à une même saison : les révisions moyennes lors des enquêtes de janvier, les révisions moyennes lors des enquêtes d'avril et les révisions moyennes lors des enquêtes d'octobre. Ces séries sont représentées sur le graphique 3.

Les trois séries par saison présentent une forte cohérence. Les phases 1994-1995 et 1998-2000 apparaissent comme des périodes au cours desquelles les industriels ont révisé plutôt à la hausse leurs investissements. La chute des investissements en 1993 apparaît dès l'enquête d'octobre 1992. Le trou d'air de 1996 correspond à des révisions à la baisse lors des enquêtes allant de janvier 1996 à janvier 1997. Pour ce qui concerne les dernières enquêtes, celle d'octobre 2004 semble indiquer des révisions plutôt à la hausse. En revanche, celle de janvier 2005 apporte un regard relativement négatif avec des révisions plutôt orientées à la baisse par rapport aux révisions habituelles en janvier.

3

SERIES DES REVISIONS MOYENNES PAR SAISON D'ENQUETES

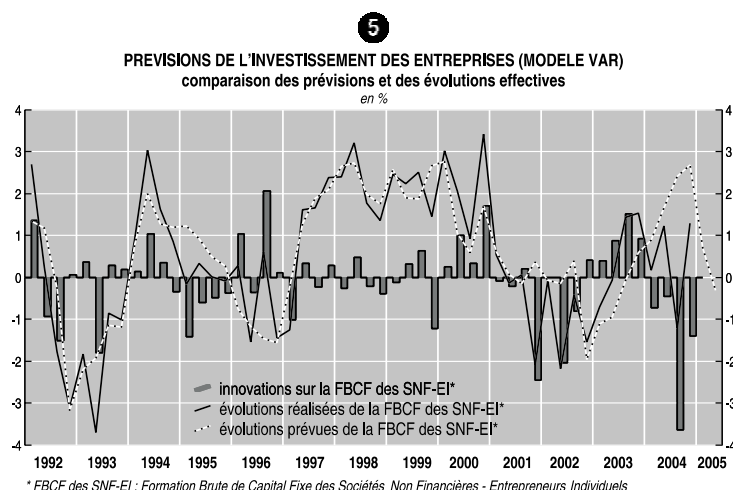
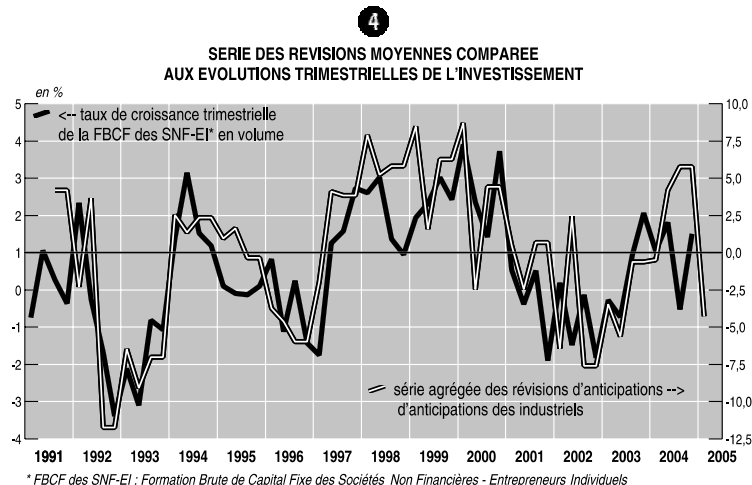


Afin de construire un indicateur trimestriel, ces trois séries par saison sont ensuite réunies en une unique série. Pour cela, les séries par saison sont centrées et réduites afin d'être comparables entre elles. De plus, en attendant de disposer de suffisamment d'enquêtes de juillet, on affecte à ces enquêtes les indicateurs relatifs aux enquêtes d'octobre suivantes. Au final, les révisions moyennes lors de l'enquête de janvier N correspondent au premier trimestre de l'année N, celles d'avril au deuxième trimestre, celles d'octobre aux troisième et quatrième trimestres.

L'indicateur des révisions moyennes dans l'enquête *Investissement* améliore fortement la prévision des évolutions de l'investissement

La série ainsi construite apparaît bien corrélée aux variations trimestrielles de la FBCF des SNF-EI en valeur (cf. graphique 4). Sur la période qui s'étend du troisième trimestre de 1991 au dernier trimestre de 2003, la corrélation est de 73%. Pour un trimestre donné, l'indicateur est disponible au milieu de ce même trimestre. Il permet alors de prévoir les évolutions relativement à ce trimestre lors de la publication de la note de conjoncture qui paraît à la fin du trimestre. Ceci n'est pas vrai pour les troisièmes trimestres et les points de conjoncture d'octobre qui leur correspondent. Toutefois, à terme, l'enquête de juillet permettra de construire un indicateur disponible aussi fin août, ce qui complètera la prévision pour le troisième trimestre de l'année en cours.

Les derniers points de la série indiquent un certain dynamisme des investissements à la fin de l'année 2004. En revanche, l'enquête de janvier 2005 indique des révisions plutôt dirigées à la baisse. Ceci invite à prévoir un ralentissement du rythme des investissements au cours du premier semestre de 2005. Au regard d'autres indicateurs et du dynamisme prévu de l'activité



au premier trimestre de 2005, ce ralentissement n'aurait lieu qu'au second trimestre de 2005 (cf. Fiche « Investissement »).

L'indicateur des révisions moyenne dans l'enquête *Investissement* apporte beaucoup d'information pour la prévision de l'investissement des entreprises. Afin d'illustrer cela, un modèle d'étalonnage multivarié (Modèle VAR) est ici présenté. Il utilise cet indicateur ainsi que les soldes d'opinions relatifs aux intentions de commande en biens d'équipement de l'enquête *Commerce de gros*. La construction de cette équation de prévision est détaillée dans l'encadré 4. Il apparaît que l'ajout de la série des révisions moyennes apporte bien un fort surcroît d'information pour la prévision des évolutions de l'investissement des entreprises.

Le graphique 5 compare les évolutions réelles⁽⁷⁾ de la FBCF avec les prévisions issues du modèle estimé.

Le modèle indique comme prévision pour le premier trimestre de 2005 un taux de croissance de la FBCF des SNF-EI de 0,8%. Concernant le second trimestre, la simulation donne une prévision de -0,3% de la FBCF des SNF-EI. Notre prévision retient bien une nette décélération des investisse-

(7) Il s'agit des évolutions de la FBCF mesurées par les premiers résultats des comptes trimestriels du quatrième trimestre de 2004. Les estimations relatives à 2004 pourraient encore évoluer significativement.

ments au second trimestre de 2005. Toutefois, cette inflexion serait plus limitée que celle proposée par cette simulation (cf. fiche « *Investissement* »).

Dans le passé, les prévisions du modèle captent correctement les points de retournement dans le cycle conjoncturel de l'investissement. Par exemple, la reprise en 1997 de la FBCF apparaît dans les comptes à partir du deuxième trimestre. Le modèle aurait parfaitement prévu cette reprise à partir des résultats de l'enquête de janvier 1997. De plus, les résultats de l'enquête d'octobre 1996 la laissait déjà entrevoir. De la même manière, la nette décélération des investissements au premier trimestre

de 2001, marquant la sortie de la « bulle internet », correspond bien à la prévision du modèle.

En revanche, par rapport aux comptes trimestriels, le modèle a nettement surévalué les investissements de l'année 2004. En particulier, la chute de la FBCF au troisième trimestre n'aurait pas été prévue par le modèle. Ceci correspond toutefois à un phénomène plus général et relativement mal expliqué : au troisième trimestre de 2004, un écart important s'est fait jour entre les comptes trimestriels et les enquêtes de conjoncture. Il est vrai que ces estimations de l'investissement sont au stade actuel susceptibles d'être révisées lors des prochaines campagnes de comptes nationaux annuels.

Alors que les outils de prévisions de la FBCF des SNF-EI sont rares, il apparaît ainsi que l'enquête *Investissement* est une information conjoncturelle importante pour juger de l'évolution future de l'investissement des entreprises. Les résultats publiés sous forme de taux de croissance sont très utiles pour une approche qualitative mais ils présentent des faiblesses pour mettre en œuvre des outils quantitatifs de prévision à un rythme trimestriel. Cette faiblesse est dépassée par l'indicateur des révisions moyennes d'anticipations : cet indicateur apporte une information pertinente pour la prévision des variations de l'investissement. ■

ENCADRÉ 1 : QU'EST-CE QUE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES ? LA FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE (FBCF) EN COMPTABILITÉ NATIONALE

L'investissement des entreprises est une notion générale qu'il est nécessaire de définir précisément. Une définition succincte pourrait-être les « acquisitions par les entreprises de biens immobilisés pour le processus productif ». Mais les limites d'une telle définition apparaissent très vite : est-il pertinent de prendre en compte les immobilisations financières ou le crédit-bail ? Faut-il soustraire les cessions ? Tant de questions qui nécessitent une définition claire d'un concept mesurable.

Cette définition est donnée par la comptabilité nationale. En matière d'investissement, le concept de comptabilité nationale est la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF). Celle-ci est définie par le système Européen des Comptes 1995 (SEC 1995) comme suit :

« La Formation Brute de Capital Fixe est égale aux acquisitions moins les cessions d'actifs fixes réalisées par les producteurs résidents au cours de la période de référence augmentées de certaines plus values sur actifs non-produits découlant de l'activité de production des unités productives ou institutionnelles. Par actifs fixes, il faut entendre des actifs corporels ou incorporels issus de processus de production et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant une durée d'au moins un an.⁽¹⁾ »

La FBCF comprend :

- les acquisitions de biens corporels. Il peut à la fois s'agir de biens neufs - achetés sur le marché ou produits pour emploi final propre – et de biens d'occasion destinés à être réemployés. Lorsqu'il s'agit d'un bien d'occasion, la valeur de cession de l'unité productive qui cède le bien constitue alors pour elle un montant négatif de FBCF ;
- les investissements en crédit-bail et en location avec option d'achat. Ces investissements sont affectés à l'utilisateur et non au propriétaire ;
- l'acquisition ou la production pour emploi final propre de certains actifs incorporels : les œuvres créatives, littéraires et artistiques originales, la géologie ou minière, les frais d'architectes et d'ingénierie ;
- certains frais liés à des investissements. Ils peuvent être concomitants à l'investissement dans le cas de frais liés au transfert de propriété de biens durables ou d'actifs incorporels et dans celui de frais de promotion immobilière liés à l'acquisition d'un bien immobilier. Mais ils peuvent être aussi postérieurs à l'investissement. C'est le cas des biens et services destinés à améliorer, à accroître la durée de vie, la capacité de production ou le rendement des biens existant de capital ou encore ceux destinés à la réfection.
- La FBCF ne comprend pas :
 - les acquisitions (nettes des cessions) de terrains ;
 - les acquisitions nettes de cessions d'actifs incorporels à l'exclusion des logiciels, des originaux d'œuvre artistiques et littéraires et de la prospection géologique et minière. Les achats de brevets sont ainsi exclus de la FBCF ;

- les actifs fixes loués dans le cadre de contrats de location simple ;
- les services de recherche scientifique, d'étude de marché, de publicité, les dépenses de formation. Les achats de ces services sont compris dans la consommation intermédiaire ;
- l'acquisition de biens existant de capital fixe destinés à être démolis (récupération).

Les comptes nationaux se déclinent en deux parties : les comptes annuels sont basés sur des statistiques exhaustives et les comptes trimestriels sont construits à partir des comptes annuels et d'indicateurs conjoncturels infra-annuels.

Les comptes nationaux annuels

Afin d'établir les données relatives à l'investissement, la comptabilité nationale arbitre entre deux sources principales. D'une part, l'investissement par type de produit est estimé à partir d'une logique d'équilibre ressource-emploi. D'autre part, lors de leur déclaration d'impôt, les entreprises renseignent le document appelé « liasse fiscale ». Elles y indiquent en particulier leurs immobilisations. Moyennant plusieurs corrections comptables, ce document permet de calculer leurs investissements au sens de la FBCF. Les Enquêtes Annuelles d'Entreprises (EAE) et d'autres enquêtes spécifiques sont exploitées pour certains postes particuliers. Au final, les comptes annuels effectuent le calcul de la FBCF des SNF-EI (Sociétés Non-Financières et Entrepreneurs individuels) par branches d'activité et par produits.

Les comptes trimestriels

La comptabilité nationale trimestrielle calcule la FBCF des SNF-EI uniquement par produit. Selon les produits, la comptabilité nationale trimestrielle utilise des indicateurs de natures variées : des indicateurs de quantité physique (les immatriculations d'automobiles, les surfaces des bâtiments mis en chantier,...), des indices TVA de chiffres d'affaires (CA3) et des Indices de Production Industrielle (IPI).

Pour ce faire, la méthode traditionnelle de trimestrialisation, dite d'« étalonnage-calage » est mise en œuvre. L'étalonnage est réalisé sur ces indicateurs infra-annuels et les comptes trimestriels sont calés sur les comptes annuels. Cependant, pour certains des produits, la comptabilité nationale trimestrielle ne dispose d'aucune information : ces montants sont alors lissés mensuellement à partir des données annuelles fournies par les comptes annuels et, pour l'année en cours, à partir de l'extrapolation réalisée grâce aux derniers montants annuels connus. ■

(1) SEC-95 (§ 3.102)

ENCADRÉ 2 : QUELS SONT LES INDICATEURS SUSCEPTIBLES DE PRÉVOIR L'INVESTISSEMENT ?

Les indicateurs permettant de prévoir les investissements sont relativement rares et fragiles. Nous envisageons ici deux types d'indicateurs. Le premier type mesure directement le dynamisme de l'investissement des entreprises et des commandes de biens d'équipement. Le second regroupe différents indicateurs mesurant des déterminants économiques de l'investissement. Dans les deux cas, ils sont classés par ordre décroissant de qualité prédictive.

Les indicateurs directs

- L'enquête bimestrielle de conjoncture dans le commerce de gros recueille les intentions de commande des grossistes en biens d'équipement. Cette information se révèle être très bien corrélée aux évolutions de l'investissement des entreprises. Elle peut en outre se décliner par catégorie de produits : équipements pour l'industrie, équipements pour le BTP, équipements pour l'agriculture, équipements pour le tertiaire et matériel informatique. Ces informations permettent de distinguer des évolutions différentes selon les produits et donc aussi selon les branches d'activité correspondantes.
- La Banque de France réalise une enquête trimestrielle auprès des établissements de crédit. Certaines questions sont relatives aux entreprises qui s'adressent à ces établissements pour se financer. Une question porte sur les investissements globaux des entreprises. Le solde d'opinion correspondant se révèle être très informatif. Deux autres questions, relatives à la demande passée et à la demande prévue de crédit à moyen et long termes sont également intéressantes pour cerner le dynamisme des projets d'investissement des entreprises.
- L'enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie est une autre source d'information précieuse concernant l'investissement des entreprises. Les indicateurs conjoncturels résultants de cette enquête sont décrits dans ce dossier.

Les indicateurs indirects

Ces indicateurs sont nombreux et portent sur des grandeurs économiques multiples.

- Des données d'enquête mesurent le dynamisme de la demande. Les enquêtes de conjoncture par secteur (industrie, services, commerce de gros,...) permettent de cerner à un rythme mensuel, bimestriel ou trimestriel l'importance de la demande adressée aux entreprises.
- L'enquête sur l'activité dans l'industrie interroge trimestriellement les entrepreneurs sur leur taux d'utilisation des capacités de production (TUC). Le taux d'utilisation moyen des entreprises est un indicateur pertinent des tensions sur les capacités de production.
- Enfin, de nombreuses variables financières apportent des informations sur l'importance des financements disponibles pour réaliser d'éventuels investissements. Les indicateurs sur les capacités d'autofinancement sont rares et de qualité médiocre. En revanche, les indicateurs relatifs aux financements externes sont très précis et disponibles en continu puisqu'il s'agit d'indicateurs de marchés. Par exemple, le taux d'intérêt à long terme (emprunt phare à 10 ans) et les primes de risques mesurent le coût du financement par crédit. Les indicateurs boursiers (CAC 40, SBF⁽¹⁾) permettent de cerner l'efficacité des financements par émissions d'actions. De plus, ces indicateurs révèlent les prévisions des marchés sur la rentabilité future des entreprises et sur leur confiance dans les projets de développement des entreprises. ■

(1) Société de Bourse Française : Le SBF 120 et le SBF 250 sont des indices boursiers qui mesurent les 120 et 250 plus importantes valeurs de la Bourse de Paris. Le SBF 80 est l'indice regroupant les 80 valeurs issues du SBF 120 et ne faisant pas partie de l'indice CAC 40.

ENCADRÉ 3 : COMPLÉMENTS MÉTHODOLOGIQUES POUR LA CONSTRUCTION DE L'INDICATEUR DES RÉVISIONS MOYENNES

Pour chaque date d'enquête t et chaque entreprise i , on considère l'indicateur $d_{i,t}$ de révision individuelle d'anticipation d'investissement. Enquête par enquête, on cherche à calculer un indicateur agrégé qui mesure le sens et l'amplitude de ces révisions. Celui-ci est appelé par simplification « indicateur des révisions moyennes ». Cet encadré en présente succinctement la méthode de construction.

Champ

L'enquête porte sur l'ensemble de l'industrie en dehors de la distribution d'eau et d'énergie. Toutefois, les secteurs des industries agroalimentaires et de l'énergie⁽¹⁾ sont relativement mal couverts. L'indicateur a donc été construit en se restreignant à l'industrie manufacturière.

Stratification

L'échantillon est stratifié par secteur et par taille d'entreprise. Il est donc plus efficace de calculer tout d'abord l'indicateur par strate puis d'agréger à l'aide de coefficients de redressement qui reflètent la structure de l'industrie manufacturière en matière d'investissement.

La méthode d'agrégation utilisée au sein de chaque strate nécessite d'avoir un nombre suffisant d'observations. Le niveau de stratification utilisé pour le calcul doit donc être relativement agrégé : l'échantillon est ainsi divisé par secteur NES 16⁽²⁾ et par taille d'effectif salarié⁽³⁾. Enfin, le secteur de l'automobile est un secteur trop petit et trop concentré pour être divisé en trois tranches de taille. Il constitue donc une unique strate.

Méthode d'agrégation par strate

Au sein de chaque strate, le calcul de l'indicateur agrégé des révisions pose des difficultés d'ordre statistique. Les distributions des indicateurs de révision individuelle sont très étendues. En effet, certaines entreprises peuvent réviser énormément les montants d'investissement déclarés d'une enquête à l'autre. Par exemple, une petite entreprise prévoit d'acheter un bâtiment. Celui-ci peut représenter plusieurs années de chiffre d'affaires. Si ce projet n'aboutit pas et que le projet n'est pas réalisé, la révision aura alors une amplitude de plusieurs fois le chiffre d'affaires. Les révisions peuvent aussi être dues à des er-

reurs dans les valeurs déclarées. Au niveau statistique, ceci se concrétise par des répartitions à queues très épaisses. La moyenne arithmétique est alors beaucoup trop sensible aux points très éloignés du centre de distribution. Il est donc nécessaire de mener une agrégation à l'aide d'estimateurs dits « robustes » et non pas à l'aide d'une simple moyenne arithmétique.

Un estimateur est dit « robuste » lorsque aucune des observations ne le modifie beaucoup. Ainsi, un point aberrant aura un impact nul ou limité sur la valeur de l'estimateur. L'estimateur robuste le plus naturel est la médiane. Toutefois, cet estimateur ne peut pas non plus convenir : en plus d'être à queues épaisses, les distributions sont aussi très concentrées autour de zéro. En effet, de nombreuses entreprises ne révisent pas leurs anticipations d'investissement entre deux enquêtes. La médiane est alors quasiment systématiquement égale à zéro.

La méthode choisie est celle des M-estimateurs. Elle est due à P.-J. Huber (1964). On pourra se reporter à l'ouvrage de J.-P. Lecoutre et J.-P. TASSI (1987) pour en lire une présentation détaillée. Elle est une généralisation de la méthode dites des MCO (Moindres Carrés Ordinaires) : dans le cas des MCO, pour estimer la position du centre de la distribution, on minimise la somme des carrés des résidus. Dans le cas des M-estimateurs, on minimise la somme d'une autre fonction objectif appliquée aux résidus, sans se restreindre à une fonction quadratique⁽⁴⁾.

Cette fonction objectif est notée ρ . De manière générale, la fonction ρ doit être minimale en 0 afin que l'estimateur soit sans biais. Le choix de ρ est assez complexe car il nécessite d'être adapté à la famille de distributions considérée afin que l'estimateur soit à la fois robuste aux valeurs aberrantes et efficace. Au regard des distributions des $d_{i,t}$ par dates d'enquêtes et par strates, la fonction choisie est la fonction dite de Moberg, Ramberg et Randles. Cette fonction est donnée par sa dérivée, appelée « fonction de score » :

$$\rho'(x) = \frac{x}{x^2 + 0,2}$$

La fonction de score est dite « à valeurs redescendantes » : à l'infini, la fonction de score tend vers 0. Ainsi, les valeurs éloignées du centre de la distribution ont très peu d'influence sur le résultat.

Correction de l'hétéroscédasticité

L'estimateur ainsi décrit peut toutefois être rendu plus efficace : il apparaît une forte hétéroscédasticité des résidus. En effet, les variances des résidus diminuent très significativement avec la taille de l'entreprise : l'amplitude des révisions sur les montants d'investissement rapportés aux chiffres décroît avec les tailles des entreprises (mesurées par leur chiffre d'affaires). Deux raisons peuvent être avancées. D'une part, les grandes entreprises sont susceptibles d'être plus rationnelles dans leurs projets

(1) Il s'agit du secteur de l'énergie en dehors du secteur du transport d'eau et d'énergie. Ce champ correspond principalement au raffinage.

(2) Nomenclature Économique de Synthèse en 16 postes. Selon cette nomenclature, l'industrie manufacturière se décompose en quatre postes : industrie des biens de consommation, industrie automobile, industrie des biens d'équipement et industrie des biens intermédiaires.

(3) La stratification choisie divise l'échantillon en trois tranches de taille : moins de 100 salariés, de 100 à 499 salariés et 500 salariés et plus.

(4) En réalité, la minimisation est réalisée non pas sur les résidus directement mais sur les résidus rapportés à une mesure robuste de l'écart type. La mesure utilisée ici est la médiane des écarts à la médiane.

ENCADRÉ 3 : COMPLÉMENTS MÉTHODOLOGIQUES POUR LA CONSTRUCTION DE L'INDICATEUR DES RÉVISIONS MOYENNES (SUITE)

d'investissement et d'avoir des systèmes de contrôle de gestion plus performants que les petites entreprises. D'autre part, la multiplicité des activités d'une grande entreprise et de ses projets d'investissement rend possible des compensations partielles : la réduction de certains investissements est parfois compensée par l'apparition d'autres investissements.

Afin de corriger l'hétéroscédasticité, une procédure en deux temps est utilisée, s'inspirant de la méthode des MCQG (Méthode des Moindres Carrés Quasi Généralisée) : une première estimation par la méthode des M-estimateurs est réalisée. Les variances des résidus varient alors en amplitude avec les chiffres d'affaires des entreprises. La dépendance des variances des résidus à la taille des entreprises est alors estimée pour chaque strate H et chaque saisonnalité S . Dans un deuxième temps, le modèle est de nouveau estimé par les M-estimateurs en pondérant par les inverses des écarts types

ainsi estimés. Ceci revient donc à pondérer davantage les grandes entreprises que dans la première estimation. Cette méthode est appelée méthode des M-estimateurs Quasi Généralisés. Elle est exposée dans l'ouvrage de C. Gourieroux et A. Montfort (1996).

Redressement

À l'issue de l'agrégation par strate, on dispose pour chaque strate H et chaque saisonnalité S d'une série de révisions moyennes. Ces révisions moyennes sont ensuite agrégées au niveau de l'industrie manufacturière à l'aide de coefficients de redressements. Il a été choisi d'utiliser les montants annuels d'investissement calculés à partir de l'Enquête Annuelle d'Entreprise (EAE) dans l'industrie de 2002.

Les séries pour les trois saisonnalités d'enquête (enquêtes de janvier, enquêtes d'avril et enquêtes d'octobre) sont représentées à l'aide du graphique 3. ■

ENCADRÉ 4 : LES RÉVISIONS MOYENNES DE L'ENQUÊTE INVESTISSEMENT APPORTE BIEN DE L'INFORMATION POUR LA PRÉVISION DE LA FBCF DES SNF-EI (MODÈLE VAR)

Le rythme trimestriel de l'indicateur des révisions moyennes d'anticipations dans l'enquête *Investissement* permet d'utiliser cet indicateur dans des modèles économétriques afin de prévoir la FBCF des entreprises. À titre d'exemple, un tel modèle d'étalonnage est ici présenté. Il s'agit d'une modélisation multivariée (modèle VAR⁽¹⁾). Le taux de croissance de la FBCF des SNF-EI est noté *FBCF*. Deux indicateurs sont utilisés : la série des révisions moyennes d'anticipations d'investissement présentée dans ce dossier (notée *REV*) et les soldes d'opinions relatifs aux intentions de commande en biens d'équipement de l'enquête *Commerce de Gros*. Ces soldes sont trimestrialisés et notés *IC*.

Le vecteur considéré est de dimension 3 et comporte les séries *FBCF*, *REV* et *IC*. Ce vecteur est modélisé sous la forme d'un processus auto-regressif dont l'équation est estimée sur la période allant du premier trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 2003. La stationnarité des trois séries (*FBCF*, *REV* et *IC*) est vérifiée. Le choix du retard est réalisé par une procédure itérative basée sur des tests de rapport de maximum de vraisemblance. Cette méthode propose de garder les deux premiers retards. Le modèle VAR s'écrit alors :

$$(1) \quad FBCF = 0,70 + 0,09 FBCF(t-1) - 0,08 FBCF(t-2) \\ + 0,11 IC(t-1) - 0,10 IC(t-2) \\ + 0,19 REV(t-1) + 0,01 REV(t-2) \\ RMSE = 1,16 \quad R^2 = 0,61 \quad R^2_{aju} = 0,55$$

$$(2) \quad IC = -2,97 + 1,65 FBCF(t-1) - 1,30 FBCF(t-2) \\ + 1,25 IC(t-1) - 0,43 IC(t-2) \\ + 0,17 REV(t-1) - 0,01 REV(t-2) \\ RMSE = 4,20 \quad R^2 = 0,92 \quad R^2_{aju} = 0,91$$

$$(3) \quad REV = 1,91 + 1,10 FBCF(t-1) - 0,41 FBCF(t-2) \\ + 0,35 IC(t-1) - 0,20 IC(t-2) \\ + 0,07 REV(t-1) + 0,60 REV(t-2) \\ RMSE = 3,66 \quad R^2 = 0,59 \quad R^2_{aju} = 0,53$$

L'absence d'autocorrélation des résidus est vérifiée par le test du Portmanteau multivarié. L'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation. La statistique du Portmanteau vaut 125,7. Elle est à comparer à la loi $\chi^2(126)$. La p-value du test est 0,49. Il n'est pas possible de rejeter l'hypothèse de non-autocorrélation des résidus et on considère que le résidu du modèle VAR est un bruit blanc.

Les comptes trimestriels ne sont disponibles que 30 jours après la fin du trimestre considéré. En revanche, les séries explicatives sont disponibles au cours du trimestre. Afin d'utiliser toute l'information disponible, il est alors utile d'écrire le modèle sous sa forme dite « bloc-récurrente ». On exprime alors la prévision des variations de

FBCF à l'aide des évolutions passées de l'investissement (*FBCF₋₁* et *FBCF₋₂*), du passé des deux séries explicatives (*REV₋₁*, *REV₋₂*, *IC₋₁* et *IC₋₂*) mais aussi des valeurs concomitantes de ces deux séries explicatives (*REV* et *IC*).

Le modèle se réécrit ainsi :

$$(1bis) \quad FBCF = 0,43 - 0,11 FBCF(t-1) - 0,00 FBCF(t-2) \\ + 0,01 IC(t) + 0,04 IC(t-1) - 0,06 IC(t-2) \\ + 0,16 REV(t) + 0,18 REV(t-1) + 0,04 REV(t-2) \\ RMSE = 1,03 \quad R^2 = 0,71 \quad R^2_{aju} = 0,65$$

$$(2) \quad IC = -2,97 + 1,65 FBCF(t-1) - 1,30 FBCF(t-2) \\ + 1,25 IC(t-1) - 0,43 IC(t-2) \\ + 0,17 REV(t-1) - 0,01 REV(t-2) \\ RMSE = 4,20 \quad R^2 = 0,92 \quad R^2_{aju} = 0,91$$

$$(3) \quad REV = 1,91 + 1,10 FBCF(t-1) - 0,41 FBCF(t-2) \\ + 0,35 IC(t-1) - 0,20 IC(t-2) \\ + 0,07 REV(t-1) + 0,60 REV(t-2) \\ RMSE = 3,66 \quad R^2 = 0,59 \quad R^2_{aju} = 0,53$$

On vérifie ensuite que la série des révisions d'anticipations de l'enquête *Investissement* (*REV*) apporte bien un surcroît d'information significatif sur l'évolution courante et l'évolution future de la FBCF par rapport à l'information apportée par les soldes relatifs aux intentions de commande et aux évolutions passées de l'investissement. Pour cela, on réalise deux tests de causalité au sens de Granger.

Le premier test est un test de causalité non-instantanée : il vérifie que le passé de la série des révisions d'anticipations issue de l'enquête *Investissement* (*REV₋₁* et *REV₋₂*) apportent bien de l'information par rapport aux évolutions passées de l'investissement (*FBCF₋₁* et *FBCF₋₂*) et aux soldes passés d'intentions de commande (*IC₋₁* et *IC₋₂*). On teste dans l'équation (1) la nullité des coefficients relatifs aux retards de la série *REV* par un test de Fischer à deux degrés de liberté. La statistique de test vaut 6,6. Elle est à comparer à la loi de Fisher $F(2,41)$. La p-value est 0,003. La nullité des coefficients des retards de la série explicative *REV* est donc rejetée. Le passé de la série des révisions apporte donc de l'information pour la prévision courante de l'investissement.

Le second test est un test de causalité instantanée : il vérifie que les révisions moyennes dans l'enquête *Investissement* (*REV*) apportent bien de l'information par rapport aux évolutions passées de l'investissement (*FBCF₋₁* et *FBCF₋₂*), aux révisions moyennes passées (*REV₋₁* et *REV₋₂*) et aux soldes d'intentions de commande concomitantes (*IC*) et retardés (*IC₋₁* et *IC₋₂*). On teste dans l'équation (1 bis) la nullité du coefficient relatif à la série *REV* sans retard. Le test est alors un test de Fischer à un seul degré de liberté. La statistique de test vaut 13,0. Elle

(1) Vectorial Autoregressive

ENCADRÉ 4 : LES RÉVISIONS MOYENNES DE L'ENQUÊTE *INVESTISSEMENT* APPORTE BIEN DE L'INFORMATION POUR LA PRÉVISION DE LA FBCF DES SNF-EI (MODÈLE VAR) (SUITE)

est à comparer à la loi de Fisher $F(1,39)$. La p-value est 0,001. La série REV des révisions moyennes dans l'enquête *Investissement* apporte donc de l'information supplémentaire pour la prévision des variations concomitantes de l'investissement.

Le graphique 5 compare les évolutions réelles de la FBCF avec les prévisions à l'horizon d'un trimestre issues du modèle utilisé sous sa forme bloc-réursive (équation 1 bis). ■

Bibliographie

Fiche méthodologique : Enquête sur les investissements dans l'industrie, sur le site insee.fr, sous la rubrique conjoncture\indicateurs de conjoncture\principaux indicateurs (insee.fr/fr/indicateur/indic_conj/donnees/method_idconj_15.pdf).

Dossier « Investissement des entreprises : le creux est-il passé ? » dans la note de conjoncture de juin 2003. Disponible sur le site insee.fr. (insee.fr/fr/indicateur/analys_conj/archives/juin2003_d2.pdf).

Gourieroux C, Monfort A. (1996), « Statistique et modèles économétriques », vol. 1, Économica, (2^{ème} édition).

Huber P.J. (1964), « Robust estimation of a location parameter », *The Annals of Mathematical Statistics* n°35, 73 - 101.

Lecoutre J.-P. et TASSI P. (1987), « Statistique non paramétrique et robustesse », Économica.

Naboulet A. et Raspiller S. (2004), « Les déterminants de la décision d'investir : une approche par les perceptions subjectives des firmes », Document de travail de l'Insee n°G2004/04.

Ravalet P. (1996), « L'estimation du taux d'évolution des dépenses d'équipement dans l'enquête de conjoncture : analyse et voies d'amélioration », Document de travail de l'Insee n°9605.

Rosenwald F. (1994), « L'enquête sur l'investissement industriel », *Insee Méthodes* n°45.

Marché immobilier : voit-on une bulle ?

Anne-Juliette Bessone

Benoît Heitz

Division synthèse conjoncturelle

Jean Boissinot

*Division croissance et politiques
macroéconomiques*

*D*ifférents facteurs de tension sont apparus sur le marché immobilier français ces derniers trimestres. En particulier, les volumes de transactions apparaissent relativement élevés et les stocks bas. Dans ce contexte, des interrogations sur l'existence d'une bulle immobilière ont surgi.

De façon générale, on entend par « bulle spéculative » un écart important et persistant entre la dynamique du prix d'un actif, ici l'immobilier, et l'évolution de ses déterminants fondamentaux. L'objet de ce dossier est précisément de présenter des évaluations de cet écart.

À cette fin, deux modèles sont envisagés :

- Le premier est fondé sur une équation d'arbitrage entre actifs immobiliers et actifs financiers. Cette approche permet en théorie d'analyser l'évolution de la « prime de risque » pesant sur les actifs immobiliers (i.e. de la rémunération du risque pris par un investisseur lorsqu'il choisit d'acheter un bien immobilier et non pas un actif dont il connaît par avance le rendement). L'objectif est de tirer un enseignement de la comparaison du niveau atteint par la prime de risque au moment de la bulle des années 90 avec son niveau actuel.*
- Le second fait référence à un véritable modèle structurel. Celui-ci permet d'évaluer deux grandeurs : d'une part, l'écart entre le prix observé sur le marché immobilier et le prix lié aux évolutions des fondamentaux de la demande (appelé prix de demande d'équilibre) ; d'autre part l'écart entre le prix observé et le prix lié aux évolutions des déterminants de l'offre (appelé prix d'offre d'équilibre). Dans cette modélisation, qui s'inscrit dans une perspective de long terme, tout écart important entre le prix observé et le prix de demande d'équilibre et/ou le prix d'offre d'équilibre pourra s'interpréter comme une preuve de l'existence d'une bulle immobilière.*

Ces deux approches n'indiquent pas la présence d'une bulle immobilière. Cependant, de nombreuses incertitudes entourent leurs résultats, tant sur le plan des données utilisées que des points de vue théorique et économétrique.

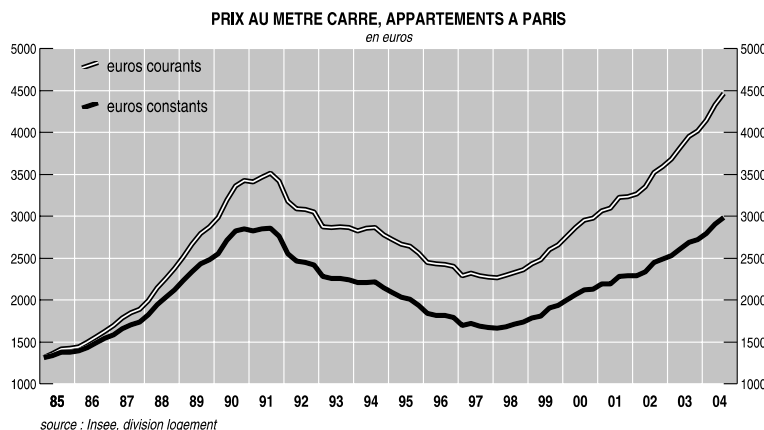
La hausse soutenue du prix des logements anciens, sur la France entière (+86% entre les troisièmes trimestres de 1996 et de 2004, suivant l'indice INSEE-Notaires sur le champ France entière) et particulièrement à Paris (*cf. graphique 1*), ainsi que celle des loyers (+25% de hausse des loyers mensuels moyens sur la même période sur l'agglomération parisienne) ont fait ressurgir des interrogations sur l'existence d'une bulle immobilière.

De façon générale, on entend par « bulle spéculative » un écart important et persistant entre la dynamique du prix d'un actif, ici l'immobilier, et l'évolution de ses déterminants fondamentaux. Dans le cas français, les derniers travaux sur le sujet de la bulle immobilière arrivent à des conclusions relativement prudentes. Ils soulignent certes les facteurs de tension sur le marché immobilier, mais ne concluent pas, pour le moment au moins, à l'existence d'une « bulle ».

L'approche retenue ici se décline en trois temps :

- Un préambule fournit une analyse des tendances structurelles et conjoncturelles qui caractérisent le marché immobilier français ;
- Sur cette base, une première démarche exploratoire visant à tester l'existence d'une bulle immobilière est fondée sur une équation d'arbitrage entre actifs immobiliers et actifs financiers.

1



Cette approche permet en théorie d'analyser l'évolution de la « prime de risque » (i.e. de la rémunération du risque pris par un investisseur lorsqu'il achète un bien immobilier et non un actif dont il connaît par avance le rendement) pesant sur les actifs immobiliers. L'objectif est de tirer un enseignement de la comparaison du niveau atteint par la prime de risque au moment de la bulle des années 90 avec son niveau actuel ;

- Toujours pour tester l'hypothèse de l'existence d'une bulle immobilière, une seconde approche est adoptée. Elle s'appuie sur un modèle structural⁽¹⁾, permettant de fournir des prix d'offre et de demande d'équilibre sur le marché immobilier, afin de les comparer avec les

prix observés. Suivant la définition du terme « bulle » évoquée précédemment, tout écart important entre le prix observé et le prix de demande d'équilibre et/ou le prix d'offre d'équilibre pourra alors s'interpréter comme une preuve de l'existence d'une bulle immobilière.

Les tendances récentes sur le marché immobilier sont liées à la fois à des évolutions structurelles et à des facteurs plus conjoncturels

L'augmentation des prix de l'immobilier reflète en partie un déséquilibre structurel entre une demande soutenue et une offre qui peine à s'ajuster.

La demande de logement, qui est principalement déterminée par la démographie, est soutenue. Si la population augmente à un rythme annuel de 0,5%, le nombre de ménages s'accroît significativement plus vite (+1% par an), en raison du vieillissement de la population (qui contribue à 80% de l'augmentation) et, plus marginalement, de la décohabitation des ménages. Sur cette tendance démographique, confirmée par les premières exploitations du recensement rénové de la population, se greffe une demande d'amélioration de la qualité des logements (superficie, nombre de pièces, équipements, etc.)⁽²⁾.

Toutefois, l'offre de logement s'ajuste difficilement à la demande, si bien que l'ajustement passe par les prix des logements anciens. En réalité, la France, comme la plupart des pays européens, est confrontée à un risque de déficit structurel de logements.

Ces difficultés ont conduit à la mise en place de politiques publiques du logement. La forme de ces politiques diffère selon les pays. La France s'est notamment engagée dans une politique visant à pallier une offre défaillante (construction de logements sociaux, fiscalité avantageuse de l'investissement locatif, etc.).

Mais parallèlement à ces déterminants structurels, des facteurs plus conjoncturels contribuent au mouvement de hausse des prix de l'immobilier : une conjoncture favorable à la fin des années 90 (en particulier, augmentation du revenu et du patrimoine financier des ménages et diminution des taux d'intérêt) et un assouplissement des conditions de financement (maintien de taux d'intérêt bas, allongement de la durée des prêts, etc.).

Une équation d'arbitrage simple ne semble pas valider l'hypothèse d'une bulle immobilière

Afin d'évaluer les risques actuels de bulle immobilière, la première voie explorée consiste à exploiter une équation d'arbitrage entre actifs immobiliers et autres actifs.

Dans ce cadre, nous nous plaçons du point de vue d'un ménage qui s'interroge sur l'opportunité d'investir dans la pierre. Ce dernier est amené, pour se décider, à comparer le rendement attendu de son investissement immobilier avec ce que lui rapporterait un autre type de placement, par exemple l'achat d'une obligation. Il est alors nécessaire que les rendements de ces deux types de placements soient

(1) Du type de celui utilisé par McCarthy et Peach «Are Home Prices the Next Bubble?», *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, décembre 2004.

(2) Cf. A. Jacquot (2002), « La demande potentielle de logements », *INSEE Première* n° 875, décembre 2002.

égaux⁽³⁾. Cette égalisation des rendements va permettre de dégager une composante non observée du rendement immobilier, appelée « prime de risque », dont l'évolution nous fournira un élément de diagnostic sur l'existence ou non d'une bulle immobilière.

Il convient de préciser que cette approche examine le problème sous l'angle du rendement des actifs, comme on le fait traditionnellement pour un placement financier.

Cependant, cette approche appelle quelques remarques. En premier lieu, il faut souligner que pour la majorité de propriétaires qui habitent leur logement, il ne s'agit pas tout à fait d'un actif patrimonial comme les autres. En particulier, le logement fournit un service et la décision d'acquisition d'un logement sera aussi prise en fonction d'autres facteurs (la localisation géographique par rapport au lieu de travail, la nécessité de déménager dans les délais impartis, etc.).

Par ailleurs, la fiscalité de l'immobilier (dispositifs Robien, Besson, etc.) crée une distorsion en faveur de la détention de patrimoine immobilier : même si la relation d'arbitrage est vérifiée après impôts, le rendement avant impôts d'un placement immobilier peut être inférieur au rendement d'un placement obligataire.

Équation théorique

Plus précisément, supposons que le ménage considéré soit prêt à investir p_t euros à la période t ⁽⁴⁾ :

(3) Pour le démontrer, raisonnons par l'absurde en supposant que cela ne soit pas le cas, et que, par exemple, les obligations offrent un rendement inférieur à l'immobilier. Personne n'aura alors intérêt à détenir des obligations. Le marché des obligations ne sera donc pas en équilibre. Il ne pourra l'être que si les rendements sont identiques. Dans cette dernière configuration, les investisseurs voudront détenir les deux types d'actifs. (4) En raison des difficultés rencontrées pour en tenir compte dans la pratique, aucun aspect ayant trait à la fiscalité (frais de notaire et impôt sur les plus-values notamment) n'est intégré dans le raisonnement théorique présenté ici.

- s'il achète une obligation rémunérée au taux d'intérêt r_t , il disposera de $(1 + r_t) p_t$ euros à la période $t+1$.
- s'il investit dans l'immobilier, il disposera en $t+1$ d'un montant en euros égal :
 - d'une part, au prix de son bien en $t+1$, noté p_{t+1}^* , inconnu à la date t et évalué suivant un certain mécanisme d'anticipation ;
 - d'autre part, au montant du loyer l_t , qui correspond à la rémunération du bien immobilier au cours de la période ;
 - à ces deux composantes, il faut cependant retirer un montant, proportionnel à la valeur du bien, qui reflète la dépréciation du logement sur la période (usure, etc.). Il s'agit du montant $\delta_t p_t$;
 - enfin, il faut tenir compte du fait que le placement immobilier est risqué, dans la mesure où son rendement, contrairement à celui de l'obligation, n'est pas connu à l'avance. Pour que le ménage trouve une incitation à l'achat d'un logement, il convient qu'il soit suffisamment rémunéré pour sa prise de risque. Concrètement, le rendement immobilier doit donc incorporer une « prime de risque », notée $\zeta_t p_t$.

De façon traditionnelle, l'équation d'arbitrage entre actifs immobiliers et placements alternatifs (obligations) s'écrit donc :

$$(1) \quad (1 + r_t) p_t = p_{t+1}^* + l_t - \delta_t p_t - \zeta_t p_t$$

Avec :

r_t	Taux d'intérêt
p_t	Prix de l'actif immobilier
p_{t+1}^*	Prix de l'actif immobilier en $t+1$ anticipé en t
l_t	Loyer
δ_t	Taux de dépréciation
ζ_t	Prime de risque

Cette équation permet en théorie de diagnostiquer l'existence d'une bulle sur le marché immobilier. En effet, elle donne la possibilité d'exhiber un élément non observable du rendement immobilier qu'est la prime de risque. Lorsque la prime de risque implicite est faible, cela signifie que le risque est insuffisamment rémunéré, et donc qu'une bulle spéculative est en formation. De fait, à mécanisme d'anticipation, loyer et taux de dépréciation donnés, une prime de risque faible nécessite, pour respecter l'équation d'arbitrage, une baisse du prix de l'immobilier, ce qui suggère bien un écart entre le prix observé et sa valeur fondamentale.

Application

En transformant (1), on déduit comptablement la valeur de la prime de risque par (2) :

$$\zeta_t = -r_t + \text{Plus value}^* + \frac{l_t}{p_t} - \delta_t$$

$$\text{où } \text{Plus value}^* = \frac{p_{t+1}^* - p_t}{p_t}$$

L'équation (2) ne permet d'évaluer en réalité que partiellement la prime de risque, du fait d'un manque d'information sur certaines variables.

D'une part, faute de données disponibles sur une période assez longue pour la France entière, l'indicateur de prix des logements est restreint aux appartements parisiens, tandis que celui des loyers concerne le secteur libre hors loi 48 de l'agglomération parisienne ; le taux de dépréciation, lui, est évalué sur l'ensemble du patrimoine immobilier détenu par les ménages français.

D'autre part, la plus-value anticipée fait l'objet d'hypothèses ad-hoc. Deux alternatives sont testées de manière à « encadrer » les résultats obtenus : elle a tout d'abord été calculée en utilisant le taux de croissance moyen des prix des logements sur les quatre derniers trimestres, puis elle a été fixée arbitrairement à zéro.

Dans ce contexte, c'est davantage la façon dont évolue ζ_t qui est intéressante à commenter que le niveau absolu de cet indicateur.

Indépendamment des hypothèses formulées sur la formation des anticipations de prix, il apparaît alors que (cf. graphique 2) :

- Au cours des années 90, la baisse des taux d'intérêt, et, dans une moindre mesure, la baisse des prix immobiliers ont conduit à un redressement de la rémunération du risque immobilier, ce qui semble cohérent avec la sortie de bulle ;
- Sur la période récente, la prime de risque serait très supérieure à celle observée dans les années

90, ce qui conduirait à écarter l'existence d'une bulle immobilière. La hausse des loyers contribue d'ailleurs à maintenir cette prime de risque et, partant, à limiter le risque de formation de bulle.

Une tentative de modélisation des prix d'équilibre à long terme sur le marché immobilier

L'objectif ici consiste à exploiter un modèle structurel standard permettant d'appréhender le marché immobilier.

Afin d'étudier l'équilibre sur le marché de l'immobilier résidentiel, nous avons cherché à estimer

des équations d'offre et de demande en services de logement. Du fait de la fluidité limitée de ce marché et de la lenteur de la propagation des chocs aux prix et à l'investissement logement, nous nous concentrons sur des relations de long terme. En particulier, les facteurs comme les tensions sur l'offre, qui pourraient être introduits sous la forme du stock de logements disponibles par exemple, ne sont pas pris en compte dans la modélisation, car ils jouent plutôt à court qu'à long terme.

La modélisation que nous obtenons, quoique statistiquement fragile, rend compte du retournement de 1991 (on atteint alors un point haut d'écart entre le prix de marché et le prix qui équilibrerait la demande) et n'indique pas la présence d'une bulle immobilière à ce jour (écart limité entre le prix de marché et le prix de demande, et absence de sur-investissement). Cependant, ces résultats sont contingents aux données disponibles, qui présentent un certain nombre d'incertitudes.

Modèle théorique sous-jacent

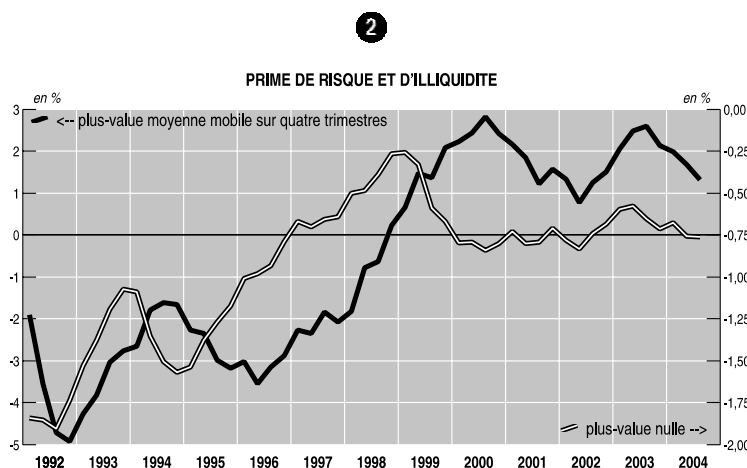
Le modèle d'équilibre de long terme confronte une courbe de demande à une courbe d'offre (cf. encadré pour plus de détail).

Les flux de services rendus par le logement sont fonction du stock de logements. On peut même supposer qu'ils sont proportionnels à ce stock. Ainsi, la demande en services de logement, et donc le stock de capital logement h_t , sont reliés positivement au revenu des ménages, négativement au coût de détention des biens immobiliers, et enfin négativement au prix de demande. Ce prix de demande est le prix qui équilibre la demande, compte tenu de la valeur observée des autres variables⁽⁵⁾.

(5) Autrement dit, le prix de demande est le prix que l'acheteur est prêt à payer, compte tenu de la quantité offerte. Classiquement, le lien entre ce prix et la demande est négatif, car c'est la rareté qui fait la valeur d'un bien.

Variable	Signification	Donnée retenue	Source
r_t	Taux d'intérêt	Taux à 10 ans	Banque de France
p_t	Prix de l'actif immobilier	Prix au m ² des appartements parisiens ⁽¹⁾	Division Logement INSEE Indice Notaire-INSEE
$Plus\ value^*$	Plus value anticipée	Taux de croissance moyen de p_t sur les quatre derniers trimestres Hypothèse alternative : plus value anticipée nulle	
l_t	Loyer	Loyers moyens au m ²	Division Logement INSEE Enquête Loyers et charges
ζ_t	Taux de dépréciation	Taux de Consommation de Capital Fixe (champs logements et terrains détenus par les ménages) trimestrialisé	Compte de patrimoine INSEE

(1) Le prix au m² France entière n'est pas disponible sur une période suffisamment longue pour exploiter l'équation au moment de la bulle immobilière des années 90.



Pour déterminer la forme de la fonction d'offre, on postule que les entreprises du secteur de la construction maximisent leur profit. Dans ce contexte, le taux d'investissement des entreprises dépend négativement des coûts de construction et positivement du prix d'offre. De la même façon que précédemment, ce prix d'offre est le prix qui équilibre l'offre, compte tenu de la valeur observée des autres variables⁽⁶⁾.

La démarche consiste à analyser l'écart existant entre, d'une part, le prix observé et le prix de demande théorique (résidu de la première relation) et, d'autre part, le prix observé et le prix d'offre théorique (résidu de la seconde équation)⁽⁷⁾ :

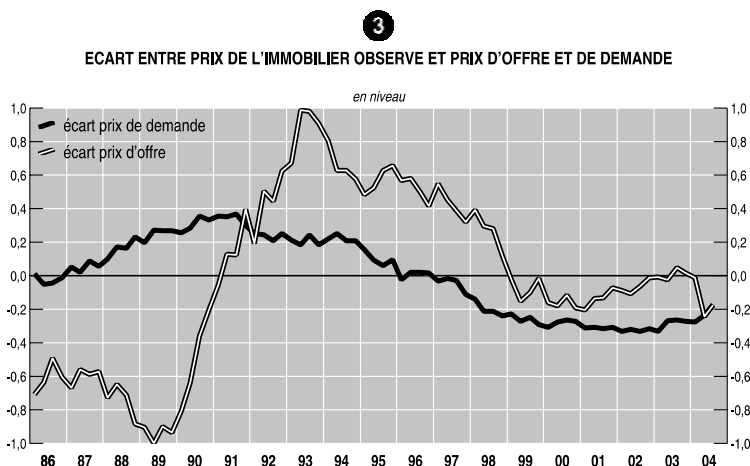
- un résidu positif important dans la première équation pourra être interprété comme un signal de l'existence d'une bulle immobilière, dans la mesure où le prix observé sur le marché s'éloigne de ses fondamentaux ;
- un résidu très négatif dans la seconde relation signalera un surinvestissement dans le secteur de la construction : l'investissement est supérieur à celui qui équilibrerait le prix d'offre et le prix de marché.

Diagnostic sur la période récente

Les écarts existants entre le prix observé et le prix de demande (résidu de la première équation) d'un côté et, le prix observé et le prix d'offre de l'autre (résidu de la seconde équation) sont présentés sur le *graphique 3*, le niveau 0 étant le niveau moyen de ces indicateurs sur la période considérée. On constate que l'écart entre prix observé et prix de demande progresse fortement à partir de 1988 et atteint un pic juste avant le retournement du marché en 1991, ce qui semble indiquer la présence d'une bulle. L'é-

(6) Plus les prix sont élevés, plus il y a de projets d'investissement rentables pour les constructeurs de logements. Le prix d'offre traduit cette relation croissante entre prix et investissement.

(7) Cf. encadré pour quelques considérations sur les limites inhérentes à cette approche.



cart entre prix observé et prix d'offre atteint un creux début 1990, où il est alors très inférieur à sa moyenne. Ce phénomène traduirait l'existence d'un surinvestissement immobilier, au sens où l'investissement aurait été à cette période plus élevé que celui qui aurait équilibré le prix d'offre et le prix de marché. Cette situation se serait brutalement retournée dans le courant de l'année 1990.

Le *graphique 3* montre que, sur la période récente, l'écart entre prix observés et prix de demande serait plus faible que sa moyenne sur la période historique et que le différentiel entre prix observé et prix d'offre serait limité. En tout état de cause, on est très loin des désalignements observés au début des années 1990. Ces résultats iraient ainsi dans le sens d'écarter l'hypothèse de bulle immobilière ou de surinvestissement dans le secteur de l'immobilier logement actuellement.

Conclusion

Sur la période récente, des tensions se sont progressivement matérialisées sur le marché immobilier français. En particulier, les prix ont fortement augmenté, de sorte que la solvabilité des ménages s'est sensiblement dégradée et que l'endettement s'est accru de façon notable.

Pour autant, les modélisations présentées ici suggèrent qu'il serait hâtif de conclure à la présence

d'une bulle sur le marché de l'immobilier à l'heure actuelle. D'une part, la prime de risque pesant sur les actifs immobiliers resterait encore très supérieure à celle observée au moment de la bulle des années 90. D'autre part, le prix de l'immobilier ne s'écarterait pour le moment pas sensiblement du prix qui équilibre la demande de logements.

Ces conclusions ne préjugent bien évidemment pas de l'évolution future des prix sur le marché immobilier. Elles mettent simplement en évidence des éléments semblant écarter l'existence d'une bulle sur le marché immobilier français actuellement.

Il faut toutefois garder à l'esprit que ces modèles sont contingents aux données utilisées, qui couvrent une période de temps relativement restreinte et dont la cohérence est difficile à assurer. En outre, ils font l'objet d'un certain nombre d'hypothèses. En particulier, dans les deux analyses, une forme *ad-hoc* a été adoptée sur les anticipations des ménages en matière de prix immobilier. Il convient également de rappeler que, dans le premier modèle, seuls les rendements des actifs sont intégrés pour expliquer la décision d'achat prise par les ménages, et que, dans le second modèle, des problèmes économétriques se sont posés en lien notamment avec la brièveté des séries disponibles au regard des méthodes employées et la longueur des cycles sur le marché immobilier (on ne dispose que d'un seul cycle). ■

ENCADRÉ : ESTIMATION DU MODÈLE STRUCTUREL

L'écriture du modèle

- La fonction de demande inverse détermine le prix p_t^{d*} qui permet à la demande de logements de s'ajuster au stock d'habitations. À stock de capital immobilier donné, la position de cette fonction de demande dépend du revenu permanent des ménages et du coût d'usage du capital :

$$p_t^{d*} = \alpha_1 h_t + \alpha_2 c_t + \alpha_3 u_t \text{ avec :}$$

Variable ⁽¹⁾	Signification	Signe attendu
h_t	Stocks de capital immobilier	Négatif
c_t	Revenu permanent	Positif
u_t	Coût d'usage du capital	Négatif

(1) Toutes les variables présentées ici sont considérées en logarithme.

- Sous l'hypothèse que les entreprises du secteur de la construction maximisent leur profit, la fonction d'offre inverse stipule que le prix d'offre dépend du taux d'investissement et des coûts de construction :

$$p_t^{o*} = \gamma_1 (f_t - h_t) + \gamma_2 icc_t \text{ avec :}$$

Variable ⁽¹⁾	Signification	Signe attendu
f_t	Investissement en logement	Positif
icc_t	Coût de la construction	Positif

(1) Toutes les variables présentées ici sont considérées en logarithme.

Les données sélectionnées

- La variable p_t correspond au prix au m² des logements à Paris. Cet indicateur n'est pas corrigé des effets qualité. Il a donc mécaniquement tendance à augmenter avec le temps, du fait de l'amélioration du confort des logements.
- La variable h_t correspond au stock de capital en volume en logements et terrains détenus par les ménages issu des comptes de patrimoine. À partir de la série annuelle obtenue, on construit une série trimestrielle à l'aide du taux de déclassement du capital logement et de la série d'investissement logement des ménages. Ces données concernent donc la France entière.
- La variable c_t est approchée par la consommation en biens non durables et en services (source : comptes trimestriels). En effet, d'après la théorie du revenu permanent, les ménages doivent consommer à chaque période une fraction constante de leur revenu permanent tel qu'ils peuvent l'estimer à cette période. La consommation serait donc proportionnelle au revenu permanent. Toutefois, on peut considérer que la consommation de biens durables se rapproche plus d'une décision d'investissement que de consommation. Les consommations de biens non durables et de services seraient alors une meilleure approximation, à un terme d'échelle près, du revenu permanent.

- Le coût d'usage du capital u_t représente le coût de détention d'un logement, compte tenu de la fiscalité, de la valorisation anticipée de l'actif et de sa dépréciation :

$$u_t = p_t [(1 - \tau_t^y)(r_t - \tau_t^p) + \delta_t - E(\pi_{t+1}^*)] \text{ avec :}$$

Variable	Signification	Donnée retenue	Source
p_t	Prix réel de l'actif immobilier	Prix au m ² des appartements parisiens, déflaté par le déflateur des dépenses de consommation des ménages	Division Logement INSEE Indice Notaire-INSEE, Comptes trimestriels
τ_t^y	Taux d'imposition sur le revenu	Taux moyen apparent d'IRPP et de CSG (impôts collectés rapportés à la base taxable)	Comptes trimestriels
r_t	Taux d'intérêt	Taux d'intérêt à 10 ans	Banque de France
τ_t^p	Taux de taxe sur la propriété	n.d.	
δ_t	Taux de dépréciation	Taux de Consommation de Capital Fixe (champs logements et terrains détenus par les ménages) trimestrialisé	Compte de patrimoine INSEE
$E(\pi_{t+1}^*)$	Gains anticipés en capital (plus value)	Taux de croissance moyen de p_t sur les quatre derniers trimestres	Division Logement INSEE Indice Notaire-INSEE

Ainsi, dans le calcul, les prix immobiliers ne reflètent pas la situation qui prévaut sur l'ensemble de la France, mais uniquement sur Paris. L'influence des taux d'imposition sur les actifs immobiliers a du être en partie négligée, faute d'information. Enfin, l'évaluation de la plus-value anticipée fait l'objet d'une hypothèse conventionnelle identique à celle présentée dans l'équation d'arbitrage (moyenne mobile du taux de croissance des prix sur les quatre derniers trimestres). Au total, l'évaluation du coût d'usage du capital est particulièrement sujette à caution.

- f_t correspond à l'investissement des ménages en logement issu des comptes trimestriels.
- Enfin, icc_t correspond à l'indice du coût à la construction publié par l'INSEE et le Ministère de l'Équipement.

Il faut donc noter que ces données présentent deux limites : d'une part, certaines d'entre elles nécessitent d'importantes approximations ; d'autre part, le champ considéré peut différer d'une variable à une autre.

ENCADRÉ : ESTIMATION DU MODÈLE STRUCTUREL (SUITE)

L'estimation obtenue

La modélisation retenue suppose l'existence de deux relations de long terme (relations cointégrantes) entre les variables suivantes : prix de l'immobilier, stock de logements et terrains, consommation en biens non durables et services, coût d'opportunité de la détention d'immobilier résidentiel, investissement résidentiel et coût de la construction⁽¹⁾.

Afin d'identifier les équations d'offre et de demande, nous avons imposé les restrictions suivantes⁽²⁾ :

- De l'équation de demande, sont exclus l'investissement logement et le coût de construction ;
- De l'équation d'offre, sont exclus le revenu permanent et le coût d'usage du capital. En outre, on considère que la variable pertinente est le taux d'investissement logement : on contraint donc les coefficients de l'investissement et du stock de capital à l'égalité.

Les résultats de l'estimation sont présentés dans le tableau ci-dessous (écart-type entre parenthèses), où la variable dépendante est le prix de l'immobilier :

	Stock de capital immobilier	Consommation en non-durables	Coût d'usage du capital	Investissement logement	Coût de la construction
Demande	-3,57 (0,70)	8,26 (0,86)	0,07 (0,02)	-	-
Offre	-8,01 (0,78)	-	-	8,01 (0,78)	4,20 (0,50)

Toutes les variables sont considérées en logarithme.

Les coefficients sont tous significatifs et ont le signe attendu. Mais, du fait de la méthode employée et du peu de points disponibles, ces estimations ne sont pas statistiquement très robustes.

Les différentes limites du modèle

Les résultats présentés sont à prendre avec précaution du fait des différentes limites inhérentes au modèle et à l'estimation :

- La démarche proposée consiste à exploiter les résidus des équations estimées. Cette approche par les résidus présente toujours le risque de capter plus que ce que l'on cherche à analyser. En effet, si le modèle est mal spécifié, le résidu contiendra non seulement les écarts entre le prix observé et le prix d'équilibre, mais aussi l'influence de la ou des variable(s) omise(s) sur le prix d'équilibre.
- Les approximations effectuées sur les données viennent s'ajouter à celles de la modélisation.
- Enfin, les estimations présentent des difficultés économétriques déjà évoquées. ■

(1) Sur la période d'estimation retenue (1986-2004), le test de la trace conduirait à retenir 4 relations de cointégration. Toutefois, la théorie économique en indiquant 2 et ces tests étant fragiles, nous avons imposé que l'espace cointégrant est de dimension 2 seulement.

(2) Le test du chi-2 conduit à rejeter l'hypothèse de sur-identification au seuil de 12%. Toutefois, ce résultat est assez fragile (il est notamment sensible au calcul du coût d'usage du capital).

Bibliographie

- Beauvois M. (2004), « La hausse des prix des logements anciens depuis 1998 », INSEE Première n°991.
- Cornuel D. (1999) « L'hypothèse de bulle immobilière », Observations de diagnostics économiques, Revue de l'OFCE n°70.
- Cornuel D. (1999) « L'hypothèse de bulle immobilière », Observations de diagnostics économiques, Revue de l'OFCE n°70.
- Coudert V. et F. Verhille (2001), « À propos des bulles spéculatives », Bulletin de la Banque de France n°95.
- Eluère O. (2005), « Le haut de cycle est proche », Crédit Agricole Immobilier.
- Jacquot A. (2002), « La demande potentielle de logements - l'impact du vieillissement de la population », INSEE Première n°875.
- Lecat R. (2005) « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », Bulletin de la Banque de France n°133.
- McCarthy J. et R.W. Peach (2004), « Are Home Prices the Next Bubble? », Federal Reserve Bank of New York.
- McCarthy J. et R.W. Peach (2002), « Monetary Policy Transmission to Residential Investment », Federal Reserve Bank of New York.
- Moëc G. (2004), « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », Bulletin de la Banque de France n°129.
- Weeken O. (2004) « Asset pricing and the housing market », Bank of England Quarterly Bulletin.



Fiches Thématiques

Environnement international de la zone euro

L'environnement international de la zone euro serait moins porteur au cours du premier semestre de 2005 que fin 2004. Aux États-Unis, la croissance se maintiendrait sur des rythmes annuels proches de 3,5% (cf. tableau 1) grâce à une nouvelle accélération de l'emploi, mais les importations seraient moins dynamiques à cause du freinage de la demande interne amorcé fin 2004. Au Royaume-Uni, l'activité économique serait en léger ralentissement suite à une demande intérieure plus faible que par le passé. Au Japon, l'activité resterait peu dynamique au premier semestre de 2005, pénalisée par un marché du travail dégradé et un moindre dynamisme des exportations.

Globalement, la demande mondiale adressée à la zone euro poursuivrait début 2005 l'infléchissement engagé mi-2004.

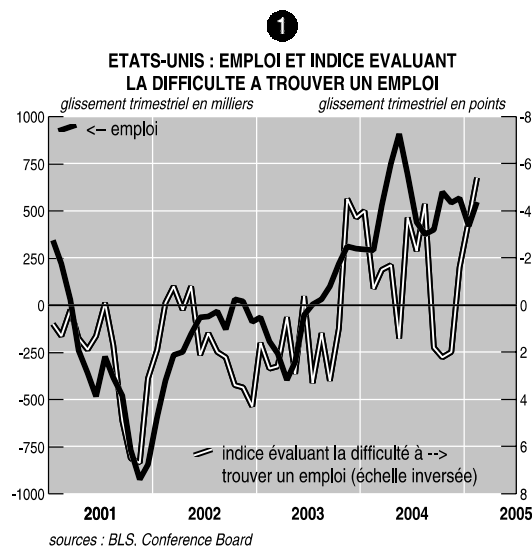
Aux États-Unis, la croissance du PIB se maintiendrait au cours du premier semestre de 2005 sur des rythmes annuels proches de 3,5%, mais les importations seraient moins dynamiques

L'emploi accélérerait début 2005. Les créations avoisineraient +300 000 par mois, soit +0,7% en rythme trimestriel. Les demandes d'assurance chômage, qui sont un indicateur coïncident de l'emploi, ont en effet nettement baissé à partir du mois de février. Les enquêtes du Conference Board auprès des ménages indiquent également qu'il est maintenant moins difficile de trouver un emploi (cf. graphique 1). Cette nouvelle accélération de l'emploi permettrait à la consommation de rester dynamique au cours des deux premiers trimestres de l'année. Les créations reviendraient ensuite au cours du deuxième trimestre vers des rythmes de l'ordre de +150 000 par mois.

La consommation serait essentiellement soutenue par la progression des revenus salariaux au cours des deux premiers trimestres de 2005. La politique budgétaire serait neutre : le budget de l'année fiscale 2005 (déjà voté) prévoit de maintenir les baisses d'impôts accordées aux ménages en 2001 et 2003 et l'effet du stimulus fiscal serait derrière nous. Quant aux conditions monétaires, elles continueraient de se durcir, en lien avec un redressement progressif du taux des Fed funds (cf. fiche « Financement de l'économie »). Des tensions inflationnistes ne sont en ef-

fet pas exclues en 2005 du fait d'un prix du pétrole toujours élevé et d'un ralentissement anticipé de la productivité (cf. encadré).

Les ménages ne bénéficieraient pas en 2005 de dividendes aussi élevés que ceux du quatrième trimestre de 2004 : ceux-ci ont été gonflés suite au versement par la société Microsoft de 3\$ par action. Ces dividendes exceptionnels (32 milliards de \$, soit environ 3 points de revenu disponible trimestriel) auraient favorisé ponctuellement la consommation fin 2004, en relâchant la contrainte de liquidité de certains ménages. Ils seraient néanmoins en grande partie épargnés et n'auraient donc que peu d'effet sur la consommation en 2005. Quant au prix du pétrole, il continue de peser sur le pouvoir d'achat des ménages. Avec un maintien autour de 40\$ le brent à la mi-2005, l'impact de la hausse de 30\$ à 40\$ observée au cours de l'année 2004 resterait néanmoins limité. Selon le modèle du FMI, elle augmenterait en effet les prix d'environ 0,2 point par trimestre et pèserait sur la consommation à hauteur de 0,1 point par trimestre⁽¹⁾.



(1) Selon le modèle du FMI, une hausse instantanée et maintenue de 30% du prix du pétrole, de 30\$ à 40\$ par exemple, aurait un effet de +1,2 point sur les prix et de -0,5 point sur la demande interne (et sur le PIB) au bout d'un an.

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2003		2004				2005		2003	2004	2005 acquis
	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (37,2%) ⁽¹⁾											
PIB	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,8	0,9	3,0	4,4	2,9
Consommation	1,2	0,9	1,0	0,4	1,3	1,0	0,7	1,0	3,3	3,8	3,0
Investissement privé ⁽²⁾	4,3	2,6	1,2	3,5	2,3	2,6	1,8	1,1	5,1	10,7	6,6
<i>Investissement privé hors logement</i>	3,7	2,6	1,0	3,0	3,1	3,3	2,0	1,5	3,3	10,6	7,9
<i>Investissement logement</i>	5,2	2,3	1,2	3,9	0,4	0,5	1,0	0,0	8,8	9,6	2,5
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,0	0,4	0,6	0,6	0,2	0,3	0,6	0,5	2,8	2,0	1,5
Exportations	2,7	4,1	1,8	1,8	1,5	0,6	2,5	1,0	1,9	8,5	4,8
Importations	0,7	4,0	2,6	3,0	1,1	2,7	1,5	1,0	4,4	9,9	5,6
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,5	1,1	1,0	0,9	1,3	1,1	0,9	1,0	3,5	4,5	3,3
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	-0,4
ROYAUME-UNI (5,6%) ⁽¹⁾											
PIB	0,9	1,0	0,6	1,0	0,5	0,7	0,4	0,5	2,2	3,1	1,8
Consommation	1,0	0,5	1,1	0,7	0,6	0,4	0,4	0,6	2,3	3,1	1,6
Investissement total	0,5	1,7	1,8	1,8	0,9	1,4	0,9	0,7	2,2	5,9	3,3
<i>Investissement des entreprises</i>	0,0	1,5	1,8	1,1	1,3	0,7	1,0	0,7	-1,2	5,4	3,0
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	-0,7	1,6	2,6	3,6	0,4	-1,0	-1,0	0,0	4,0	6,1	-0,6
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	7,6	3,1	0,1	1,7	-0,2	9,7	4,0	2,0	24,1	8,9	13,1
Consommation publique ⁽⁵⁾	1,4	1,9	0,8	0,7	1,2	0,8	0,5	0,5	3,4	4,5	2,3
Exportations	-0,1	3,0	-1,6	2,1	1,2	1,9	1,0	0,5	0,9	3,7	3,9
Importations	1,6	3,0	0,2	1,4	1,9	2,0	1,0	0,8	1,8	5,1	4,4
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	1,0	1,1	1,2	0,9	0,8	0,7	0,5	0,6	2,6	4,0	2,1
<i>Variations de stocks</i>	0,4	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	-0,1	-0,5	0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,9	-0,3
JAPON (14,8%) ⁽¹⁾											
PIB	0,4	1,4	1,5	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,2	1,4	2,6	0,4
Consommation	0,1	1,1	0,7	0,1	-0,2	-0,3	0,2	0,0	0,2	1,5	-0,1
Investissement total	-0,4	2,6	0,4	-1,4	-0,3	0,1	0,1	0,2	1,1	1,5	-0,2
<i>Investissement privé</i>	0,3	4,4	-1,8	3,2	0,1	0,2	0,1	0,2	5,1	5,0	1,2
<i>Investissement privé hors logement</i>	-0,1	5,7	-2,3	3,7	-0,1	0,1	0,0	0,2	6,6	5,7	1,0
<i>Investissement logement</i>	2,2	-1,0	0,4	1,1	0,8	0,9	0,5	0,5	-1,1	2,2	2,2
<i>Investissement public</i>	-3,0	-3,6	8,7	-16,9	-1,9	-0,4	0,0	0,0	-10,6	-10,8	-6,1
Consommation publique	0,9	0,2	1,2	0,8	0,3	0,8	0,8	0,8	1,2	2,7	2,8
Exportations	3,4	5,2	4,7	3,5	0,6	1,2	1,3	1,0	9,1	14,4	4,6
Importations	2,2	2,1	3,3	2,0	2,2	2,4	1,5	1,0	3,8	8,9	6,0
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	1,3	0,7	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,6	1,7	0,3
<i>Variations de stocks</i>	0,2	-0,3	0,6	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	0,8	0,0

■ Préviation

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissements publics.

(4) Postes non renseignés dans le compte provisoire.

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

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

Parallèlement, l'investissement des ménages stagnerait au deuxième trimestre de 2005 en lien avec le durcissement des conditions monétaires. Sa croissance au premier trimestre de 2005 ne serait que temporaire et résulterait de la légère baisse des taux de financement hypothécaire observée fin 2004.

Quant aux entreprises, elles diminueraient leur rythme d'investissement en 2005. L'arrivée à échéance fin 2004 de la mesure d'allègement fiscal relative à l'amortissement du capital des entreprises

engendrerait un ralentissement de l'investissement au premier trimestre de 2005. Les perspectives des entreprises sont également moins favorables depuis quelques mois : l'indice ISM de confiance des industriels a significativement baissé depuis la mi-2004. Enfin, avec une politique monétaire moins accommodante, les conditions de crédit se durciraient progressivement.

Les exportations américaines seraient dynamiques début 2005 en raison de la dépréciation du dollar fin 2004. Les États-Unis bénéficieraient des gains de compétitivité-prix assurés par la dépréciation de

leur monnaie depuis 6 mois, comme le montrent les perspectives à l'exportation de l'indice ISM des mois de décembre, janvier et février. Quant aux importations, elles ralentiraient au cours du premier semestre en lien avec le freinage amorcé fin 2004 par la demande interne, et la consommation en particulier.

Au total, la croissance du PIB au cours des deux premiers trimestres de 2005 serait proche de 3,5% en rythme annualisé. Deux aléas principaux pèsent sur ce scénario. Le premier, positif, est celui de création d'emplois qui se maintiennent au deuxième trimestre à +300 000 par mois, comme c'est arrivé plusieurs fois à la fin des années 1990. Le second, négatif, est celui d'une inflation plus forte, liée soit à un prix du pétrole durablement autour de 50\$ le baril de Brent, soit à une nouvelle période de dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis. Au-delà de l'effet direct sur le pouvoir d'achat des ménages, une poussée inflationniste trop forte pourrait également contraindre la Fed à relever plus fortement ses taux directeurs et engendrer ainsi un durcissement important des conditions financières.

Au Royaume-Uni, l'activité économique n'accélérerait pas dans les trimestres à venir, la consommation privée n'étant plus soutenue par un marché immobilier dynamique

En raison de la progression des taux d'intérêt et d'une perte de confiance dans le marché immobilier, la consommation des ménages serait moins soutenue en 2005 qu'en 2004. Majoritairement endettés à taux variables et ayant recours au mécanisme de refinancement hypothécaire, les ménages britanniques seraient doublement affectés par le relèvement des taux d'intérêt et par le ralentissement des prix immobiliers. En effet, la politique de resserrement monétaire pratiquée par la Banque d'Angleterre de novembre 2003 à août 2004, de plus de 100 points de base, aurait provoqué un alourdissement sensible de la charge de leur dette et serait à l'origine du retournement progressif du marché immobilier. Or les ménages britanniques garantissent leurs crédits à la consommation sur la valeur de leur logement. La baisse des prix de l'immobilier amorcée depuis octobre 2004 pourrait donc avoir un impact négatif sur leurs dépenses. Ainsi, la croissance de la consommation s'est établie au quatrième trimestre de 2004 à 0,4% après 0,6% au troisième trimestre. Cependant, depuis décembre selon l'indice Halifax, et janvier selon l'indice Nationwide, les prix de l'immobilier auraient temporairement arrêté de baisser. De plus, le marché du travail reste très tendu et la progression des salaires se poursuit. Le taux de chômage a atteint en janvier son plus bas niveau de 2,6% depuis juin 1975. Le taux d'épargne et le revenu disponible nominal ont progressé tout au long de l'année 2004. Dans l'hypothèse où les prix des logements se stabiliseraient ou baisseraient graduellement, la consommation des ménages réaccélérerait

légèrement au cours des prochains trimestres, tout en se maintenant à des rythmes de croissance plus faibles qu'en 2004, de l'ordre de 0,4% au premier trimestre de 2005, puis 0,6% au deuxième trimestre.

De son côté, l'investissement des ménages se dégraderait encore fin 2004 - début 2005, avant de se stabiliser en milieu d'année. En effet, le nombre des transactions immobilières est en fort ralentissement depuis la mi-2004, suite à la hausse des taux d'intérêt, notamment du taux d'emprunt hypothécaire. L'investissement des ménages serait pénalisé par le ralentissement des prix de l'immobilier depuis le deuxième trimestre de 2004 (cf. graphique 2). Dans ce contexte d'incertitudes concernant l'évolution du marché du logement et, de ce fait, de la consommation des ménages, la Banque d'Angleterre ne devrait pas relever ses taux à court terme. De plus, dans son dernier rapport trimestriel sur l'inflation, le Comité de Politique Monétaire prévoit que l'inflation n'atteindra pas la cible de 2% avant 2006. En janvier, celle-ci s'est stabilisée à 1,6% en glissement annuel, soit son plus haut niveau depuis sept mois.

Les bonnes perspectives de production des industriels conduiraient à une légère accélération de l'investissement des entreprises début 2005. Cependant, les carnets de commandes à l'exportation restent mal orientés : sur le plan international, le secteur industriel britannique peinerait à rester compétitif en raison de l'évolution du change. Par ailleurs, le dérapage des coûts de la main-d'œuvre, lié à l'inflation salariale, ainsi que le faible dynamisme de la consommation des ménages, devraient peser sur l'investissement des entreprises à partir du deuxième trimestre. Concernant la politique budgétaire, l'État devrait maintenir une croissance de l'investissement public robuste et mener une politique fiscale neutre, au moins jusqu'aux élections législatives qui se tiendront *a priori* en mai 2005.

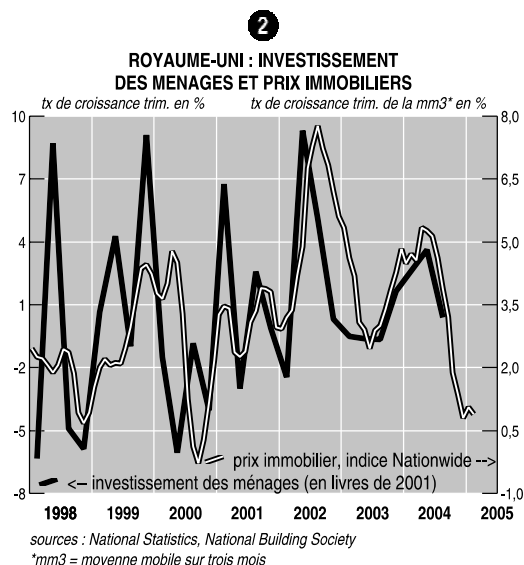


TABLEAU 2 : COMPTES DES MÉNAGES

(en %)

	Moyennes annuelles		
	2002	2003	2004
États-Unis			
Emploi salarié non agricole	-1,1	-0,3	1,1
Salaire moyen par tête	2,7	3,3	3,9
Revenu disponible brut nominal	4,1	4,6	4,2
Déflateur de la consommation privée	1,4	1,9	2,2
Taux d'épargne en niveau	1,8	2,0	1,4
Royaume-Uni			
Emploi salarié	0,4	0,4	0,4 (acquis *)
Salaire moyen par tête	3,6	3,4	4,4
Revenu disponible brut nominal	3,0	4,4	4,2 (acquis *)
Déflateur de la consommation privée	1,5	1,9	1,4
Taux d'épargne	5,3	5,7	5,5 (acquis *)
Japon			
Emploi total	-1,2	-0,2	0,2
Salaire moyen par tête	-2,8	-0,3	-0,7
Revenu disponible brut nominal	1,4	0,5	-
Déflateur de la consommation privée	-2,8	-0,3	-0,7
Taux d'épargne	6,1	6,3	-

* Il s'agit d'un acquis à la fin du troisième trimestre pour l'emploi, le revenu et l'épargne.

Source : BEA, BLS, Central Statistical Office, Department of Employment, ONS, Direction de la prévision, Economic and Social Research Institute, Ministry of Public Management, Ministry of Labour.

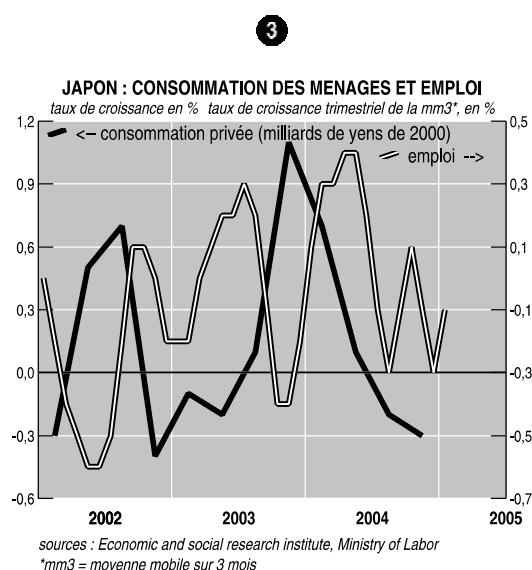
Après une forte croissance de près de 2% fin 2004, les exportations britanniques fléchiraient avec la demande extérieure à partir de 2005. Doublement pénalisées par une monnaie qui s'apprécie par rapport au dollar et par un ralentissement de la demande étrangère, en particulier par la baisse de croissance des importations américaines, les exportations britanniques devraient ralentir en 2005. En raison d'une croissance de la demande domestique en tassement à partir de 2005, les importations britanniques seraient également moins dynamiques que les trimestres précédents.

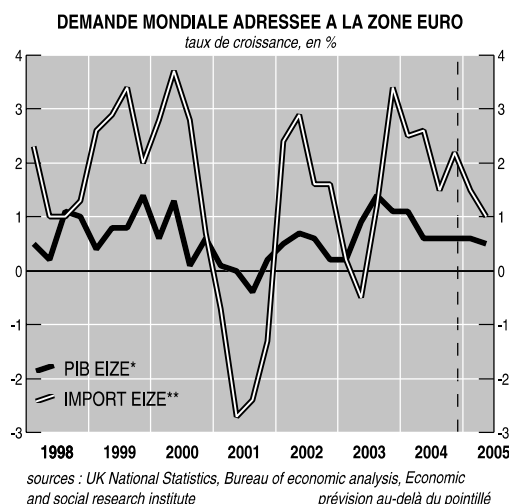
Au total, la croissance du PIB serait en ralentissement à partir de 2005, de l'ordre de 0,4% au premier trimestre et 0,5% au deuxième trimestre.

Au Japon, l'activité économique serait peu dynamique au premier semestre de 2005 en dépit d'un faible rebond au premier trimestre de 2005

Avec un ralentissement de la demande intérieure et une contribution nulle du commerce extérieur, la croissance du PIB japonais serait faible au premier semestre de 2005. Elle atteindrait +0,2% en rythme trimestriel au deuxième trimestre de 2005 et ne serait que légèrement plus forte au premier trimestre (+0,3% en variation trimestrielle) sous l'effet d'un rebond temporaire de la consommation des ménages et du maintien d'une croissance retenue des exportations.

La consommation des ménages resterait peu dynamique au premier semestre de 2005 en raison des faibles perspectives de croissance des revenus des ménages. Ceux-ci ont reculé de 3% au quatrième trimestre de 2004 après -0,4% au trimestre précédent. La politique fiscale resterait neutre jusque fin 2005 et n'affecterait donc pas la consommation. Des hausses d'impôts sont certes prévues dans le projet de loi de finance de 2005 ; mais elles ne seraient effectives qu'à partir de janvier 2006. La consommation des ménages connaîtrait une légère accélération au premier trimestre de 2005 sous l'effet d'une progression du salaire moyen (+2,2% au quatrième trimestre de 2004). Elle ralentirait au deuxième





* PIB de l'Environnement International de la Zone Euro : somme des taux de croissance des PIB américain, britannique et japonais, pondérée par la part respective des pays dans le PIB de l'OCDE.

** Importations agrégées de l'Environnement International de la Zone Euro : somme des taux de croissance des importations américaines, britanniques et japonaises pondérée par la part respective des pays dans le PIB de l'OCDE.

trimestre en raison de la dégradation de l'emploi (cf. graphique 3). L'investissement des ménages serait orienté à la baisse à partir du premier trimestre de 2005 en raison du recul du pouvoir d'achat des ménages observé en fin d'année 2004.

La croissance de l'investissement des entreprises resterait déprimée au premier semestre de 2005. En effet, le ralentissement des importations américaines à partir du premier trimestre de 2005 ainsi que le faible dynamisme de la consommation des ménages pèseraient sur l'investissement des entreprises. Ce mouvement serait toutefois modéré par la poursuite

d'une politique monétaire accommodante et la progression des profits des entreprises japonaises. D'après l'enquête Tankan pour le quatrième trimestre de 2004, les entreprises japonaises anticipent une progression de leurs profits de 15,3% en 2004 (après +14,4% en 2003).

La contribution du commerce extérieur à la croissance est restée fortement positive au Japon jusqu'au deuxième trimestre de 2004. Au second semestre de 2004, l'appréciation du yen par rapport au dollar et le moindre dynamisme des importations américaines ont affecté négativement la croissance des exportations japonaises. Celles-ci demeureraient toutefois assez dynamiques au premier trimestre de 2005 sous l'effet du léger rebond des importations américaines enregistré au quatrième trimestre de 2004. Cependant le ralentissement attendu des importations américaines à partir du premier trimestre de 2005 combiné au maintien d'un taux de change yen-dollar élevé début 2005 pénaliseraient les exportations au deuxième trimestre.

La demande mondiale adressée à la zone euro décélérerait au cours du premier semestre de 2005

Au cours du premier semestre de 2005, la demande mondiale adressée à la zone euro serait en nette décélération par rapport à la fin de 2004 : les importations américaines, britanniques et japonaises ralentiraient sous le coup d'un moindre dynamisme de la demande intérieure dans chacun des pays concernés (cf. graphique 4). C'est essentiellement le ralentissement des importations en provenance des États-Unis qui serait à l'origine de la baisse de croissance de la demande adressée à la zone euro. ■

ENCADRÉ : ÉTATS-UNIS : Y A-T-IL UN RISQUE INFLATIONNISTE EN 2005 ?

En 2004, la hausse du prix du pétrole et la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis ont fait craindre l'apparition d'une inflation trop élevée. Le glissement annuel du déflateur de la consommation a d'ailleurs augmenté entre fin 2003 et fin 2004, de 1,6% à 2,4%. Faut-il anticiper en 2005 une inflation aussi forte, voire plus forte ? Le lien étroit qui existe entre les prix et les salaires, généralement appelé boucle prix-salaires, risque-t-il de maintenir en 2005 l'impact des facteurs inflationnistes passés ? La théorie économique laisse penser que tel n'est pas le cas. En 2004, l'accélération des prix résulterait en effet de celle du prix des importations et, dans une moindre mesure, de la productivité du capital. En revanche, les salaires n'auraient pas contribué à la hausse de l'inflation. Ainsi, avec la disparition des facteurs qui ont contribué à l'accélération du prix des importations en 2004, c'est-à-dire sous l'hypothèse d'un prix du pétrole et d'une monnaie américaine qui se stabilisent, l'inflation ne serait pas entretenue en 2005 par une boucle prix-salaires. Cet encadré expose les déterminants de l'accélération des prix en 2004.

Les déterminants de l'inflation selon la théorie économique

Les prix à la consommation dépendent des prix à la production et à l'importation. Les biens consommés sont en effet soit produits localement, soit importés. Ces prix sont mesurés ici respectivement par le déflateur de la consommation noté p_c , du PIB p et des importations p_m . Toutes les grandeurs sont prises en logarithme. La relation précédente s'écrit alors :

$$p_c = f(p, p_m) \quad (1)$$

Les prix à la production sont quant à eux déterminés par le coût des différents facteurs de production, le travail et le capital ici, ainsi que par la productivité globale des facteurs. Plus le coût des facteurs de production augmente, plus les entreprises augmentent leurs prix. Par ailleurs, quand la productivité globale des facteurs augmente, les entreprises produisent plus grâce à une moindre quantité de facteurs, ce qui les conduit à baisser leurs prix. En no-

tant w et le coût du travail et du capital et à la productivité globale des facteurs, cette deuxième relation, communément appelée « frontière du prix des facteurs » s'écrit :

$$p = g(w, p, a)$$

La « frontière du prix des facteurs » est en général difficile à estimer directement car le coût du capital est mal mesuré. Une solution consiste à utiliser le fait que les entreprises égalisent la productivité du capital ($y-k$) à son coût réel ($p-p$). On estime alors une relation du type :

$$p = h(w, y - k, a) \quad (2)$$

Enfin, en combinant les relations (1) et (2), on obtient une relation entre les prix à la consommation, le coût du travail, la productivité du capital, la productivité globale des facteurs et les prix à l'importation.

$$p_c = i(w, y - k, a, p_m) \quad (3)$$

Les salaires n'expliquent pas l'accélération des prix en 2004 ...

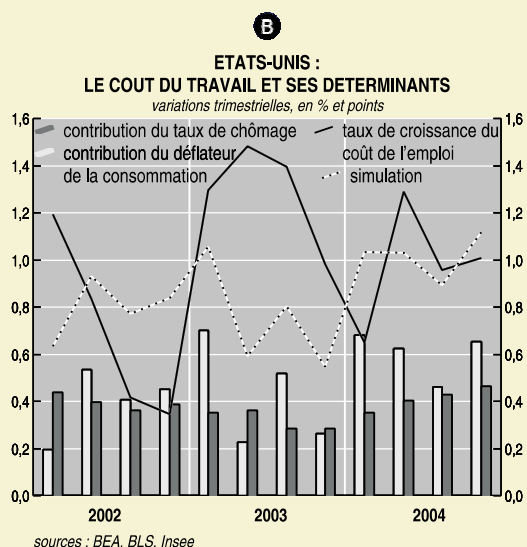
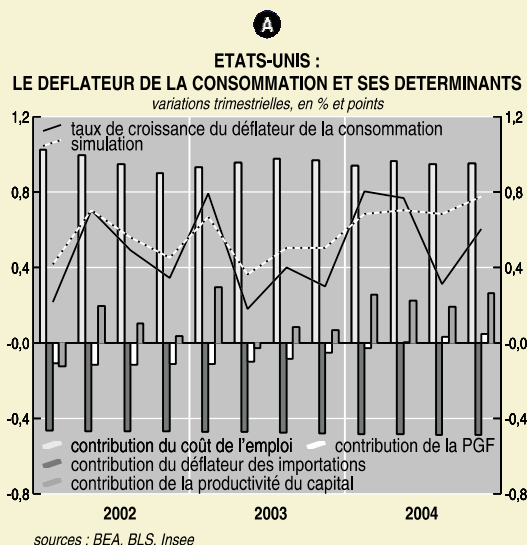
Les relations (1) et (2) ont été estimées pour les États-Unis sur les périodes 1980-2002 et 1985-2002. La relation (3) s'en déduit. Le *graphique A* montre l'évolution observée du déflateur de la consommation, celle simulée par le modèle ainsi que les contributions économétriques des différentes variables. L'accélération des prix entre 2003 et 2004 résulte essentiellement de celle du prix des importations, et dans une moindre mesure de celle de la productivité du capital. L'accélération du prix des importations est, comme on peut s'y attendre, très liée à la dépréciation du dollar et à la hausse du prix du pétrole. Quant à celle de la productivité du capital, elle traduit la hausse du taux d'utilisation du capital et l'apparition de tensions sur l'appareil productif : on produit plus avec autant de capital, ce qui signifie que celui-ci est utilisé plus intensément. En revanche la contribution du coût du travail est relativement stable entre 2003 et 2004.

... et les pressions sur les salaires ne semblent pas trop fortes en 2004

La théorie économique relie en général l'évolution du coût du travail à celle des prix à la consommation et au niveau du chômage noté ici u . Cette relation peut s'interpréter ainsi : lors des négociations salariales, les employés ont pour objectif minimal de maintenir leur pouvoir d'achat ; de plus leur pouvoir de négociation dépend du niveau du chômage :

$$\Delta w = j(\Delta p_c, u) \quad (4)$$

Cette relation a été estimée pour les États-Unis sur la période 1990-2002. Le *graphique B* montre que la contribution des prix à l'évolution du coût du travail a cer-



tes augmenté en 2004, mais qu'elle conduit à une inflation salariale qui reste néanmoins modérée, de l'ordre de 4% en rythme annuel. Avec une telle inflation, le coût réel du travail est d'environ 2% (4%-2%), soit approximativement le taux de croissance potentiel de la productivité du travail. ■

Conjoncture dans la zone euro

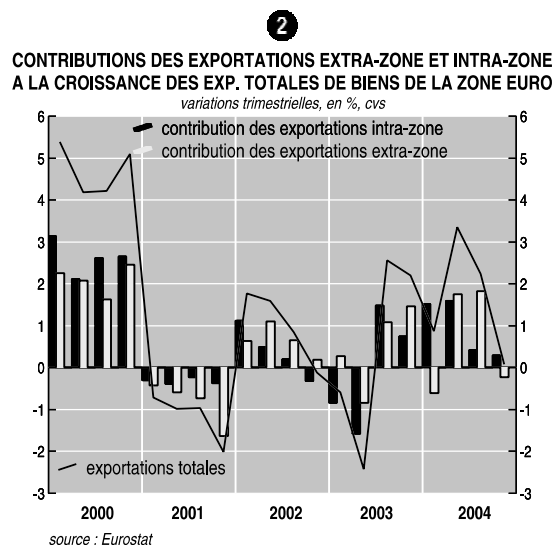
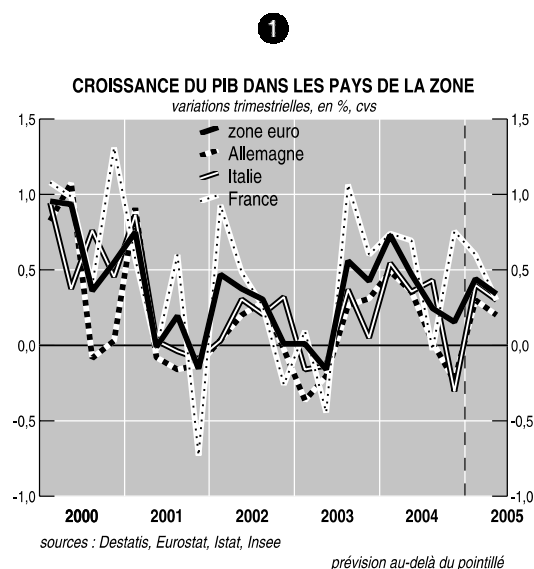
En 2004, le PIB de la zone euro a progressé à un rythme moyen de +1,8% après deux années de quasi-stagnation. Après un premier semestre de forte activité tirée par l'extérieur, l'économie européenne s'est essoufflée au second semestre et le ralentissement des exportations a pesé sur l'activité industrielle. En effet, la demande interne, manquant de vigueur, n'a pas pris le relais des échanges extérieurs. La croissance de la zone est restée par conséquent très dépendante de celle de ses partenaires commerciaux. Selon les pays de la zone, les moteurs de la croissance ont toutefois été très hétérogènes : demande intérieure en France et en Espagne, exportations en Allemagne et situation intermédiaire en Italie. Au quatrième trimestre de 2004, la croissance du PIB de la zone a atteint un point bas (+0,2 %) du fait de la contraction de l'activité en Allemagne et en Italie (cf. graphique 1).

Début 2005, à la faveur de politiques fiscales de soutien au revenu des ménages et dans un contexte de frémissement de l'investissement productif, la croissance repartirait pour atteindre +0,4% au premier trimestre et +0,3% au deuxième trimestre. Les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance mais la demande interne resterait trop fragile pour donner un nouveau souffle à la reprise.

Les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance en 2005

Au second semestre de 2004, les exportations à destination des pays extérieurs à la zone ont ralenti, doublement pénalisées par le ralentissement du commerce mondial et la forte appréciation de l'euro dont le taux de change s'est accru de 10% contre le dollar au cours de l'année 2004. De plus, au quatrième trimestre, l'atonie de l'activité en zone euro a limité les échanges entre partenaires européens (cf. graphique 2). Ce ralentissement se lit dans l'essoufflement de la production industrielle hors construction (+0,9% au quatrième trimestre en glissement annuel après +2,6% au troisième trimestre, cf. graphique 3). En Italie, la production a même enregistré un recul (-2,1% au quatrième trimestre). Au total, le rythme des exportations a été divisé par deux en fin d'année dernière (+1,8% en glissement semestriel au quatrième trimestre, après +4,2% au deuxième trimestre).

Début 2005, les exportations seraient soutenues. Les entrepreneurs signalent toujours un maintien de leurs carnets de commandes étrangers à un niveau élevé (cf. graphique 4). En Allemagne et en Italie, les commandes étrangères adressées à l'industrie manufacturière ont très nettement augmenté (en glissement trimestriel, de +5,2% en Allemagne en janvier et de +22,9% en Italie en décembre), signe de fortes exportations pour le premier trimestre. Au deuxième trimestre, sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change à 1,30 dollar pour un euro, les exportations demeureraient dynamiques mais ralentiraient légèrement en raison du moindre dyna-



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

(en %)

	Évolutions trimestrielles										Moyennes annuelles			(en %)
	2003				2004				2005		2003	2004	2005 acquis	
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4%) ⁽¹⁾														
PIB	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,0	-0,2	0,3	0,2	-0,1	1,0	0,3	
Consommation des ménages	0,1	-0,1	-0,3	-0,6	0,1	-0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,8	0,5	
FBCF totale	-0,6	-0,6	-0,2	1,2	-3,1	-0,1	0,7	0,2	0,9	0,5	-2,2	-2,2	1,7	
Consommation publique	-1,5	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,7	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,2	
Exportations	-0,9	-2,8	3,8	0,7	3,6	3,4	-1,5	1,1	1,5	1,2	1,8	7,5	3,3	
Importations	2,0	-2,5	1,0	2,6	0,5	2,1	2,9	-0,2	1,5	1,2	3,9	5,4	4,3	
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,3	0,3	0,0	0,3	0,2	-0,4	-0,8	-0,6	
Variations de stocks	0,9	0,1	-0,6	1,0	-0,2	0,0	1,3	-0,8	-0,1	-0,1	0,9	0,8	0,0	
Commerce extérieur	-1,0	-0,2	1,1	-0,6	1,2	0,6	-1,6	0,5	0,1	0,1	-0,6	1,0	0,2	
FRANCE (21,3%) ⁽¹⁾														
PIB	0,1	-0,4	1,1	0,6	0,7	0,7	0,0	0,8	0,6	0,3	0,5	2,3	1,6	
Consommation des ménages	0,6	-0,3	1,0	0,3	1,1	0,4	-0,2	1,2	0,8	0,3	1,6	2,2	2,0	
FBCF totale	0,0	0,2	1,2	1,5	0,5	1,5	-0,5	0,9	1,0	0,6	0,2	3,3	2,3	
Consommation publique	0,2	0,3	0,9	0,9	0,5	0,8	0,2	0,6	0,7	0,6	2,5	2,6	1,9	
Exportations	-2,2	-1,4	0,9	1,4	0,6	1,0	0,5	1,3	1,0	1,0	-2,5	3,2	3,3	
Importations	-0,2	-0,5	-0,2	2,8	1,1	3,7	2,3	1,1	1,3	1,2	0,2	7,4	5,1	
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,0	1,0	0,7	0,8	0,7	-0,2	1,0	0,8	0,5	1,5	2,5	2,0	
Variations de stocks	0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,7	0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,9	0,2	
Commerce extérieur	-0,6	-0,3	0,3	-0,4	-0,1	-0,7	-0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,8	-1,2	-0,6	
ITALIE (17,9%) ⁽¹⁾														
PIB	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,4	0,3	0,4	1,1	0,7	
Consommation des ménages	-0,2	0,3	0,6	-0,3	1,2	-0,5	0,2	0,0	0,5	0,3	1,2	1,1	0,7	
FBCF totale	-6,0	-0,5	-0,2	-0,3	2,4	1,0	-0,8	-0,2	0,6	0,6	-2,1	2,3	0,8	
Consommation publique	0,7	0,3	1,0	0,5	-0,7	0,5	-0,5	0,5	0,1	0,1	2,2	0,5	0,4	
Exportations	-6,3	0,4	6,8	-4,0	-1,3	3,8	4,8	-0,5	0,5	0,5	-3,9	4,2	3,8	
Importations	-5,4	1,2	2,7	-1,8	0,2	1,9	1,2	0,5	1,0	0,5	-0,6	2,7	2,9	
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	-1,3	0,2	0,5	-0,1	1,1	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,7	1,2	0,7	
Variations de stocks	1,4	-0,1	-1,2	0,8	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	0,0	0,6	-0,5	-0,3	
Commerce extérieur	-0,3	-0,2	1,1	-0,7	-0,4	0,5	1,0	-0,3	-0,1	0,0	-0,9	0,4	0,3	
ESPAGNE (10,2%) ⁽¹⁾														
PIB	0,9	0,6	0,6	0,7	0,8	0,5	0,6	0,8	0,6	0,6	2,5	2,7	2,1	
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,5	1,0	1,0	0,9	0,5	1,0	1,0	1,0	2,9	3,5	3,0	
FBCF totale	0,0	-0,4	1,1	1,9	0,1	0,9	2,9	2,0	1,0	1,0	3,9	4,9	5,0	
Consommation publique	1,1	0,7	1,0	1,4	1,5	0,8	1,1	2,0	0,8	0,8	3,9	4,9	3,7	
Exportations	-4,5	5,4	2,8	-1,9	-0,9	3,2	3,6	-0,8	1,0	1,0	2,6	4,5	3,7	
Importations	-2,7	2,3	3,8	0,4	1,2	2,5	5,1	1,0	1,9	1,9	4,8	9,0	7,4	
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	0,8	1,3	0,9	0,9	1,2	1,5	1,0	1,0	3,2	4,1	3,7	
Variations de stocks	0,8	-0,8	0,3	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	
Commerce extérieur	-0,5	0,8	-0,4	-0,7	-0,7	0,1	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,7	-1,5	
ZONE EURO (27,8%) ⁽²⁾														
PIB	0,0	-0,2	0,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	0,4	0,3	0,5	1,8	1,1	
Consommation des ménages	0,2	0,1	0,4	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5	0,5	0,3	1,0	1,1	1,1	
FBCF totale	-1,0	-0,3	0,4	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6	0,9	0,6	-0,6	1,7	2,2	
Consommation publique	-0,3	0,5	0,7	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	1,6	1,6	0,8	
Exportations	-1,9	-0,7	2,7	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5	1,2	1,0	0,2	5,6	3,7	
Importations	-0,4	-0,6	1,3	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0	1,3	1,1	2,0	5,9	5,1	
Contributions :														
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,8	1,3	1,3	
Variations de stocks	0,8	-0,2	-0,4	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,5	0,2	
Commerce extérieur	-0,6	-0,1	0,6	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,4	

Prévision

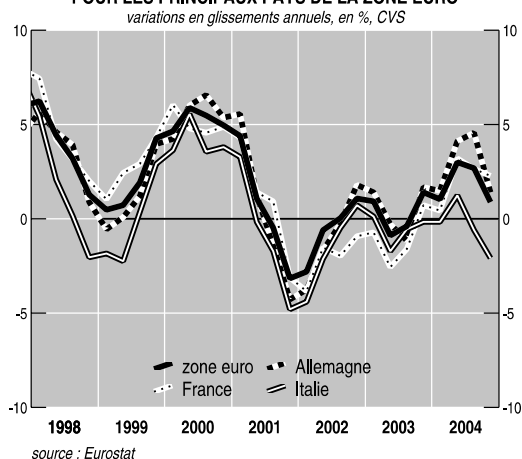
(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

Sources : Statistisches Bundesamt, Insee, Istat, Ine, Eurostat

3

INDICE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE HORS CONSTRUCTION POUR LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO



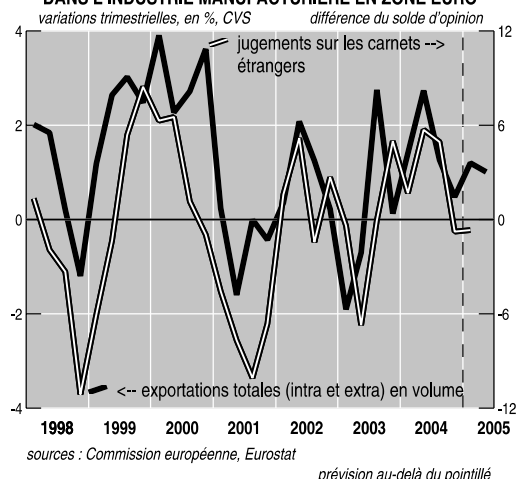
même attendu de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (États-Unis et Royaume-Uni notamment).

Ainsi, après avoir fortement ralenti à 0,5% au dernier trimestre de 2004, les exportations progresseraient en 2005 d'environ 1,0% par trimestre et les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance.

L'Allemagne continuerait de se distinguer par la vigueur de ses exportations. En effet, une meilleure spécialisation industrielle, notamment en biens d'équipement dont les économies émergentes à forte croissance (Chine, PECO) ont fortement besoin, lui permettrait de toujours profiter de la vitalité du commerce mondial. L'Italie resterait à la traîne, pénalisée par une spécialisation sectorielle défavorable qui la place en concurrence avec les pays émergents.

4

EXPORTATIONS ET JUGEMENTS SUR LES CARNETS ÉTRANGERS DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE EN ZONE EURO

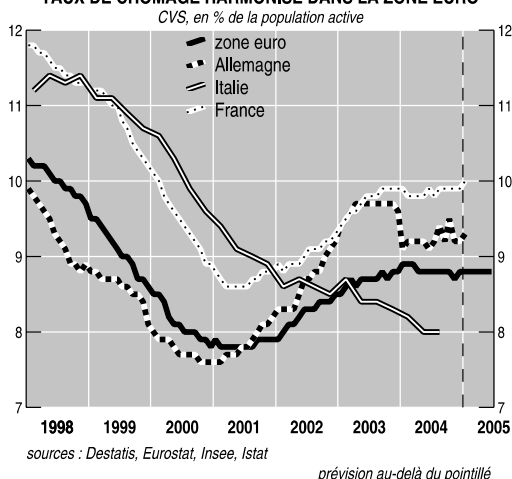


Au tournant de l'hiver 2004 - 2005, les dépenses des ménages seraient temporairement soutenues grâce à des mesures fiscales et malgré la faiblesse de l'emploi

En zone euro, les fondamentaux sont restés peu favorables à un redémarrage de la consommation privée en 2004. Ils ne s'amélioreraient que modestement début 2005. Le revenu des ménages resterait pénalisé par la faible dynamique passée de l'emploi et par les pertes de pouvoir d'achat des salaires (respectivement +0,5% et -0,1 % en 2004), les entreprises donnant la priorité à la consolidation des profits et de la compétitivité. Le taux de chômage s'est d'ailleurs maintenu à 8,8% en janvier (cf. graphique 5). Au total, la masse salariale réelle a peu augmenté en 2004 (+0,4%), ce qui s'est traduit par une très faible progression du revenu disponible brut (RDB) réel des ménages. Au cours des prochains trimestres, le marché du travail ne repartirait pas significativement à la hausse. L'emploi total progresserait peu, d'environ 0,2% par trimestre (cf. graphique 6 et ta-

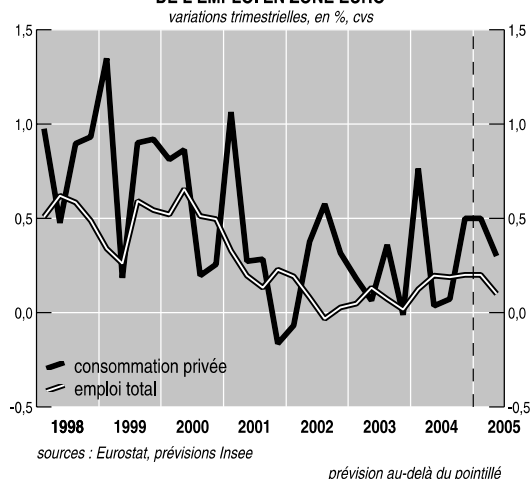
5

TAUX DE CHOMAGE HARMONISÉ DANS LA ZONE EURO



6

CROISSANCE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DE L'EMPLOI EN ZONE EURO



PRÉVISIONS DÉTAILLÉES POUR LA ZONE EURO

(en %)

	Variations trimestrielles						Moyennes annuelles	
	2004				2005		2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.		
Volumes								
PIB	0,7	0,5	0,2	0,2	0,4	0,3	1,8	1,1
Demande intérieure	0,3	0,3	0,9	0,3	0,5	0,4	1,8	1,5
Consommation des ménages	0,8	0,0	0,1	0,5	0,5	0,3	1,1	1,1
Consommation des APU	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	1,6	0,8
Investissement	-0,1	0,5	0,6	0,6	0,9	0,6	1,7	2,2
Solde extérieur en B&S (contribution)	0,4	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4
Exportations de biens	3,6	2,4	-0,4	1,4	2,1	1,3	8,0	4,5
Importations de biens	0,5	2,0	2,0	0,7	0,6	0,7	5,8	3,1
Prix								
Prix de la valeur ajoutée	0,5	0,5	0,2	0,7	0,6	0,6	1,9	1,8
Prix de la consommation	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	1,8	1,6
Prix de l'investissement	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	2,5	1,6
Prix des exportations en biens	-0,4	1,5	0,7	-0,6	0,1	0,3	0,1	0,5
Prix des importations en biens	-0,7	3,5	2,8	-1,9	-2,3	-1,8	1,9	-2,8
Salaires bruts	0,8	0,4	-0,1	0,8	0,7	0,7	1,8	1,9
Emploi et chômage								
Taux de chômage (points)	9,0	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,9	8,8
Emploi	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5
Coûts unitaires salariaux	0,2	-0,1	0,0	0,8	0,4	0,5	0,4	1,4
Productivité du travail	0,6	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,2	1,3	0,5
Divers								
Demande mondiale	2,5	2,7	1,5	2,0	1,7	1,1	9,3	5,4
Balance commerciale (points de PIB)	2,7	2,6	2,0	2,3	2,9	3,3	2,4	3,1
Taux d'intérêt à 3 mois (points)	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2
Taux d'intérêt à 10 ans (points)	4,2	4,4	4,2	3,8	3,7	3,9	4,1	3,8
Taux d'utilisation des capacités (%)	80,6	80,8	81,6	82,0	81,7	81,4	81,3	81,6
RDB valeur	1,2	1,0	0,4	0,9	1,2	0,9	3,0	3,3
Contribution des salaires	0,7	0,5	0,1	0,7	0,7	0,6	1,8	1,8
Autres contributions	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,3	1,2	1,4

Prévisions obtenues à l'aide du modèle MZE (cf. note de conjoncture de mars 2003)

bleau « prévisions détaillées pour la zone euro ») et la modération salariale observée en 2004 resterait d'actualité.

Afin de rendre plus vigoureuse la consommation privée, les gouvernements des trois grands pays de la zone ont mis en place des mesures fiscales de soutien au revenu des ménages. Ainsi, au quatrième trimestre de 2004, les dépenses des ménages européens ont affiché une bonne performance grâce aux ménages français qui ont profité des mesures de

relance « Sarkozy » (cf. fiche « consommation et investissement des ménages »). En Allemagne et en Italie, les mesures fiscales prennent la forme de baisses d'impôts sur le revenu et s'élèvent à 13 milliards d'euros en 2005, soit 7 milliards en Allemagne et 6 milliards en Italie. Ceci représenterait un gain global de 0,3 point du revenu des ménages de la zone. Début 2005, la consommation privée resterait donc soutenue (+0,5%), ponctuellement dynamisée par ces baisses d'impôts.

ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles, en %)

	2001	2002	2003	2004
Emploi total	1,4	0,5	0,2	0,5
Emploi salarié	1,6	0,6	0,2	0,2*
Salairé moyen par tête	2,8	2,5	2,3	1,8
Revenu disponible brut nominal	4,8	3,4	2,9	3,0
Déflateur de la consommation privée	2,3	2,2	2,0	1,8*
Taux d'épargne	13,5	13,9	13,9	14,0

Prévision MZE

(*) acquis à la fin du troisième trimestre

Sources : Eurostat, calculs Insee (modèle MZE, cf. Note de conjoncture de mars 2003)

Au deuxième trimestre, après l'impact du stimulus fiscal, les dépenses privées ralentiraient (+0,3%), malgré le reflux de l'inflation qui apporterait un soutien supplémentaire au pouvoir d'achat des ménages. En effet, une reprise durable des dépenses des ménages resterait conditionnée à une plus forte croissance des salaires et à un redémarrage plus marqué de l'emploi. Par ailleurs, la confiance des ménages peine à se redresser dans un contexte de réformes structurelles et de contraintes budgétaires. Ainsi, leur taux d'épargne continuerait à se maintenir à un niveau élevé pour des motifs de précaution, compte tenu de la situation de l'emploi et des perspectives de finances publiques.

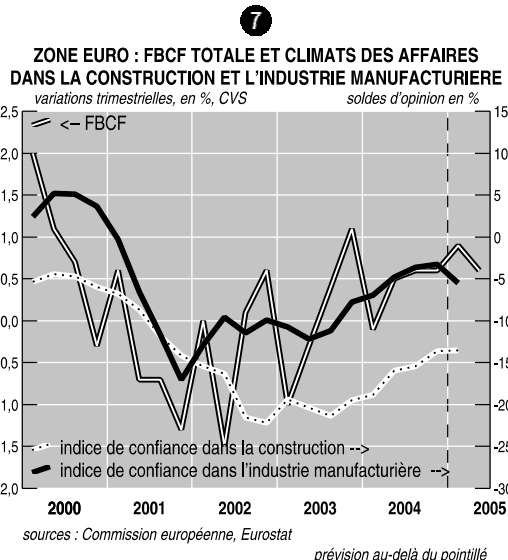
En Allemagne, le niveau élevé du chômage et le durcissement de son indemnisation suite à la mise en place de la réforme Hartz IV, inciteraient les syndicats à favoriser le maintien de l'emploi aux détriment des augmentations de salaires (cf. encadré 1). Ainsi, la modération salariale se poursuivrait en 2005 et la progression du revenu des ménages résulterait pour l'essentiel des baisses d'impôts. En moyenne la consommation privée n'augmenterait que modérément (+0,7 % en glissement annuel au deuxième trimestre).

L'investissement augmenterait au cours des prochains trimestres

Au cours de l'année 2004, l'investissement a accéléré pour atteindre 0,6% de croissance trimestrielle en fin d'année. Après deux années de contraction, c'est avant tout l'investissement en équipement qui a bénéficié de ce rebond (+2,4% en acquis de croissance pour 2004 au troisième trimestre). L'investissement en construction a été moins dynamique (+0,4% en acquis de croissance pour 2004 au troisième trimestre), soutenu notamment par les ménages français et espagnols.

Au premier trimestre de 2005, la demande serait favorable à une poursuite de la hausse de l'investissement productif : dans l'industrie, le solde d'opinion relatif aux commandes globales était de 18 en février 2005 alors que sa moyenne depuis janvier 2003 est de -10.

De manière plus générale, au premier semestre de 2005, les conditions financières accommodantes et la nécessité de renouveler le capital déprécié seraient bénéfiques aux projets d'investissement des entreprises (cf. encadré 2). Les taux d'intérêt longs sont à un niveau historiquement bas. De plus, l'accélération passée de l'activité et la progression continue des taux de marge ont permis aux entreprises d'améliorer leurs profits. Une partie de ceux-ci devrait être consacrée aux projets d'investissement.



En revanche, au deuxième trimestre de 2005, la croissance de l'investissement productif serait limitée par la fragilité de la demande des ménages et le ralentissement attendu de la demande externe. En février, les entrepreneurs signalent déjà la fragilité de la reprise (cf. graphique 7). Elle induirait un comportement d'investissement plus frileux au deuxième trimestre.

En Allemagne, après trois années de repli de l'investissement pendant lesquelles les entreprises ont rétabli leur situation financière, la progression des commandes adressées à l'industrie (+2,0 % en janvier en moyenne trimestrielle) pourrait traduire un retour sur un rythme d'investissement productif positif.

L'investissement en construction, positif depuis la mi-2004, continuerait à augmenter en lien avec le niveau toujours bas des taux d'intérêt et la forte demande en logements en France, en Italie et en Espagne. En janvier, l'indice de confiance dans la construction continue de se maintenir à un niveau élevé (cf. graphique 7). Au total, l'investissement progresserait de 0,9% au premier trimestre puis ralentirait légèrement pour atteindre 0,6% au deuxième trimestre.

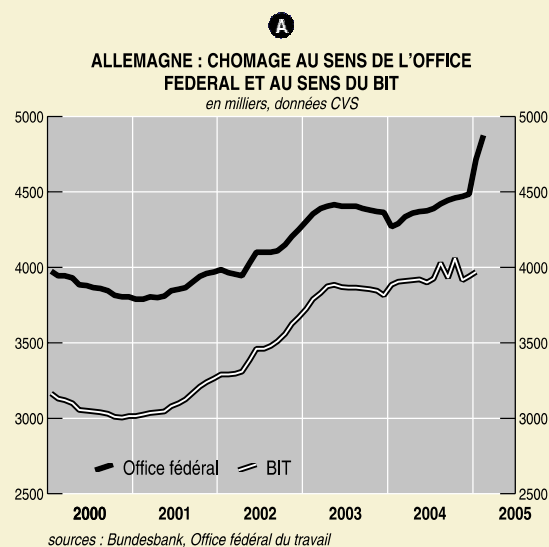
Le mouvement de stockage massif observé au troisième trimestre de 2004 a conduit les entrepreneurs à puiser dans leurs stocks en fin d'année pour répondre à la demande, pénalisant ainsi la production industrielle (l'indice de la production industrielle a reculé de 0,4% au quatrième trimestre). En 2005, le comportement de stockage deviendrait neutre et ne pèserait plus sur la croissance. ■

ENCADRÉ 1 : LA RÉFORME HARTZ IV ACCROÎT ARTIFICIELLEMENT LE NOMBRE DE CHÔMEURS EN ALLEMAGNE

Début 2005, l'application de la réforme de l'indemnisation du chômage en Allemagne (loi Hartz IV) a gonflé spectaculairement le nombre de chômeurs inscrits (+388 000 en janvier et février en données corrigées de variations saisonnières (cf. graphique A)). Le taux de chômage national est ainsi passé de 10,8% à 11,7% en deux mois. Ce rebond ne correspond pas à une dégradation brutale de la situation du marché du travail.

En effet, la réforme, dont l'objectif final est la diminution du nombre de chômeurs, consiste notamment à fusionner les allocations aux chômeurs de longue durée et l'aide sociale en une seule allocation. Les personnes bénéficiant de l'aide sociale sont désormais contraintes de s'inscrire au chômage pour recevoir une allocation. Ce faisant, elles accroissent artificiellement les statistiques du chômage.

Dans ce contexte, le nombre de chômeurs au sens du BIT, qui a progressé de « seulement » 31 000 en janvier (soit 9,3% de la population active), constitue une mesure plus réaliste de la situation du marché du travail. ■



ENCADRÉ 2 : L'INVESTISSEMENT EN ÉQUIPEMENT VA-T-IL ACCÉLÉRER EN ZONE EURO ?

Depuis le début des années 1990, l'écart de Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) en équipement entre la zone euro et les États-Unis n'a cessé de se creuser (cf. graphique A). Les entreprises américaines, qui ont en effet massivement investi dans les nouvelles technologies de l'information et de la communication, ont plus que doublé leur niveau d'investissement en dix ans. Après avoir légèrement diminué en 2001 et 2002, le décalage s'amplifie de nouveau depuis 2003.

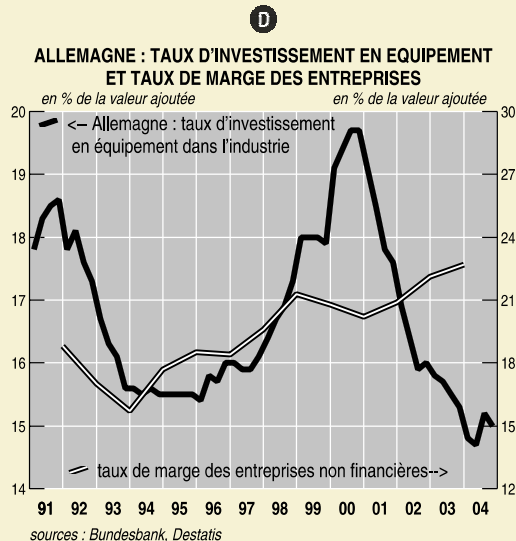
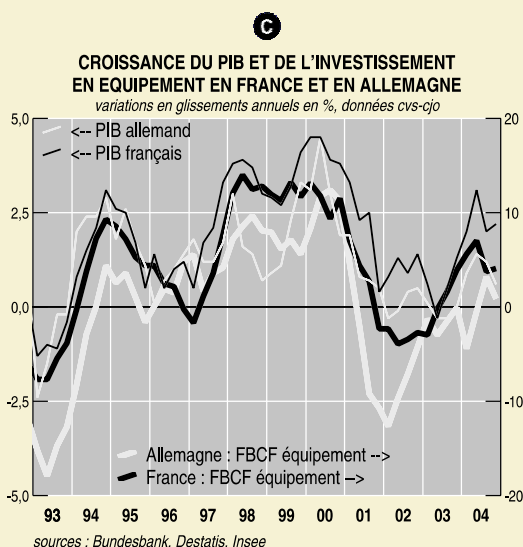
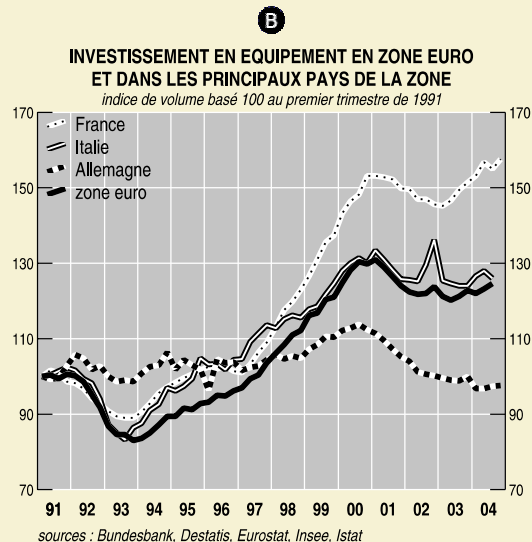
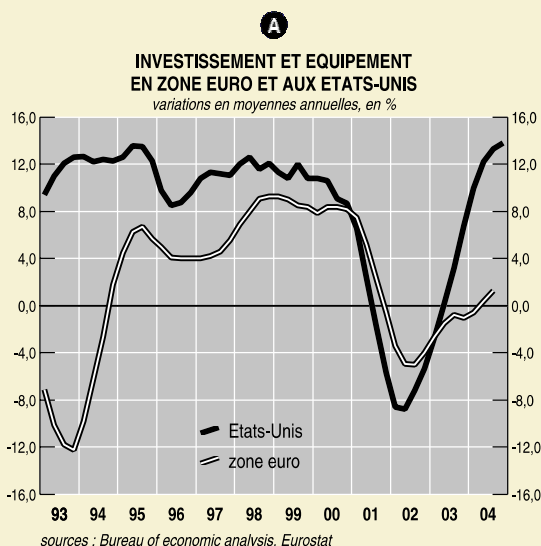
Au sein de la zone euro, la faiblesse globale de l'investissement masque des disparités nationales (cf. graphique B). En France, plus encore que dans le reste de la zone, les entreprises ont su tirer profit des périodes de reprise de l'activité en 1997 et en 2003 pour accroître leurs investissements. En Italie, le comportement d'investissement se situe dans la moyenne de la zone, sauf à la fin 2002, où l'investissement a rebondi spectaculairement en raison de l'arrivée à échéance de mesures d'incitation fiscales (Tremonti).

À l'opposé, en Allemagne, l'investissement ne progresse pas : il se contracte même continuellement depuis la fin de l'année 2000 (-17 % entre fin 2000 et fin 2003). Cette baisse

ne peut être entièrement imputée au moindre dynamisme de l'activité allemande, comme le montre le décrochage de l'investissement en 2001 par rapport à la croissance du PIB (cf. graphique C). En 1990, le choc de la réunification sur le coût du travail a pénalisé durablement les profits des entreprises. En outre, le net repli de l'investissement en 2001 traduirait un souci des entreprises de restaurer leur situation financière au détriment de l'investissement.

Toutefois, la modération salariale a permis aux entreprises allemandes de reconstituer et d'accroître leurs taux de marge qui progressent depuis 1994 (cf. graphique D). Bien plus, les entreprises allemandes auraient désormais besoin de renouveler le capital déprécié afin de rattraper le retard d'investissement vis-à-vis de leurs concurrentes européennes et américaines. Ainsi la stabilisation à un niveau élevé des anticipations de demande et des commandes étrangères toujours bien orientées permettraient le prolongement des rythmes d'investissement positifs entamés depuis mi-2004.

Le retour de l'investissement allemand en équipement cesserait de pénaliser la croissance de la FBCF de l'ensemble de la zone euro. ■



Prix à la consommation au sein de la zone euro

Après s'être maintenue à plus de 2,0% sur les trois derniers trimestres de 2004, soutenue par la flambée du pétrole, l'inflation dans la zone euro s'est nettement repliée en janvier 2005, avec notamment la sortie du glissement des effets de la réforme du système de santé allemand. Au sein de la zone euro, les écarts d'inflation se creusent en janvier 2005 alors qu'ils étaient revenus fin 2004 à leur configuration de début d'année. Cela résulte notamment du rebond d'inflation observé en Grèce.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent se repliant progressivement à 40 dollars le baril à la mi-2005 et d'un taux de change stabilisé à 1,30 dollar pour 1 euro, l'inflation refluerait progressivement à 1,6% à horizon de la mi-2005. L'inflation sous-jacente⁽¹⁾ serait stable tandis que le glissement annuel des prix de l'énergie refluerait avec le prix du pétrole après un léger rebond.

L'inflation s'est nettement repliée début 2005 en zone euro. Cette baisse devrait se poursuivre mais de façon plus graduelle d'ici à la mi-2005 dans le sillage des prix de l'énergie

Après s'être stabilisée autour de 2,3% sur la fin de l'année 2004, l'inflation dans la zone euro s'est nettement repliée en janvier 2005 pour s'établir à 1,9%. Cette baisse tient notamment à un effet de base : début 2004, la réforme du système de santé allemand, incluant des baisses de taux de remboursement, avait poussé à la hausse les prix mesurés par l'IPCH. L'effet sur l'inflation de la zone euro avait été d'en-

viron 0,2 point. L'évolution à la baisse de janvier 2005 a été renforcée par une orientation favorable des prix de l'alimentation et par un léger reflux des prix de l'énergie, ceci en dépit de prix du pétrole toujours élevés. En février, l'inflation n'a rebondi que modestement pour s'établir à 2,1%.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent se repliant progressivement jusqu'à 40 dollars le baril au deuxième trimestre de 2005 et d'un taux de change de 1,30 dollar pour 1 euro sur l'horizon de prévision, l'inflation reviendrait graduellement vers un rythme de 1,6% en juin 2005 (cf. tableau 1).

L'inflation dans le secteur de l'énergie a amorcé sa décline dès la fin de l'année 2004, dans le sillage du prix du baril de pétrole, qui est passé de 49,7\$ en octobre à 39,8\$ en décembre. Elle s'est établie à 6,2% en janvier 2005 contre 9,8% en octobre. En prévision, les prix de l'énergie connaîtraient un léger rebond au premier trimestre, en ligne avec le sursaut des prix du pétrole observé en ce début d'année. Ils ralentiraient ensuite avec le reflux du prix du baril (cf. graphique 1). Le glissement annuel des prix de l'énergie atteindrait 2,9% en juin 2005.

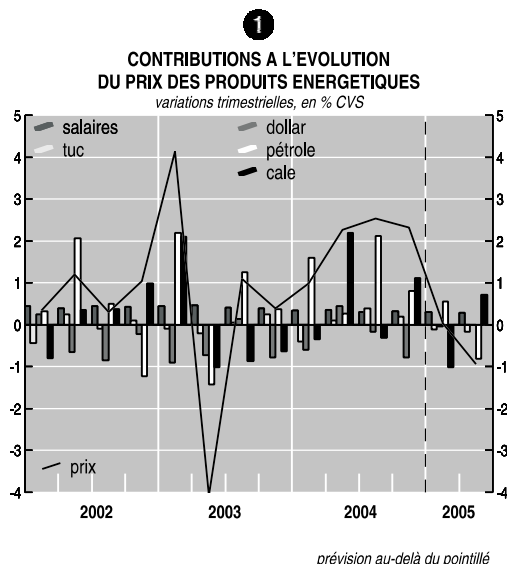
Les prix de l'alimentation ont nettement ralenti depuis l'été. Les conditions climatiques ont en effet été plus favorables que l'an dernier. En outre, contrairement à 2003, aucune hausse du prix du tabac n'est intervenue en France en 2004. L'inflation dans

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

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (poids dans l'indice)	(glissement annuel de l'IPCH, en %)				
	janvier 2004	juin 2004	décembre 2004	janvier 2005	juin 2005
Ensemble (100,0%)	1,9	2,4	2,4	1,9	1,6
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,5%)	3,1	2,7	2,0	1,4	0,9
dont Produits Alimentaires (15,6%)	2,5	1,4	0,3	-0,1	-0,2
Boissons alcoolisées et tabac (3,9%)	6,0	8,4	8,4	7,5	4,7
Énergie (8,1%)	-0,3	5,9	7,0	6,2	2,9
Inflation sous-jacente (72,3%)	1,7	1,9	1,9	1,6	1,6
dont Produits manufacturés (31,0%)	0,6	0,8	0,7	0,5	0,5
Services (41,3%)	2,5	2,6	2,7	2,4	2,5

■ Prévision
Source : Eurostat



l'alimentation s'établit donc à 1,4% en janvier 2005, après 2,7% en juin 2004. Ensuite, la croissance des prix des produits alimentaires se redresserait progressivement pour revenir à des niveaux d'inflation plus traditionnels pour ce type de biens. En effet, les prix avaient fortement accéléré en 2003 du fait de gelées tardives et d'un été particulièrement sec. Ces phénomènes exceptionnels ne s'étant pas reproduits en 2004, la hausse des prix pour ces produits s'est établie en dessous de sa moyenne de longue période sur l'année 2004.

L'inflation sous-jacente resterait bien installée sous les 2%

L'inflation sous-jacente est demeurée assez stable, oscillant entre 1,7% et 1,9% tout au long de l'année 2004. Elle s'est ensuite nettement repliée en janvier 2005, atteignant 1,6%. Cette évolution s'explique essentiellement par la sortie du glissement des effets de la réforme du système allemand en janvier 2004 : il en avait résulté une hausse de 0,9 point de l'inflation sous-jacente allemande, soit 0,3 point pour la zone euro prise dans son ensemble. Hormis ce phénomène exceptionnel, l'inflation sous-jacente resterait sur sa tendance stable jusqu'à la mi-2005. Elle s'établirait ainsi à 1,6% en juin 2005.

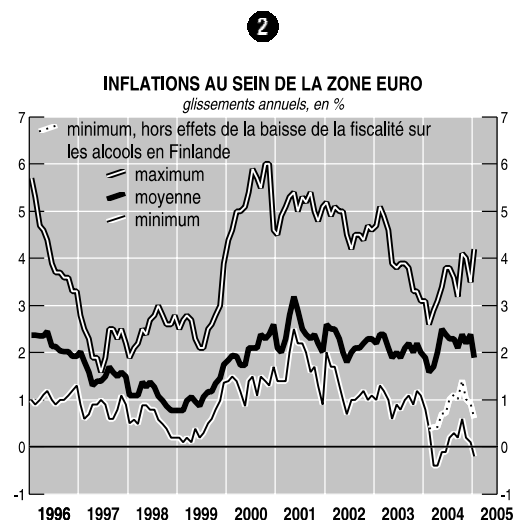
La hausse des prix des services, première composante de cet indicateur, était stable sur la fin de l'année 2004, jusqu'à la sortie de glissement enregistré en janvier 2005. Cette stabilité se maintiendrait à l'horizon de la prévision. Leur glissement annuel s'établirait à 2,5% juin 2005.

L'inflation dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, demeurerait également sur une tendance stable de l'ordre de 0,8% en glissement annuel avant de se replier à 0,5% en janvier 2005. Sur le premier semestre de 2005, les effets du mouvement passé d'appréciation de l'euro s'épuisant et les prix des matières premières revenant à des évolutions plus

mesurées, l'évolution des prix dans ce secteur connaîtrait une certaine stabilité. Le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'établirait à 0,5% en juin 2005.

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2000, avec notamment une modification de la fiscalité sur les alcools en Finlande et la flambée de l'inflation en Grèce

Après s'être creusés sur la fin de 2004, les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont réduits en décembre, revenant ainsi à leur niveau d'avril. Toutefois, cette tendance a été contrariée en janvier par la flambée des prix en Grèce, où l'inflation s'est établie à 4,2%. Il en résulte un écart maximal d'inflation de 4,4%, soit le niveau le plus important depuis 2000. Cet écart est toutefois ramené à 3,6% si on le corrige de la modification de la fiscalité sur les alcools survenue en Finlande (cf. graphique 2).

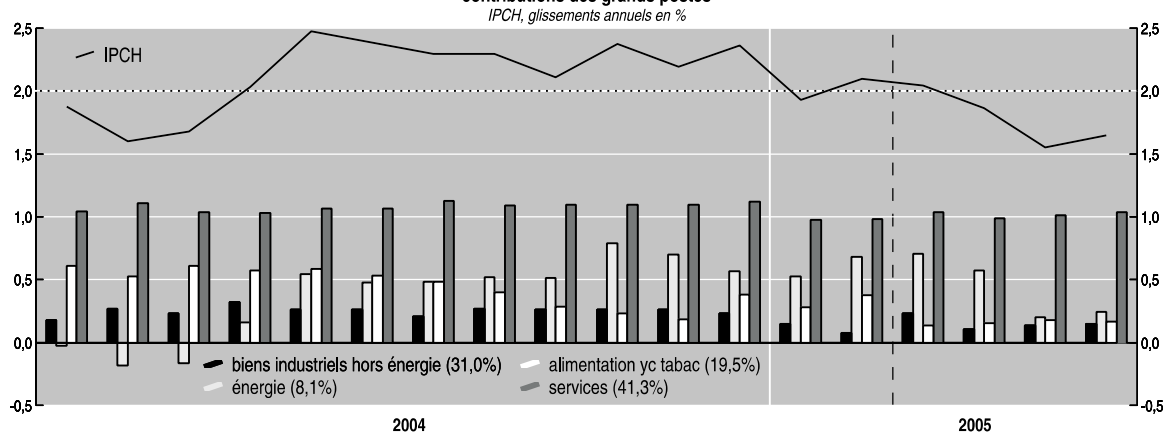


À l'œuvre depuis début 2003, la tendance à la réduction des écarts d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'était interrompue au printemps 2004. L'écart était ensuite reparti à la baisse pour revenir en décembre 2004 à 2,3%, son niveau du début d'année. Il a toutefois brutalement bondi à 4,3% en janvier 2005 avec la flambée de l'inflation sous-jacente en Grèce (cf. tableau 2). Cette dernière tient au fait que les prix de l'habillement, et dans une moindre mesure ceux de l'ameublement, ont été stables en Grèce en janvier 2005 alors qu'ils avaient fortement baissé un an auparavant.

Les différences de conjoncture entre les pays de la zone ne semblent pas pouvoir expliquer les écarts d'inflation sous-jacente : on observe bien que la hausse des prix est plus rapide en Espagne et en

3

DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO contributions des grands postes



sources : Eurostat, prévision Insee

prévision au-delà du pointillé

TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	janvier 2004	janvier 2005	janvier 2004	janvier 2005	janvier 2004	janvier 2005
Belgique	1,4	2,0	1,5	1,2	-1,5	8,9
Allemagne	1,2	1,6	1,4	0,8	-0,1	5,3
Grèce	3,1	4,2	3,0	5,0	-1,4	7,9
Espagne	2,3	3,1	2,3	2,4	-1,6	5,7
France	2,2	1,6	1,8	1,7	-1,1	6,7
Irlande	2,3	2,1	2,2	1,9	3,9	9,8
Italie	2,2	2,0	1,8	2,0	-0,1	5,0
Luxembourg	2,3	2,8	2,0	1,5	1,5	9,0
Pays-Bas	1,5	1,3	1,7	0,7	2,7	9,6
Autriche	1,2	2,4	1,2	1,9	0,0	8,4
Portugal	2,2	2,0	2,4	2,1	1,5	7,6
Finlande	0,8	-0,2	0,6	0,7	-1,1	3,0
Zone euro	1,9	1,9	1,7	1,6	-0,4	6,2

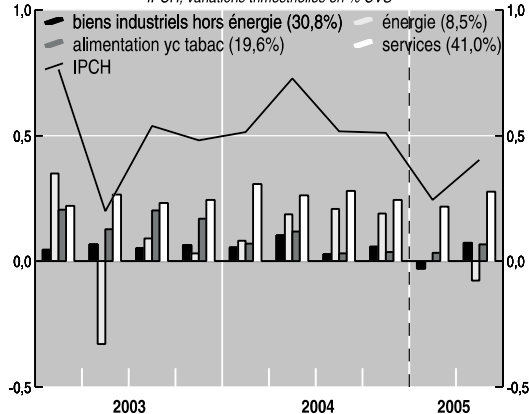
Source : Eurostat

4

DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO

contributions des grands postes

IPCH, variations trimestrielles en % CVS



sources : Eurostat, CVS Insee

prévision au-delà du pointillé

Grèce, pays où la croissance est robuste, et plus faible en Allemagne où la conjoncture est morose. En revanche, elle est très faible en Finlande, pays qui enregistre des rythmes élevés de croissance ; et elle est plus réduite en Italie qu'en France alors que la conjoncture française est mieux orientée.

Parallèlement, une source du creusement des écarts d'inflation au sein de la zone euro est la diversité selon les pays des réactions des prix de l'énergie à la flambée récente du prix du pétrole (cf. tableau 2). Cela tient notamment à d'importantes différences de fiscalité sur les produits pétroliers entre les différents pays de la zone euro : une taxe proportionnelle à la quantité dilue mécaniquement l'évolution du prix hors taxes. Ainsi, par exemple, les taxes sur le fioul domestique allaient, en 2002, de 5,21 € par 1000 litres au Luxembourg à 403,21€ par 1000 litres en Italie. ■

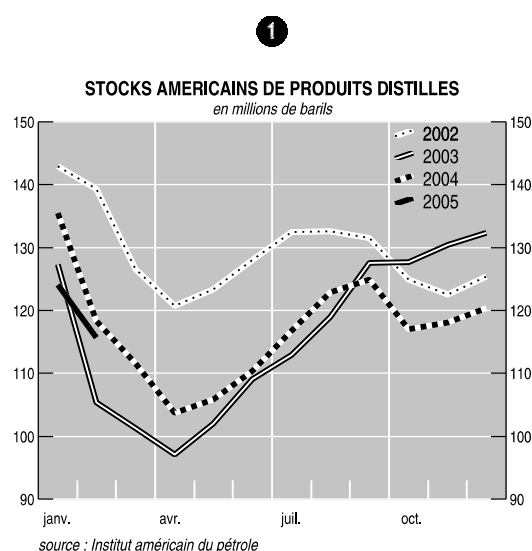
Pétrole et matières premières

Le cours du Brent, pétrole de la Mer du Nord, a fortement progressé tout au long de l'année 2004. La vigueur de la demande et les perturbations de la production cet hiver ont contribué à doper les prix, d'autant que les stocks dans les pays importateurs ont baissé. Ce mouvement haussier se poursuivrait début 2005, puis s'estomperait à partir du deuxième trimestre avec le ralentissement de la demande de pétrole. Le cours resterait toutefois élevé car l'Opep se dit prête à oeuvrer pour éviter une chute du prix du baril. Celui-ci se situerait ainsi en moyenne à 45\$ au premier trimestre de 2005, puis refluerait autour de 40\$ au deuxième trimestre (cf. tableau 1).

Principalement soutenus par une croissance chinoise robuste, les cours des matières premières hors énergie, surtout industrielles, ont connu une forte ascension en début d'année passée. Depuis le deuxième trimestre de 2004, ils se sont globalement stabilisés à des niveaux très élevés.

Au premier trimestre de 2005, le prix du Brent devrait se maintenir à un niveau élevé, autour de 45\$ le baril, car la demande reste ferme et les stocks assez bas, dans un contexte d'incertitudes géopolitiques importantes

Après avoir amorcé, au cours du dernier trimestre de 2004, un mouvement de repli depuis le pic observé en octobre à 50\$ le baril, le cours du Brent est de nouveau reparti à la hausse à partir de janvier 2005, atteignant en moyenne 45,4\$ le baril en février. Depuis le début de l'année, il n'est pas repassé sous la barre des 40\$. La demande étant forte et l'offre tendue, le prix du baril de Brent avoisinerait les 45\$ au premier trimestre de 2005.



Côté offre, l'Opep a mis en application sa décision du 10 décembre dernier de réduire sa production à compter du premier janvier 2005, afin d'éviter une baisse des prix trop brutale (cf. tableau 2). Parallèlement, de nombreux problèmes de production sont survenus : en Norvège, après la tempête qui a traversé le Nord de l'Europe ; en Irak, avec la multiplication des attaques contre les infrastructures pétrolières à l'approche des élections du pays ; au Nigéria, avec l'arrêt de la production de Shell ; au Venezuela où circulaient des rumeurs de grève.

Côté demande, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) anticipe, dans son rapport de février, une demande mondiale de pétrole soutenue, de 82,5 mb/j en 2004 et 84 mb/j en 2005 (cf. tableau 3). De son côté, l'Opep a légèrement corrigé à la hausse sa prévision de demande pour 2005. De

TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels			
	2003		2004				2005		2002	2003	2004	2005 acquis
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
Baril de «brent daté» en dollars	28,4	29,3	31,8	35,4	41,6	44,1	45,0	40,0	24,9	28,8	38,2	41,3
Taux de change euro-dollar	1,12	1,19	1,25	1,20	1,22	1,30	1,30	1,30	0,95	1,19	1,24	1,30
Baril de «brent daté» en euros	25,4	24,6	25,4	29,5	34,1	34,0	34,6	30,8	26,2	23,3	30,8	31,8

■ Prévisions
Sources : Financial Times, Banque de France

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

	Données trimestrielles						Données mensuelles		
	2004				2005		novembre 2004	décembre 2004	janvier 2005
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Opep excluant l'Irak									
Quotas de production	24,5	23,5	25,8	26,7	-	-	27,0	27,0	27,0
Production totale	25,8	26,1	27,3	27,6	26,5 ⁽¹⁾	26,0 ⁽¹⁾	29,5	27,6	27,0
Irak	2,1	2,0	1,9	2,0	2,0 ⁽¹⁾	2,0 ⁽¹⁾	1,8	2,0	1,8
OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs⁽³⁾)	4,3	4,3	4,3	4,4	4,7 ⁽²⁾	4,7 ⁽²⁾	4,4	4,5	4,6
Total (y compris NGLs⁽³⁾) Non Opep	49,9	50,0	49,7	50,3	50,6 ⁽²⁾	50,6 ⁽²⁾	50,6	50,2	50,2
dont : Amérique du Nord	14,8	14,7	14,4	14,5	14,6	14,7	14,6	14,4	14,5
Russie	8,9	9,2	9,4	9,4	9,3	9,5	9,4	9,4	9,3
Europe	6,3	6,4	5,9	6,1	6,1	6,0	6,2	6,0	6,0
TOTAL	82,1	82,3	83,2	84,3	83,8	83,3	86,2	84,2	83,6

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIÉ

(3) NGLs : gaz naturel liquide

Source : Agence Internationale de l'Énergie

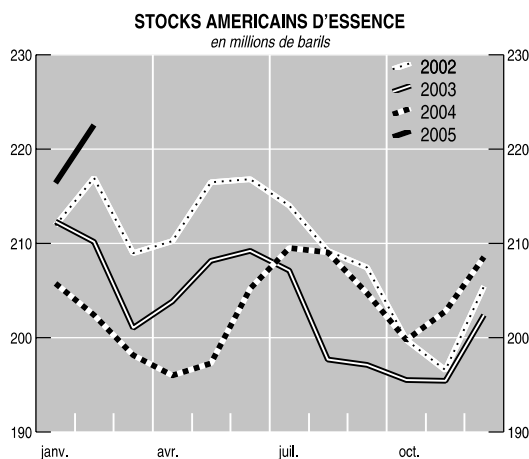
plus, les températures basses ont persisté dans le Nord-est des États-Unis, région la plus consommatrice au monde de fioul de chauffage, ce qui a contribué à soutenir les prix, dans la mesure où les stocks commerciaux de pétrole brut et de produits distillés américains sont faibles (*cf. graphique 1*).

Avec l'arrivée du printemps, la demande de pétrole devrait ralentir et le prix du baril baisser, à environ 40\$. Toutefois, l'Opep ferait en sorte que cette baisse ne soit ni trop rapide ni trop forte

Traditionnellement, la demande de pétrole recule au deuxième trimestre. Cependant, l'Opep a annoncé qu'elle n'avait pas l'intention de laisser les cours chuter en cas de gonflement important des stocks d'essence⁽¹⁾ à la suite d'une consommation plus mo-

dérée aux États-Unis ou d'une demande plus faible émanant de la Chine et de l'Inde. Or précisément, les stocks américains d'essence ont fortement augmenté depuis octobre 2004 (*cf. graphique 2*) et seraient susceptibles de grossir davantage au cours des prochains mois. Cela pourrait amener l'organisation à décider, en dépit de la vigueur de la demande, une réduction de sa production. Désormais, le cartel, disposé à soutenir les cours, n'envisage plus un prix du baril inférieur à 30\$: lors de sa réunion du 30 janvier, il a ainsi décidé de suspendre sa fourchette des prix qui était fixée depuis mars 2000 à 22-28\$ le baril, la jugeant « irréaliste ». Face à une demande soutenue et à une organisation des pays producteurs

2



(1) En effet, le marché, qui suit de près l'évolution des stocks de produits distillés pendant la saison froide, s'intéresse davantage aux stocks d'essence au deuxième trimestre, en prévision de la hausse de la demande de pétrole à la veille des grands départs en vacances et notamment de la « driving season » aux États-Unis.

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

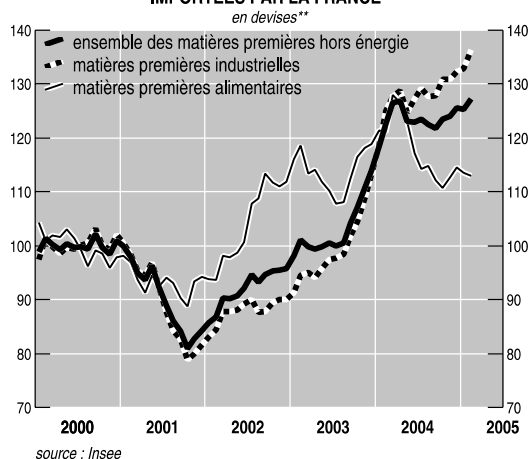
	(en millions de barils par jour)					
	Données annuelles			Variations annuelles (en %)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Amérique du Nord	24,6	25,3	25,4	1,9	2,9	0,4
Europe	16,2	16,6	16,6	1,2	2,7	-0,5
Chine	5,5	6,6	6,8	11,1	19,9	2,4
Monde	79,8	82,5	84,0	2,4	3,3	1,9

■ Prévisions

Source : Agence Internationale de l'Énergie

3

INDICES DES MATIÈRES PREMIÈRES IMPORTÉES PAR LA FRANCE*



* Chaque matière est cotée dans sa monnaie d'origine

** Indice calculé par l'Insee et publié dans l'Information Rapide sur « le prix du pétrole et des matières premières importées »

prête à réduire sa production au moindre signal de baisse des cours ou de recul de la demande, le prix du baril de Brent se maintiendrait autour de 40\$ jusqu'à la mi-2005.

Soutenus par le fort dynamisme de la demande chinoise, les cours des matières premières hors énergie se sont maintenus à des niveaux très élevés fin 2004 et début 2005

Sur l'ensemble de l'année 2004, l'indice des prix des matières premières importées par la France a augmenté de près de 20% par rapport à l'année 2003. L'indice des prix des matières premières industrielles a progressé de plus de 28% et a connu une ascension quasi continue tout au long de l'année, tandis que celui des matières alimentaires n'a augmenté que de 4% environ et connaît un mouvement baissier depuis mai 2004 (*cf. graphique 3*). Ce clivage entre prix des matières industrielles et prix des matières alimentaires demeurerait en 2005 : tandis que les cours des matières alimentaires poursuivraient leur repli au cours des prochains trimestres, ceux des matières industrielles continueraient de progresser début 2005, avant de se replier en raison du ralentissement de la demande mondiale.

La croissance mondiale, notamment la situation de l'économie chinoise, déterminerait l'évolution des prix des matières minérales au cours des prochains trimestres. S'agissant du minerai de fer, les négociations actuelles laissent présager une forte hausse du prix pour les contrats d'approvisionnement annuels. Concernant les métaux non ferreux (nickel, aluminium, cuivre), les prix se maintiendraient à des niveaux très élevés en début d'année, en raison du déficit de l'offre face au dynamisme persistant de la demande asiatique. Du fait d'un ralentissement modéré de l'économie mondiale et notamment de l'économie chinoise, les cours s'infléchiraient ensuite à la baisse.

Tirés par une demande soutenue, notamment chinoise, les prix de l'acier ont fortement augmenté au cours des dix-huit derniers mois. En 2005, suite à l'augmentation continue de la demande et à la hausse du cours des matières premières, principalement le minerai de fer et le coke, les prix de l'acier resteraient à des niveaux élevés. Ainsi, la société brésilienne CRVD, premier fournisseur mondial de fer, a annoncé début mars une augmentation de 71,5% du prix du minerai.

Les matières agro-industrielles poursuivraient leur mouvement baissier amorcé depuis la mi-2004. Ainsi, l'accroissement de la production dans les principaux pays producteurs de coton, très supérieure aux prévisions de demande, ainsi que les perspectives d'une récolte exceptionnelle en 2004-2005, seraient à l'origine d'une chute des prix de ce produit. Les cours du caoutchouc et de la pâte à papier, très élevés en 2004, devraient se détendre au cours des prochains mois, suite à la remontée des stocks et du fait du ralentissement de l'économie mondiale attendu en 2005.

Enfin, en raison d'une offre excédentaire par rapport à la demande, la tendance serait à la baisse sur les cours de la plupart des matières premières alimentaires cette année, après la forte hausse des prix observée de juillet 2003 à mai 2004. Le prix du cacao pourrait ainsi diminuer suite à une hausse de la production dans les principaux pays producteurs (Côte d'Ivoire, Ghana et Indonésie). De même, les prix des oléagineux continueraient de baisser grâce au retour à la normale de la production, après les mauvaises conditions climatiques qu'ont connues les pays producteurs. Seul le sucre verrait son prix augmenter, en liaison avec un recul de 50% de la production indienne et une consommation plus forte que prévue. ■

Échanges extérieurs

La croissance robuste des exportations de produits manufacturés au quatrième trimestre de 2004 a partiellement contrebalancé les résultats mitigés du reste de l'année. Au début de l'année 2005, les effets du ralentissement de la demande mondiale et ceux de la perte de compétitivité-prix résultant de l'appréciation de l'euro se conjugueraient pour limiter la croissance des ventes à l'étranger.

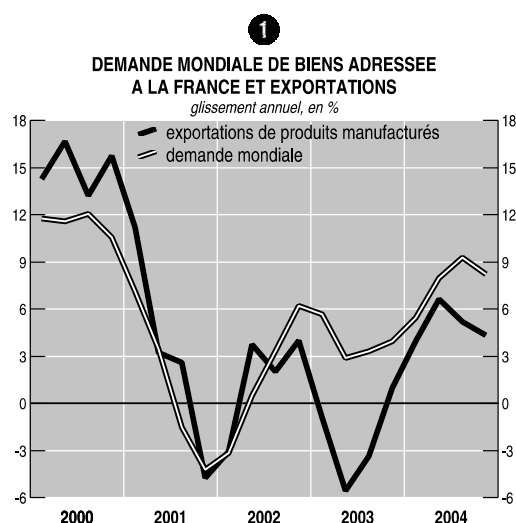
Les importations, qui ont ralenti pendant la seconde moitié de l'année, rebondiraient au premier trimestre en raison de la bonne tenue de la consommation des ménages fin 2004 et début 2005. Au deuxième trimestre, elles décéléreraient légèrement en liaison avec le ralentissement de l'investissement des entreprises.

L'environnement international, très dynamique au second semestre de 2004, serait moins porteur au début de l'année

Les importations des principaux pays partenaires de la France se sont sensiblement accrues en 2004. Ainsi, en moyenne annuelle, la hausse des importations atteignait 5,4% en Allemagne, 9,0% en Espagne et 9,9% aux États-Unis. Reflétant ce mouvement, la demande mondiale de biens adressée à la France a été très dynamique (cf. graphique 1). En glissement annuel, elle progressait de plus de 9,0% au troisième trimestre de 2004. Depuis lors, la demande en provenance des pays partenaires a ralenti (cf. graphique 2), notamment depuis l'Allemagne et l'Espagne. Au début de l'année 2005, elle se stabiliserait, en glissement annuel, avant de ralentir au deuxième trimestre de 2005.

Les exportations de produits manufacturés seraient pénalisées par une perte de compétitivité-prix en début d'année 2005

En 2004, les exportations françaises semblent ne pas avoir profité pleinement de cet environnement porteur. La croissance des exportations françaises en produits manufacturés a été de 5,0% en 2004 contre 8,5% en Allemagne et aux États-Unis. Les ventes à l'étranger de produits manufacturés ont crû moins rapidement que l'activité mondiale ne le laissait envisager. Les exportations de la France ont été pénalisées par une mauvaise segmentation de marché, tant au niveau sectoriel que géographique : exportant peu vers les pays à forte croissance et peu spécialisée en biens d'équipement, la France n'a vu la demande mondiale qui lui est adressée augmenter que de 8,2% en glissement annuel en 2004 (cf. graphique 1) alors que dans le même temps, le com-



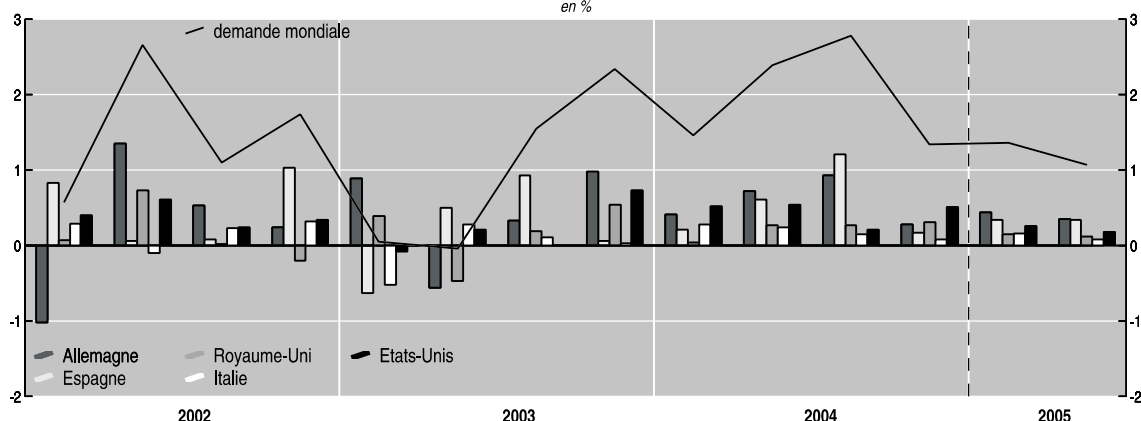
PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 1995

(en %)

	2003		2004				2005	
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Importations								
Ensemble des biens et services	-0,2	2,8	1,1	3,7	2,3	1,1	1,3	1,2
Produits manufacturés	-0,5	3,8	1,0	4,7	2,5	1,1	1,5	1,3
Exportations								
Ensemble des biens et services	0,9	1,4	0,6	1,0	0,5	1,3	1,0	1,0
Produits manufacturés	2,0	2,8	0,5	1,2	0,6	1,9	1,0	1,1

■ Prévision

CONTRIBUTION PAR PAYS A LA CROISSANCE DE LA DEMANDE MONDIALE ADRESSEE A LA FRANCE



prévision au-delà du pointillé

merce mondiale a cru d'environ 10%. De plus, les effets de change et le maintien des marges des exportateurs se sont ajoutés à ces facteurs défavorables : en prenant en compte à la fois la demande adressée à la France et la compétitivité-prix⁽¹⁾, les exportations françaises auraient du croître de 5,6% en glissement annuel. Au final, elles n'ont augmenté que de 4,3% : la France a donc connu en 2004 une perte de compétitivité hors-prix. Sur longue période, toujours en prenant en compte la demande mondiale adressée à la France et la compétitivité-prix, il apparaît que les exportations attendues sont supérieures à celles constatées depuis 2001 (cf. graphique 3). Les exportateurs français ont donc enregistré une perte de compétitivité hors-prix sur l'ensemble de cette période. Les performances des ventes à l'étranger à la fin de 2003 laissaient augurer

un retour aux fondamentaux des exportations mais, en 2004, les exportateurs ont de nouveau perdu des parts de marchés.

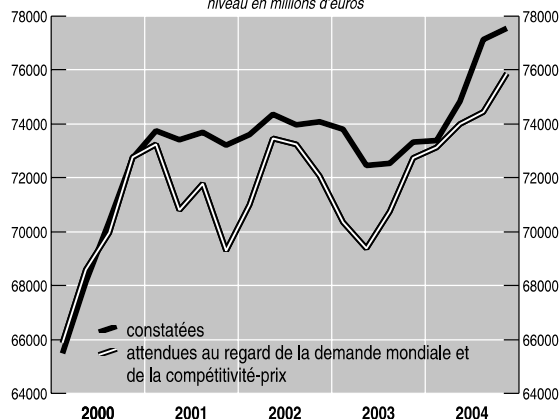
Les exportations de produits manufacturés ont accéléré au quatrième trimestre de 2004. Après le léger tassement survenu au troisième trimestre, le volume des ventes à l'étranger a progressé de 1,9% au quatrième trimestre. Ce léger rebond peut être interprété comme un phénomène de rattrapage, notamment dans la branche automobile. Par ailleurs, il a été soutenu par la très forte croissance des ventes à l'étranger de biens d'équipement (cf. graphique 4).

Le dynamisme de la production des constructeurs automobiles français au cours de l'année 2004 (+3,3% par rapport à 2003 d'après le Comité des Constructeurs Français d'Automobiles) ne s'était pas traduit par une croissance forte des exportations au cours des trois premiers trimestres de l'année, alors même que les immatriculations en France demeuraient atones sur la période. Ainsi, la forte croissance des exportations survenue au quatrième trimestre (+3,9%) peut en partie s'interpréter comme un rattrapage après le creux survenu en août (-5,8% en valeur d'après les Douanes). Sur l'ensemble de l'année, la hausse des exportations de produits automobiles a été forte, atteignant 3,8%. Cette croissance a été soutenue par le développement rapide des débouchés dans certains pays partenaires, notamment l'Iran et la Turquie.

De plus, les ventes à l'étranger de biens d'équipement ont fortement progressé au quatrième trimestre (+2,6%), contribuant à hauteur de +0,8 point à la croissance des exportations de produits manufacturés. Ce dynamisme est principalement imputable à la réalisation d'un grand contrat de matériel militaire en novembre mais les exportations de biens d'équipement mécaniques demeurent également bien orientées.

Au premier semestre de l'année 2005, les exportations de produits manufacturés ralentiraient sous l'effet de la décélération de la demande mondiale.

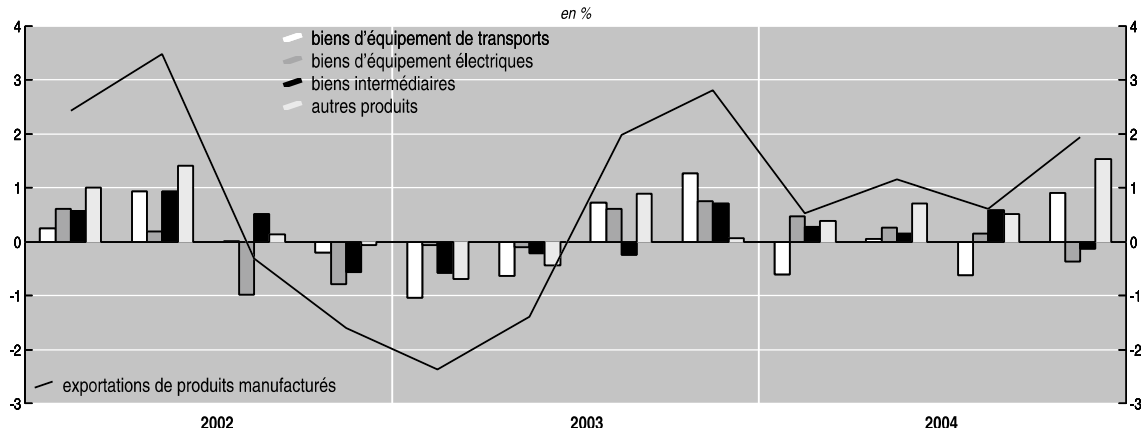
EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURES AUX PRIX DE L'ANNEE 1995



(1) La compétitivité prix est définie comme le ratio du prix des exportations d'un panier de concurrents par le prix des exportations françaises.

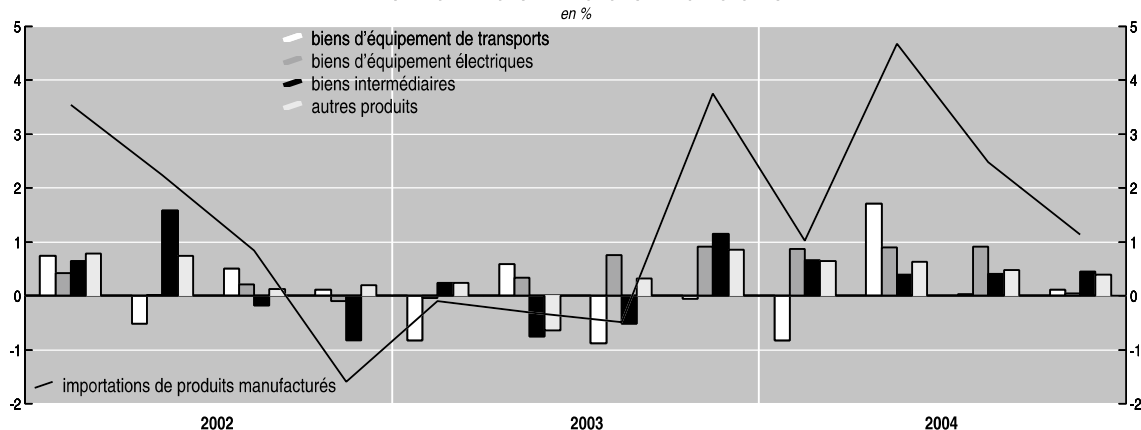
4

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



5

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



De plus, les effets conjugués de l'appréciation de l'euro et de la hausse des prix à l'exportation survenue en fin d'année réduiraient la compétitivité-prix des produits français, freinant les exportations de produits manufacturés. Néanmoins, les livraisons d'Airbus seraient fortes et soutiendraient la croissance des exportations : le constructeur européen a livré 24 appareils en janvier 2005 contre 18 en janvier 2004 et 16 en janvier 2003 (cf. encadré). En outre, les objectifs de livraisons sur l'année 2005 sont en hausse de 10% par rapport à 2004 : Airbus table sur des livraisons de l'ordre de 350 appareils cette année.

Au final, la croissance des exportations de produits manufacturés serait de 1,0% au premier trimestre de 2005. Par la suite, sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change euro/dollar, la compétitivité-prix pèserait moins sur les exportations qui s'inscriraient sur un rythme de croissance de 1,1% au deuxième trimestre.

La demande intérieure soutiendrait la croissance des importations de produits manufacturés au premier semestre de 2005

Les importations de produits manufacturés ont continuellement décéléré après le point haut du deuxième trimestre de 2004 : leur croissance a été de 4,7% au deuxième trimestre, 2,5% au troisième et 1,1% au quatrième trimestre. Ce reflux des importations est en premier lieu imputable au ralentissement des achats à l'étranger de biens d'équipement (cf. graphique 5) en liaison avec la faiblesse de l'investissement des entreprises au cours de la seconde moitié de l'année. En effet, depuis le point haut enregistré au deuxième trimestre de 2004 (+8,9%), la décélération des importations de biens d'équipement a été nette : +2,9% au troisième trimestre puis +0,1% au quatrième. Ce phénomène s'explique de notamment par le coup d'arrêt brutal des importations de biens d'équipement électriques et électroni-

ques au quatrième trimestre : après quatre trimestres de hausse à des rythmes supérieurs à 5,0%, elles ne progressent que de 0,2%.

Par ailleurs, les importations de produits automobiles ont continûment décéléré depuis le printemps (+2,0% au quatrième trimestre de 2004 après +5,1% au troisième et +7,1% au deuxième). Sur l'année, la croissance des achats à l'étranger de ces produits atteint 9,6%.

La croissance des importations de biens de consommation atteint 1,9% au quatrième trimestre de 2004, en lien avec le dynamisme des dépenses de consommation des ménages en fin d'année (*cf. fiche « Consommation et investissement des ménages »*). Notamment, les achats à l'étranger ont été vigoureux dans l'habillement (+9,7%) au quatrième trimestre de 2004. Sur l'ensemble de l'année, la croissance des importations de biens de consumma-

tion atteint 10,5%, soutenue par l'explosion des achats à l'étranger de biens d'équipement du foyer et d'habillement qui contribuent respectivement à cette croissance à hauteur de 5,8 points et de 3,1 points.

Le dynamisme de la consommation des ménages au tournant de l'année soutiendrait la croissance des importations de produits manufacturés au premier trimestre de 2005. Dans le même temps, les entreprises continueraient d'ajuster le niveau de leurs stocks : ceci limiterait la contribution de la demande des entreprises à la croissance des importations de produits manufacturés. Par la suite, la consommation des ménages décélérerait, de même que l'investissement des entreprises. Par conséquent, les achats à l'étranger ralentiraient au deuxième trimestre. Au final, les importations de produits manufacturés progresseraient de 1,5% au premier trimestre et de 1,3% au deuxième. ■

Airbus, un exportateur majeur...

Le lancement de l'A380, qui a eu lieu le 18 janvier dernier, a mis l'avionneur européen sur le devant de la scène médiatique. La mise en production du nouveau très gros porteur confortera la position d'acteur majeur du commerce extérieur de la France du constructeur européen, détenu à 80% par European Aeronautique Defence and Space Company (EADS). Au cours de l'année 2004, Airbus a livré 320 appareils, fabriqués dans ses deux chaînes d'assemblage, l'une se situant à Toulouse, l'autre à Hambourg. Les appareils de type A318, A319 et A321⁽¹⁾, qui représentent près de 40% des livraisons de 2004, sont assemblés en Allemagne, les autres modèles⁽²⁾ en France. Le montant des appareils assemblés en France pour Airbus et comptabilisé dans les exportations françaises représente 4% du montant total des exportations de produits manufacturés. Ainsi, du fait de l'importance des livraisons globales et de la valeur unitaire des appareils, l'impact conjoncturel de leur production et de leur livraison est visible macroéconomiquement.

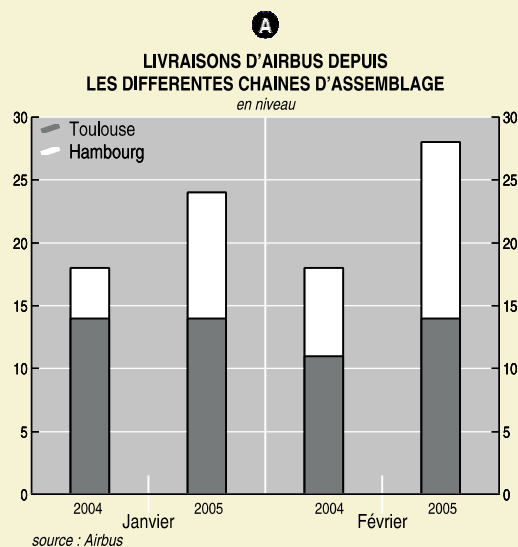
...dont la place devrait encore se consolider...

Le montant des appareils comptabilisés dans les exportations françaises devrait croître significativement en 2005. En effet, le consortium européen prévoit la livraison de 350 à 360 appareils, soit 10% de plus qu'en 2004. Les premiers effets de cette progression sont déjà visibles dans les résultats de janvier et février (cf. graphique A). L'état des carnets de commandes d'Airbus, répertoriés sur le site de l'avionneur, permet de penser qu'une part importante de la demande n'est pas encore satisfaite. Près de 1 000 appareils, qui devraient être assemblés en France, restent à livrer, dont près de 150 A380. Ces dernières livraisons ne devraient pas intervenir avant le premier semestre de 2006. De plus, les perspectives de demande sont bien orientées. Ainsi, d'après l'IATA⁽³⁾, le trafic passager a crû de 7,6% en 2004 et devrait augmenter en moyenne de 5% chaque année d'ici à 2008. Airbus estime que les compagnies aériennes auront besoin de 17 300 appareils entre 2004 et 2023, dont plus de 10% seraient commandés par les seules compagnies chinoises. À moyen terme, Airbus devrait donc continuer à être un vecteur de croissance des échanges extérieurs de la France.

(1) À titre indicatif, le prix approximatif d'un A318 est de 25 millions d'euros, celui d'un A319 est de 28 millions d'euros et celui d'un A321 est de 40 millions d'euros.

(2) A300, A320, A330 et A340. Le prix approximatif d'un A300 est de 100 millions d'euros, d'un A320 de 35 millions d'euros, d'un A330 de 80 millions d'euros et d'un A340 de 100 millions d'euros.

(3) International Air Transport Association

**...notamment avec le lancement de l'A380**

L'A380 est actuellement en phase de test et son premier vol devrait avoir lieu au printemps 2005. Le client inaugural, Singapore Airlines, devrait le mettre en service à la mi-2006. D'après le calendrier indicatif de la Direction Générale de l'Aviation Civile (DGAC), 12 appareils devraient entrer en chaîne de production en 2005, 30 en 2006 et 41 en 2007. 16 appareils seraient livrés en 2006 et 34 en 2007. Ainsi, le montant des livraisons d'A380 se monterait en 2006 à 1% des exportations manufacturières, sous l'hypothèse d'un prix catalogue de 280 millions de dollars, d'un taux de change euro/dollar à 1,30 et en supposant de plus que tous les appareils livrés sont exportés. En effet, les appareils commandés par Air France ne devraient pas être livrés avant le printemps 2007.

Ces livraisons doperont les échanges mais leur impact sur le solde commercial sera en revanche plus limité. À l'échelle européenne, l'A380 constitue en effet un jeu de meccano industriel. La provenance de ses différentes composantes (près de trois millions de pièces détachées) est complexe : le fuselage est fabriqué en France et en Allemagne, les ailes et certains moteurs au Royaume-Uni, la queue en Espagne. Deux types de moteurs ont été développés : l'un est construit par Rolls-Royce, l'autre par une filiale commune aux sociétés américaines Pratt & Whitney et General Electric. Les quatre réacteurs représentent près de 30% de la valeur de l'appareil. Au final, en totalisant pièces et assemblage, on peut évaluer à près de 30 % la part de l'A380 effectivement produite en France et donc également à 30% la part de la valeur ajoutée comptabilisée en France. ■

Financement de l'économie

Aux États-Unis, le resserrement graduel de la politique monétaire s'est paradoxalement accompagné d'une baisse des taux longs jusqu'au mois d'octobre 2004. Néanmoins ces taux longs pourraient connaître une légère remontée au premier semestre de 2005. Quant aux taux longs de la zone euro, après une diminution plus marquée qu'aux États-Unis, ils ont amorcé une hausse modérée. Compte tenu de la reprise progressive des marchés d'actions, les conditions de financement apparaissent donc particulièrement favorables. En particulier, elles ont facilité la progression du crédit aux sociétés au second semestre de 2004.

La politique monétaire américaine poursuit son resserrement graduel

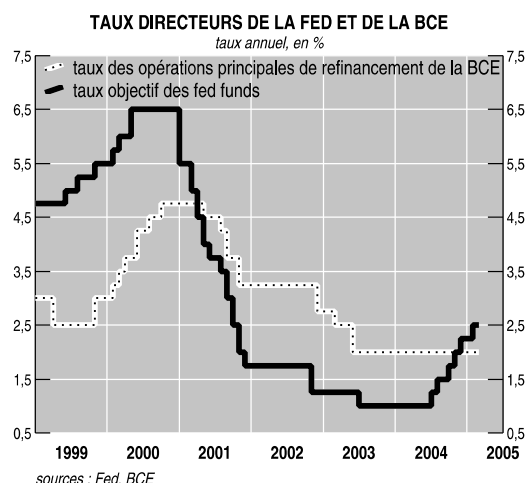
Aux États-Unis, la Réserve Fédérale a procédé à deux relèvements successifs de son taux directeur de 0,25 point le 14 décembre 2004 et le 2 février 2005, l'amenant ainsi à 2,50%. Elle prolonge donc le resserrement monétaire graduel entamé le 30 juin 2004 à partir du taux directeur de 1,00%, niveau historiquement bas (cf. graphique 1). Anticipant cette année un rythme de croissance de 3,5% à 4,0%, supérieure à la croissance potentielle et accompagné d'une inflation aux environs de 1,5-2,0%, la Fed pourrait, selon les acteurs de marché, poursuivre durablement cette stratégie de relèvement systématique d'un quart de point. Son taux directeur passerait alors aux environs de 3,5% au troisième trimestre de 2005.

Cette hausse des taux directeurs s'est, de manière paradoxale, accompagnée d'une diminution temporaire de 50 points de base des taux longs américains entre juin et octobre 2004. Ainsi le rendement des emprunts publics à 10 ans est passé de 4,7% en juin 2004 à 4,1% en octobre 2004 avant de remonter jusqu'à 4,5% à la mi-mars 2005 (cf. graphique 2). La hausse des cours obligataires a été facilitée par l'importance des achats de titres américains longs, notamment l'achat de bons du Trésor. Ce mouvement a été notamment le fait d'investisseurs européens et de banques centrales asiatiques.

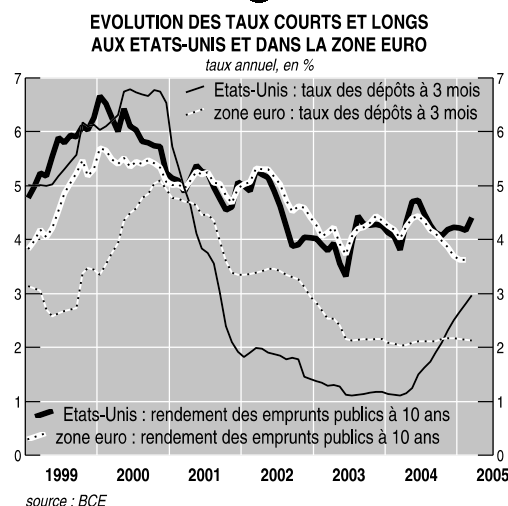
La BCE a maintenu son taux directeur inchangé

En zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a maintenu son taux directeur inchangé à 2%. Elle estime en effet que, si les taux d'inflation peuvent connaître dans le court terme une certaine volatilité en raison des variations du prix de l'énergie, il n'existe pas actuellement de tensions inflationnistes significatives dans la zone euro, notamment grâce à la modération salariale. Aucun durcissement monétaire de la part de la BCE n'est ainsi anticipé dans l'immédiat : en raison du scénario d'inflation retenu

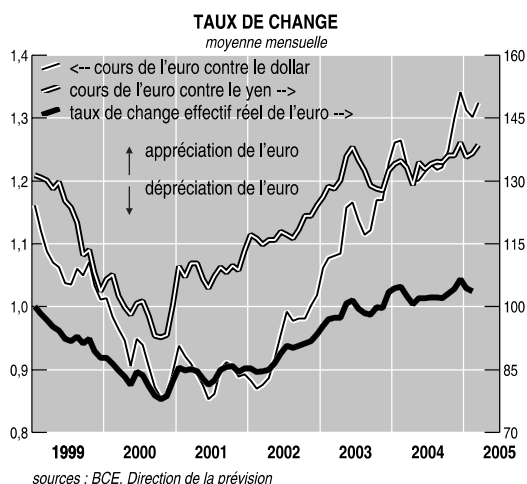
1



2



3

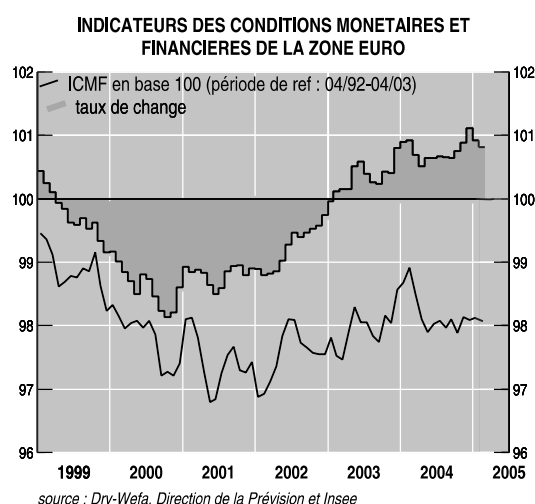


(cf. fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »), la BCE n'aurait pas à relever ses taux durant le premier semestre de 2005.

Ces évolutions de taux courts ont contrasté avec la baisse marquée, de l'ordre de 80 points de base, des taux longs entre juin 2004 et janvier 2005 (rendement des emprunts publics à 10 ans dans la zone euro à 3,63% en janvier 2005). Cet affaiblissement de la pente de la courbe des taux tient vraisemblablement à la diminution des taux longs américains, à la baisse des anticipations d'inflation et à la modération des anticipations de croissance. Toutefois, sous l'effet de la remontée des taux longs américains, les taux longs européens ont déjà regagné 15 points de base.

Concernant l'évolution du taux de change de l'euro contre dollar, le cours de l'euro reste largement au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2004 (1,22), fluctuant entre 1,30 et 1,34 dollars depuis décembre 2004. En effet les inquiétudes relatives à la fragilité du financement du déficit des opérations courantes des États-Unis demeurent présentes en raison notamment des incertitudes relatives au maintien de la politique de change chinoise actuelle. Cependant, au total, la diminution des taux longs dans la zone euro a globalement compensé les effets économiques défavorables sur l'activité de la hausse du taux de change effectif de l'euro depuis octobre 2004 : les conditions monétaires et financières de la zone euro sont en effet restées assez stables (cf. graphique 4).

4

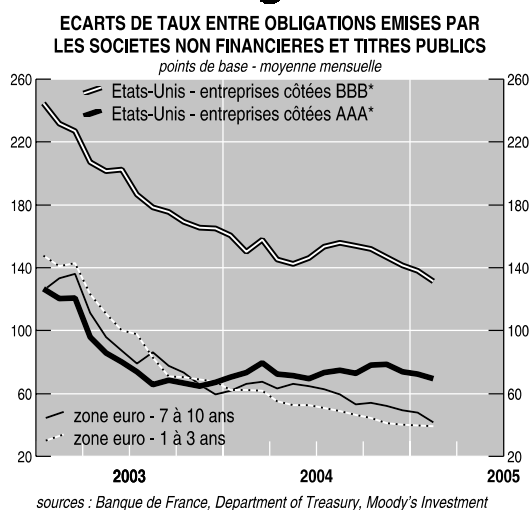


Les sociétés bénéficient de conditions de financement favorables

Les conditions de financement sont favorables, tant sur les marchés d'actions que sur les marchés obligataires. Les bourses, après avoir connu une phase de stabilisation, entament depuis le dernier trimestre 2004 une timide reprise, bien plus faible que la reprise de l'activité mondiale ne le laissait supposer. Ainsi, entre octobre 2004 et mi-mars 2005, le Dow-Jones a progressé de 9%, le CAC40 de 10% et le DJ euro stoxx de 10%.

Cette appréciation un peu plus favorable des marchés sur la santé financière des entreprises s'est accompagnée d'une amélioration de celle des prêteurs internationaux : les spreads⁽¹⁾ sur les prêts de marché aux sociétés ont continué de diminuer (cf. graphique 5). Ainsi, en matière de financement sur les marchés obligataires, les sociétés ont bénéficié de la double baisse des taux longs sans risque et des primes de risque.

5



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

(1) Le spread est une mesure de la prime de risque supportée par les sociétés privées, égale à l'écart entre le rendement des titres de dettes émis par les sociétés non financières et celui des titres d'État « sans risque ».

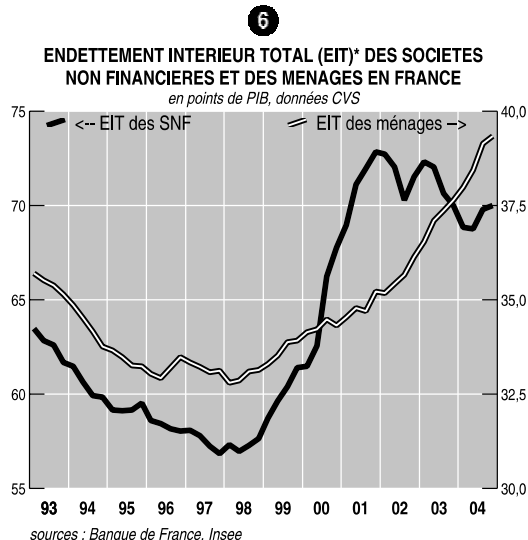
Enfin, les conditions d'octroi du crédit, qui se sont légèrement assouplies fin 2004, devraient demeurer favorables en zone euro. La diminution des taux longs se répercute progressivement sur les prêts aux agents non financiers. Les enquêtes auprès des banques de la zone euro montrent que ces dernières prévoient pour début 2005 une hausse de la demande de crédits des ménages et des entreprises, notamment des PME. Cependant la forte croissance des prêts au logement, encore constatée au quatrième trimestre de 2004 (taux de croissance d'environ 10%), pourrait être freinée progressivement par un durcissement des critères d'octroi, notamment en raison des risques pesant sur la valeur de marché des biens immobiliers venant en garantie des prêts.

L'accélération de la croissance des crédits aux entreprises s'est poursuivie au dernier trimestre de 2004

Dans la zone euro, la croissance des crédits aux entreprises (exprimée en glissement annuel), a connu, après la stagnation constatée depuis le deuxième trimestre de 2002, une accélération progressive au cours de 2004, passant de 3,0% en février 2004 à 5,7% en janvier 2005. Au contraire, la nette reprise des crédits aux ménages, entamée depuis le début 2003 pour les prêts au logement et la mi-2003 pour les crédits à la consommation, semble avoir atteint un palier aux environs de 8,0% au cours du dernier trimestre de 2004. En effet la croissance des prêts au logement s'est stabilisée à 10,0% en fin d'année tandis que celle des prêts à la consommation fluctue entre 5,9% et 6,8%.

En France les crédits accordés au secteur privé affichent un profil comparable. En effet les crédits aux entreprises, dont le niveau diminuait depuis le quatrième trimestre de 2002, connaissent une croissance positive depuis juillet 2004. Elle concerne surtout les crédits d'investissement (croissance de 5,4% en janvier 2005).

Au contraire, la croissance des crédits aux ménages, qui avait bénéficié d'une accélération entre le point bas de février 2002 (taux de croissance de 5,0%) et



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

le point haut d'août 2004 (taux de croissance de 9,4%) connaît depuis une décélération modérée, revenant à 8,9% en janvier 2005. Cette inflexion concerne à la fois les prêts à l'habitat et les crédits de trésorerie. Les premiers passent en effet d'un taux de croissance de 12,6% en août 2004 à 11,6% en janvier 2005, demeurant cependant à un rythme élevé par rapport au plancher de février 2002 (6,1%). Les crédits de trésorerie décélèrent également, revenant d'un taux de croissance de 5,8% en août 2004 à un taux de 4,2% en janvier 2005.

Globalement l'endettement intérieur total (EIT) en France a crû au cours du second semestre 2004 à des rythmes supérieurs à 5%, plus élevés que ceux constatés les trois trimestres précédents (aux environs de 3,8%). En termes de poids relatif de la dette, l'EIT des entreprises, exprimé en points de PIB, reprend donc nettement sa tendance à l'augmentation tandis que celui des ménages continue de croître (cf. graphique 6). ■

Éléments du compte des administrations publiques

Le déficit des administrations publiques a été réduit en 2004, passant de 4,2% du PIB en 2003 à 3,7% en 2004.

Les impôts reçus par les administrations publiques ont fortement accéléré grâce au dynamisme de l'activité durant l'année 2004. La croissance des recettes fiscales⁽¹⁾ a atteint 6,5% en 2004, se distinguant ainsi des évolutions quasiment atones observées en 2002 et 2003 (respectivement 0,5% et 0,7%).

Cette remontée s'est appuyée sur la forte accélération de tous les grands types d'impôts : les impôts sur la production et les importations ont progressé de 7,4% en 2004 après 2,3% en 2003, la croissance des impôts courants sur le revenu et le patrimoine s'est élevée à 5,3% après -1,1% et les impôts en capital⁽²⁾ ont accéléré à +7,8% après -4,0%.

Au premier semestre de 2005, les recettes fiscales augmenteraient de 1,8% par rapport au second semestre de 2004 sous l'effet combiné du maintien de l'activité économique et de la concentration des baisses d'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) en fin d'année 2004.

En 2004, les impôts sur la production et les importations ont accéléré à 7,4% en 2004 après 2,3% en 2003

Les impôts sur la production et les importations, contribuant pour 4,2 points à la croissance des recettes fiscales perçues par les administrations publiques entre 2003 et 2004 (+6,5% après +0,7%), ont cru de manière inégalée depuis 1996 (+7,4% en 2004).

Soutenant pour une bonne part l'accélération des impôts sur la production et les importations, les recettes nettes de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) grevant les produits ont progressé de 7,6% après une hausse de 3,0% en 2003. Cette forte croissance reflète la bonne tenue en 2004 de la consommation, de

(1) Dans cette fiche, les recettes fiscales regroupent les impôts sur la production et les importations (exemples : TVA, TIPP, taxe professionnelle, taxe foncière) et les impôts sur les revenus et les patrimoines des sociétés et des ménages (cf. tableau).

(2) Il s'agit principalement des droits de succession et des droits de donation.

IMPÔTS PERÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾

(poids correspondant à l'année 2003)

	Glissements semestriels (évolution en %)					Niveaux en milliards d'euros			Moyennes annuelles (évolution en %)		
	2003		2004		2005	2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Impôts sur la production et les importations (56,3%)	0,0	3,0	5,0	2,9	1,8	230,1	235,5	252,9	4,2	2,3	7,4
TVA totale grevant les produits (25,6%)	1,1	2,8	5,7	3,0	1,7	104,0	107,2	115,3	3,6	3,0	7,6
Impôts spécifiques sur les produits (15,9%)	-2,6	2,9	5,3	1,0	2,2	66,1	66,6	71,3	5,6	0,8	7,0
Impôts sur les salaires et main-d'oeuvre (4,0%)	1,4	5,1	3,3	11,7	0,1	15,9	16,7	18,7	8,2	5,0	12,1
Autres impôts liés à la production (10,7%)	0,7	2,7	3,5	2,3	2,0	43,8	44,7	47,3	1,8	2,0	5,9
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (41,7%)	7,0	-0,9	5,3	1,2	3,5	176,0	174,1	183,3	-4,3	-1,1	5,3
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (7,8%)	-15,6	6,4	5,4	11,8	3,0	38,0	32,6	36,8	-13,2	-14,3	12,9
Impôts sur le revenu versés par les ménages (30,2%) ⁽²⁾	16,2	-3,0	5,4	-0,9	3,2	122,4	126,2	130,0	-1,0	3,1	3,0
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine (3,4%)	-4,3	2,3	6,3	-5,3	7,3	14,3	14,1	15,4	-5,0	-1,2	9,2
Impôts en capital (2,1%)	6,6	-10,0	-9,2	30,9	-24,7	8,9	8,6	9,2	9,1	-4,0	7,8
Total des impôts perçus par les APU	3,0	1,0	4,8	2,8	1,8	415,1	418,2	445,4	0,5	0,7	6,5

■ Prévission

(1) Centrales, locales et de sécurité sociale

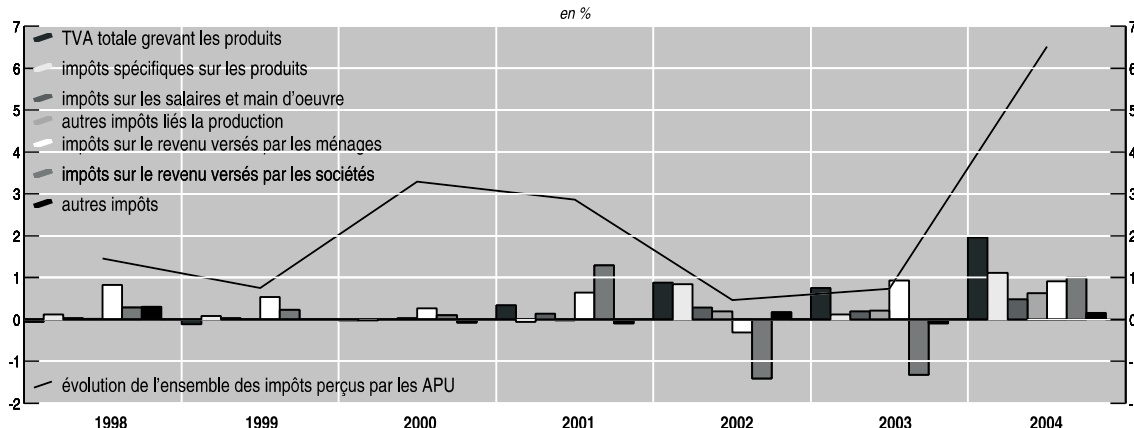
(2) Comprenant notamment les recouvrements sur l'impôt sur le revenu proprement dit (IR) et la CSG

Note : Les impôts sont classés ici et évalués selon les conventions de la Comptabilité nationale.

Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2003.

Certaines données comme la TVA totale, grevant les produits et les impôts spécifiques sur les produits, sont corrigées des jours ouvrables, ce qui a un effet sur les données annuelles.

CONTRIBUTION DES PRINCIPAUX IMPÔTS



la FBCF et des consommations intermédiaires⁽³⁾, ainsi qu'une élasticité de l'impôt par rapport à son assiette supérieure à 1 en phase de reprise.

De la même manière, les impôts spécifiques sur produits - comprenant notamment la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) et la taxe sur les tabacs - ont contribué fortement à l'accélération des impôts sur la production et les importations. Ils ont nettement accéléré en 2004, leur évolution passant de 0,8% en 2003 à 7,0%. Ce mouvement prononcé a notamment reposé sur le rattrapage partiel des taxes sur le gazole vers celles sur l'essence et sur le relèvement des droits de consommation sur les tabacs.

Également, les recettes sur les « Autres impôts liés à la production⁽⁴⁾ » ont fortement accéléré en 2004 (+5,9% après +2,0%). Ce dynamisme a été essentiellement induit par celui de l'assiette des impôts locaux : les taxes foncières, la taxe d'habitation et la taxe professionnelle ont profité de l'augmentation passée de leurs bases foncières.

Enfin, les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre ont augmenté de 5,0% en 2003 et de 12,1% en 2004. Cette accélération est venue de la mise en place de la contribution solidarité au 1^{er} juillet 2004⁽⁵⁾, de l'accroissement de la masse salariale et du relèvement des taux du versement transport destiné au financement des réseaux de transport collectif.

Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine ont accéléré en 2004 (+5,3% après -1,1% en 2003)

Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine ont accéléré en 2004 (+5,3% après -1,1% en 2003). Ils contribuent pour 2,2 points à la croissance des recettes fiscales en 2004. Ce redressement est venu aussi bien des impôts sur le revenu versés par les sociétés (+12,9% après -14,3%) que des « Autres impôts sur le revenu et le patrimoine » (+9,2% après -1,2%).

Les impôts sur le revenu acquittés par les sociétés financières et non financières sont repartis à la hausse en 2004 (+12,9% contre -13,2% pour 2002 et -14,3% pour 2003). L'amélioration de la situation des entreprises en 2004 a engendré la progression des acomptes d'impôt sur les sociétés (IS).

La forte accélération des « Autres impôts sur le revenu et le patrimoine » (+9,2% après -1,2% en 2003) est venue essentiellement du redressement notable des recettes d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) en partie due à la hausse des prix du marché de l'immobilier.

Par ailleurs, les impôts sur le revenu (y compris CSG) acquittés par les ménages ont augmenté de 3,0% après 3,1% en 2003. Le dynamisme de la croissance de l'assiette l'a emporté sur les effets des mesures de réduction de l'IRPP (baisse des taux du barème de 3% en 2004 après 1% en 2003 et 5% en 2002). L'augmentation est soutenue par l'apparition de nouvelles recettes liées à la mise en place de la contribution solidarité et par l'accélération de l'assiette de la CSG : la CSG sur les revenus d'activité et de remplacement a augmenté durant l'année 2004 parallèlement à l'augmentation de 2,6% de la masse salariale.

Enfin, les impôts en capital sont repartis à la hausse en 2004 (+7,8% après -4,0%), relancés par les avantages temporaires consentis en matière de donation

(3) Les entreprises payent la TVA sur leurs consommations intermédiaires et sur leurs dépenses de FBCF. Elles n'en sont remboursées que lors de la vente des produits finis : elles déduisent alors de la TVA reversée à l'État la TVA payée lors de leurs achats initiaux. Ainsi, une augmentation des consommations intermédiaires ou des investissements augmente temporairement les recettes de TVA.

(4) Les « Autres impôts liés à la production » regroupent essentiellement la taxe professionnelle et la taxe foncière.

(5) Mesures concernant les personnes dépendantes.

en pleine propriété⁽⁶⁾ et par les successions consécutives à la surmortalité liée à la canicule de 2003. Les bénéfices de cette mesure ont séduit les donataires en 2004 et ce mouvement devrait se poursuivre jusqu'en décembre 2005, date de fin des exonérations.

Au premier semestre de 2005, les recettes fiscales des administrations publiques ralentiraient à +1,8% en glissement semestriel (après +2,8% au second semestre de 2004)

Le ralentissement des recettes des administrations publiques au premier semestre de 2005 proviendrait essentiellement du fléchissement des impôts sur la production et les importations (+1,8% après +2,9%). Il ne serait que partiellement amoindri par la progression des impôts courants sur le revenu et le patrimoine (+3,5% après +1,2% au second semestre de 2004).

Les recettes de TVA, principales actrices du ralentissement des recettes fiscales, décéléreraient au premier semestre de 2005 (+1,7% après +3,0%).

Les impôts sur la production et les importations seraient soutenus par les impôts spécifiques sur les produits (+2,2% après +1,0% au second semestre de 2004) qui accéléreraient de concert avec la consommation d'énergie (+1,3% après +0,6%).

La progression des « Autres impôts liés à la production » serait atténuée au premier semestre de 2005 (+2,0% après +2,3% au second semestre de 2004) en dépit de l'augmentation des prélèvements des collectivités locales en 2005 (+2,8% après +1,2% en 2004)⁽⁷⁾.

Le fort ralentissement des impôts sur les salaires et main-d'œuvre proviendrait de la fin de la mise en place de la contribution de solidarité, du rabaissement des taux du versement transport destiné au financement des réseaux de transport collectif et de l'évolution de la masse salariale sur laquelle sont indexées les taxes sur les salaires et les autres cotisations (cf. fiche « Revenus des ménages »).

Le retournement des impôts en capital serait imputable au ralentissement des recettes non fiscales : le prélèvement sur le fonds de réserve et de garantie de la Caisse nationale d'épargne et le prélèvement sur le fonds de réserve de l'épargne populaire baisseraient fortement en 2005.

Par ailleurs, les impôts sur le revenu et le patrimoine accéléreraient au premier semestre de 2005, passant de +1,2% au second semestre de 2004 à +3,5%. Ce dynamisme serait essentiellement imputable au redressement des recettes des impôts sur le revenu versés par les ménages (+3,2% après -0,9% au second semestre de 2004). Il serait induit par l'interruption des mesures de baisse de l'IRPP, par l'élargissement de l'assiette de la CSG et par le relèvement de ses taux⁽⁸⁾.

Le ralentissement des impôts sur le revenu versés par les sociétés au premier semestre de 2005 (+3,0% après +11,8% au second semestre de 2004) proviendrait pour l'essentiel de la suppression au 1^{er} janvier 2005 du précompte dû par les sociétés au titre de certains bénéfices distribués⁽⁹⁾ et la suppression progressive de la surtaxe sur l'IS. ■

(6) Les donations consenties en pleine propriété entre le 25 septembre 2003 et le 31 décembre 2005 bénéficient d'une réduction de droits de 50%, quel que soit l'âge du donateur. Par ailleurs, également jusqu'au 31 décembre 2005, les parents et grand-parents peuvent procéder à des dons en espèces jusqu'à 30 000 euros par bénéficiaire. Cette mesure d'exonérations a peu diminué les recettes de l'État puisque les donations en espèces étaient bien plus faibles avant la mesure.

(7) Source : Dexia

(8) Mesures mises en œuvre dans le cadre de la réforme de l'assurance maladie

(9) Corrélativement à la suppression du précompte, l'avoir fiscal est supprimé : les personnes morales et autres organismes passibles de l'impôt sur les sociétés ainsi que les personnes physiques soumises à l'IRPP ne pourront plus, pour l'imposition des dividendes perçus en 2005, imputer l'avoir fiscal sur l'impôt dont elles sont redevables. Pour les personnes physiques, sa disparition ne sera donc effective qu'au moment du paiement de l'IRPP sur les revenus 2005, soit 2006. Pour les personnes morales, les effets de la suppression de l'avoir fiscal commenceront à être perçus dès 2005.

ENCADRÉ : LES DIFFÉRENTES MESURES CONCERNANT L'ASSURANCE MALADIE ET LEURS CONSÉQUENCES DÉBUT 2005

Diverses dispositions ont été prises pour l'année 2005 de façon à accroître les ressources de l'assurance maladie (partie 1) et à mieux en gérer les dépenses grâce à une rationalisation des pratiques de soins (parties 2 et 3).

Ces mesures touchent non seulement les comptes de la sécurité sociale (partie 1a, 2a, 3a), mais aussi le revenu des ménages (via une hausse des prélèvements, partie 1b), les dépenses de consommation des ménages (par le biais d'une baisse des remboursements, partie 2b) et l'inflation (en lien avec la revalorisation des tarifs des médecins libéraux, partie 3c).

1. Les mesures permettant d'accroître les ressources de l'assurance maladie

Suivant le Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale 2005 (PLFSS 2005)⁽¹⁾, les ressources de l'ensemble des régimes de l'assurance maladie, toutes branches confondues, s'élèveraient à environ 350,5 milliards d'euros en 2005, en hausse de 5,2% par rapport à la prévision affichée pour l'année 2004 (333,3 milliards). Cette projection de recettes intègre des modifications d'assiette et de taux de Contribution Sociale Généralisée (CSG) ainsi que la mise en place d'une Contribution additionnelle de Sécurité Sociale des Sociétés (C3S).

a. Impact de ces mesures sur le financement de la sécurité sociale

Près de 3 milliards d'euros de ressources supplémentaires seraient dégagés sur l'ensemble de l'année 2005 en lien avec les modifications apportées à la CSG et l'instauration de la C3S à compter du 1^{er} janvier.

Dès le début de l'année, l'assiette de la CSG est étendue, pour les salariés, de 95 à 97% de leur salaire. L'impact de cette mesure est évalué à 900 millions en 2005 par la Commission des finances du Sénat. Le taux de cotisation est relevé de 6,2% à 6,6% pour les retraités imposables, ce qui engendrerait 560 millions d'euros de recettes supplémentaires. Sur les revenus du patrimoine et les revenus de placements, le taux de la CSG est relevé de 0,7 point, atteignant ainsi 8,2% et procurant un autre surcroît de ressources de 645 millions d'euros. Enfin, le taux de CSG sur les produits de jeux est rehaussé de 2 points et passe à 9,5%, ce qui occasionnerait 105 millions de recettes supplémentaires.

Parallèlement, une Cotisation additionnelle de Sécurité Sociale des Sociétés (C3S) est créée, au taux de 0,03 point, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 760 000 euros. Elle produirait 810 millions d'euros de ressources additionnelles.

b. Effet de ces dispositions sur le revenu des ménages⁽²⁾

Les modifications d'assiette et de taux de CSG ont un effet direct sur les prélèvements opérés sur les ménages. Sur l'ensemble de l'année 2005, ces mesures contribueraient pour 1,4 point à la croissance des impôts sur le revenu versés par les ménages (cf. fiche « Revenus des ménages » pour plus de détail) et à hauteur de -0,2 point à la croissance du RDB.

2. La prise en charge par les patients de 1 euro sur le prix des consultations et la hausse du forfait hospitalier

La prise en charge par les patients de 1 euro par consultation⁽³⁾ et la hausse du forfait hospitalier ont pris effet au 1^{er} janvier 2005⁽⁴⁾.

a. Impact de ces mesures sur les comptes de la sécurité sociale

Selon le Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, la prise en charge par les patients de 1 euro par consultation et la hausse du forfait hospitalier permettraient de diminuer les dépenses de la sécurité sociale de 600 millions d'euros en 2005.

b. Effet de ces dispositions sur la consommation

En l'absence de changement de comportement, la participation de 1 euro et la hausse du forfait hospitalier ne devraient pas affecter la consommation effective totale de services de santé. En comptabilité nationale, elles se traduiraient en fait par une modification du partage entre dépenses des ménages (partie non remboursée par la sécurité sociale, qui tendrait à augmenter) et consommation individualisable des administrations publiques (partie prise en charge par la sécurité sociale, qui tendrait à diminuer). De même, l'augmentation du forfait hospitalier, qui passe de 13 à 14 euros, ne change pas le total de la consommation mais seulement le partage entre partie non remboursée et partie remboursée.

À titre illustratif, la prise en charge de 1 euro par consultation se traduirait par un surcroît de 3,5% de dépenses des ménages en services de santé marchande en volume au premier trimestre de 2005. Sur l'ensemble des services principalement non marchands, l'effet serait de l'ordre de 1,5%. Sur les remboursements, l'impact serait moindre : -0,3% sur les services principalement non marchands.

3. La mise en place du parcours de soins coordonnés

Le dispositif du parcours de soins coordonnés⁽⁵⁾ vise à encadrer la relation médecin/patient de plus de 16 ans, de façon à rationaliser les pratiques des soins. C'est pourquoi, avant le 1^{er} juillet 2005, ces patients sont appelés à désigner un médecin traitant, dont le rôle consistera à centraliser l'information médicale les concernant et à les orienter si nécessaire vers un spécialiste (désigné alors

(1) Le PLFSS 2005 a été adopté par l'Assemblée nationale et par le Sénat en commission paritaire le 2 décembre 2004.

(2) Seuls les effets liés à la CSG sont pris en compte dans les comptes trimestriels base 95 et dans le présent exercice de prévision.

(3) Le mécanisme en jeu est le suivant : une fois appliqué au prix de la consultation le taux de remboursement de la sécurité sociale, le patient doit s'acquitter du coût restant, auquel vient s'ajouter 1 euro. Sont dispensés de la participation de 1 euro les bénéficiaires de la CMU (Couverture Maladie Universelle), les femmes enceintes et les moins de 18 ans.

(4) La participation de 1 euro ne débute qu'au 1^{er} juillet pour les personnes qui n'avancent pas le prix de la consultation.

(5) Cf. Loi du 13 août 2004 relative à l'Assurance maladie

sous le nom de médecin correspondant)⁽⁶⁾. L'objectif est de permettre un meilleur suivi du patient grâce à l'instauration d'un dossier médical personnel et d'éviter par exemple de multiplier inutilement les examens complémentaires.

La convention nationale organisant les rapports entre les médecins libéraux et l'assurance maladie du 12 janvier 2005 détaille les revalorisations de tarifs des médecins libéraux dans le cadre de la réforme de l'assurance maladie et en particulier de la mise en place du parcours de soins coordonnés. Pour un patient de 16 ans ou plus, les nouveaux tarifs de consultations intègrent des majorations qui varient en fonction de plusieurs facteurs, comme le respect ou non du parcours de soins coordonnés, la nature des soins (itératifs ou non), le secteur auquel appartient le médecin (secteur 1 ou 2) ou encore la spécialité du médecin.

Nouveaux tarifs des consultations dans le cadre du parcours de soins coordonnés

Pour les médecins du secteur 1 ou du secteur 2 ayant adhéré à l'option de coordination⁽⁷⁾, une majoration de coordination s'applique à leurs tarifs lorsqu'ils prodiguent des soins itératifs. Cette majoration entre en vigueur au 1^{er} mars ou au 1^{er} juillet suivant les spécialités et son montant dépend de la spécialité⁽⁸⁾. Pour ces mêmes médecins, sollicités cette fois pour avis ponctuel, le tarif appliqué ira de 40 à 50 euros suivant les spécialités⁽⁹⁾.

Nouveaux tarifs des consultations applicables aux patients de 16 ans et plus ne respectant pas le parcours de soins coordonnés

À partir de juillet 2005, les spécialistes du secteur 1 pourront dans certaines limites pratiquer des dépassements, dits dépassements autorisés, lorsqu'ils recevront des patients de 16 ans ou plus qui ne respectent pas le parcours de soins coordonnés (jusqu'à 5 euros supplémentaires). De surcroît, pour un accès non coordonné, le taux de remboursement serait inférieur à 70% et s'appliquerait à une base plus faible.

Nouveaux tarifs des consultations applicables aux patients de moins de 16 ans

La majoration de coordination ne s'applique pas aux moins de 16 ans, ceux-ci n'étant pas concernés par le dispositif du médecin « traitant ». Cependant, pour ces patients, la « majoration provisoire clinicien » (MPC), qui s'ajoute déjà au prix de la consultation des spécialistes, sera doublée à partir du 1^{er} juillet⁽¹⁰⁾. Par ailleurs, le tarif de la consultation des généralistes et des pédiatres prenant en charge un nourrisson passe respectivement de 20 à 25 et de 28 à 30 euros à partir du 1^{er} mars.

a. Impact de ces mesures sur les comptes de la sécurité sociale

L'entrée en application des différentes mesures centrées autour du parcours de soins coordonnés s'échelonne tout au long du premier semestre 2005. À terme, ce processus engendrerait des économies sur les services de santé et sur les biens, grâce à la politique de promotion du médicament générique et à l'engagement d'économie sur les prescriptions.

b. Effet de ces dispositions sur la consommation

La mise en place du parcours de soins coordonnés devrait induire dans un tout premier temps une augmentation du nombre de consultations et donc une hausse de la consommation de services de santé. Ceci ne se produirait réellement qu'à partir du 1^{er} juillet (date butoir pour le choix du médecin traitant), au-delà de l'horizon de la prévision.

c. Effet de ces dispositions sur l'inflation

Ces hausses de prix des consultations ont mécaniquement un effet sur la composante « services de santé » de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC)⁽¹¹⁾.

Compte tenu du poids respectif de chacune des spécialités dans l'ensemble des consultations sollicitées par les patients et, au sein de chacune d'entre elles, d'hypothèses conventionnelles sur la part des différentes catégories d'âge (moins de 2 ans, 2 à 16 ans, 16 ans et plus), l'application des nouveaux tarifs contribuerait à une hausse du prix des services de santé de l'ordre de 0,5% au premier semestre 2005. ■

(6) Les ophtalmologues, gynécologues et psychiatres, désignés sous le terme de médecins en accès spécifique, peuvent être consultés pour certains actes sans passer au préalable par un médecin traitant.

(7) Les généralistes et spécialistes du secteur 2 (i.e. à honoraires libres) ont la possibilité de préserver leurs honoraires libres ou d'adhérer à l'option de coordination. Dans ce dernier cas, lorsqu'ils sont médecins correspondants, ils appliquent les mêmes tarifs que les médecins du secteur 1.

(8) Elle est de 2 euros pour toutes les spécialités à l'exception de la psychiatrie, de la neuropsychiatrie et de la neurologie, pour lesquelles elle atteint 3 euros.

(9) Tarifs applicables en France métropolitaine, atteignant 50 euros pour la psychiatrie, la neuropsychiatrie et la neurologie.

(10) Elle s'établira à 4 euros pour toutes les spécialités à l'exception de la psychiatrie, de la neuropsychiatrie et de la neurologie pour lesquelles elle atteindra 5,40 euros.

(11) Les deux autres mesures (participation de 1 euro par consultation et hausse du forfait hospitalier) visant à diminuer les remboursements de soins n'ont pas d'effet sur l'IPC. La participation de 1 euro diminue le montant du remboursement et provoque ainsi une hausse du prix net payé par le patient pour la consultation ; cependant le prix brut, qui est celui figurant dans l'IPC, n'est pas modifié, si bien que l'impact sur l'inflation est par définition nul. Par ailleurs, les services hospitaliers étant exclus du champ de l'IPC, la hausse du forfait hospitalier n'a pas non plus d'impact sur l'inflation.

Prix à la consommation

Au second semestre de 2004, l'inflation a connu une légère décrue (+2,1% en décembre 2004, après +2,4% en juin 2004). Elle est principalement due au fort ralentissement des prix alimentaires et à la stabilité des prix du tabac. L'inflation sous-jacente a également baissé (+1,3% en décembre 2004, après +1,6% en juin 2004), du fait notamment de la décélération des prix des produits manufacturés.

Le reflux de l'inflation se poursuivrait plus nettement au premier semestre de 2005 à la faveur d'une diminution en glissement annuel des prix de l'énergie et dans une moindre mesure du tabac. Sous les hypothèses d'un prix du baril de Brent à 45 dollars au premier trimestre et à 40 dollars au deuxième trimestre et d'un taux de change de l'euro stable à 1,30 dollar, les prix de l'énergie ralentiraient fortement. Au total, le glissement annuel des prix reviendrait à 1,5% en juin. Cependant, l'inflation sous-jacente se redresserait (+1,6% en juin 2005, après +1,3% en décembre 2004). La remontée passée des prix des matières premières ainsi que l'accélération des salaires intervenue en 2004 auraient des effets défavorables tandis que l'appréciation passée de l'euro cesserait de tirer les prix vers le bas.

Le glissement annuel des prix de l'énergie diminuerait, contribuant fortement à la baisse de l'inflation

Au second semestre de 2004, le glissement annuel des prix de l'énergie a de nouveau fortement progressé pour atteindre 10,2% en décembre, après 6,9% en juin (cf. tableau). Cette hausse résulte essentiellement de celle des prix des produits pétroliers. Leur glissement annuel est passé de 12,0% en juin à 16,4% en décembre, sous l'impact de l'appréciation de presque 10\$ du baril de Brent.

En 2005, sous les hypothèses d'un prix du baril de Brent à 45 dollars au premier trimestre et à 40 dollars au deuxième trimestre et d'un taux de change de l'euro stable à 1,30 dollar, les prix de l'énergie ralentiraient fortement en glissement annuel au premier semestre. En effet, dans ces conditions, le prix du pétrole cesserait de tirer vers le haut les prix de l'énergie au premier semestre de 2005 (cf. graphique 2). De surcroît, la détente anticipée du prix du pétrole s'accompagnerait d'un net reflux des marges de raffinage, lesquelles avaient bondi fin 2004. L'impact baissier de l'appréciation de l'euro disparaîtrait toutefois au premier semestre de 2005.

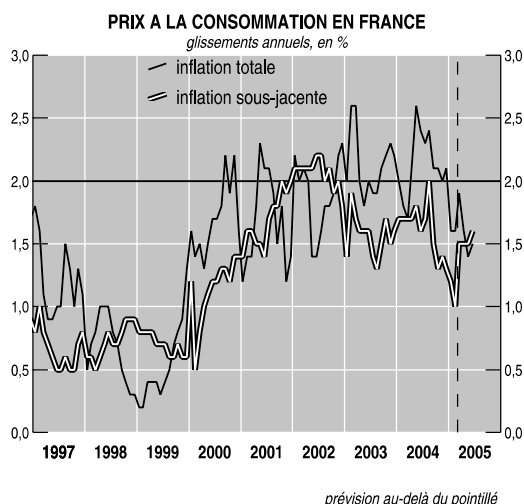
LES PRIX À LA CONSOMMATION

Regroupements (pondérations 2005)	Glissements annuels en fin de semestre					(évolution en %)	
	janvier 2004	juin 2004	déc. 2004	janvier 2005	juin 2005	Moyennes annuelles 2003	2004
Regroupements IPC (pondération 2005)							
Alimentation (17,2%)	2,2	1,4	0,1	-0,5	0,3	2,3	0,6
Tabac (1,9%)	29,3	29,0	9,5	1,0	-0,1	14,3	24,5
Produits manufacturés (31,6%)	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,2
Énergie (7,8%)	-1,1	6,9	10,2	7,0	1,4	2,5	4,9
dont : produits pétroliers (4,8%)	-2,4	12,0	16,4	11,1	-0,2	3,1	8,6
Services (41,4%)	2,5	2,4	2,6	2,4	3,0	2,6	2,6
dont : loyers-eau (7,2%)	2,5	2,6	3,6	3,7	3,8	2,7	2,9
services de santé (5,2%)	0,5	0,6	0,7	0,8	1,6	3,7	0,8
transports-communications (4,8%)	1,3	0,7	0,0	0,1	2,8	1,6	0,8
autres services (24,3%)	3,1	3,1	3,3	2,8	3,1	2,8	3,1
Ensemble (100%)	2,0	2,4	2,1	1,6	1,5	2,1	2,1
Ensemble hors énergie (92,2%)	2,2	2,1	1,5	1,1	1,5	2,1	1,9
Ensemble hors tabac (98,1%)	1,4	2,0	1,9	1,6	1,6	1,9	1,7
Inflation sous-jacente (60,9%) ⁽¹⁾	1,7	1,6	1,3	1,2	1,6	1,5	1,7
Regroupement IPCH							
Ensemble	2,2	2,7	2,3	1,6	1,7	2,2	2,3

■ Prévission

(1) Indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières.

1



Le glissement annuel des prix des produits pétroliers diminuerait ainsi fortement (-0,2% en juin 2005, après +16,4% en décembre 2004). Le ralentissement des prix de l'énergie serait toutefois atténué par un relèvement des tarifs de l'électricité et du gaz de ville (*cf. encadré*).

Les hausses de prix alimentaires resteraient contenues

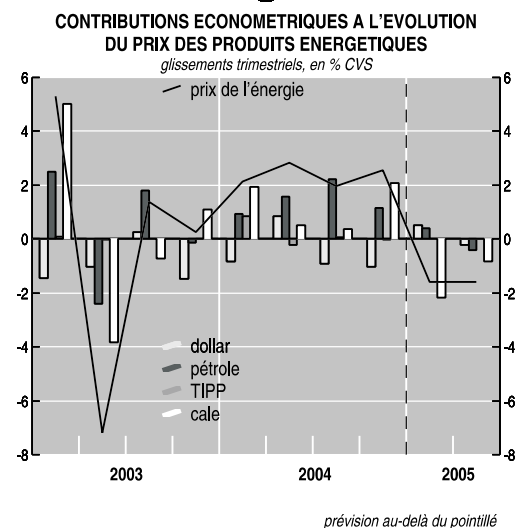
Le glissement annuel des prix alimentaires a chuté au cours du second semestre de 2004 (+0,1% en décembre 2004, après +1,4% en juin 2004). Les prix de l'alimentation hors produits frais ont en effet connu un repli marqué, lié pour une large part à l'application de l'accord du 17 juin 2004 entre l'industrie et la grande distribution.

Au premier semestre de 2005, le glissement annuel des prix de l'alimentation remonterait légèrement pour s'établir à 0,3% en juin 2005 (*cf. graphique 3*). Sous l'hypothèse que les prix des produits frais connaissent des évolutions proches de leur tendance de long terme, leur glissement annuel se redresserait notablement. Le glissement annuel des prix de l'alimentation hors produits frais serait quant à lui stable, en dépit de pressions haussières plus marquées qu'au premier semestre de 2004 du fait principalement de l'évolution des salaires et du coût des matières premières alimentaires. En effet, les marges continueraient de diminuer dans l'alimentation hors produits frais à la suite de la tendance amorcée en septembre avec l'application de l'accord du 17 juin.

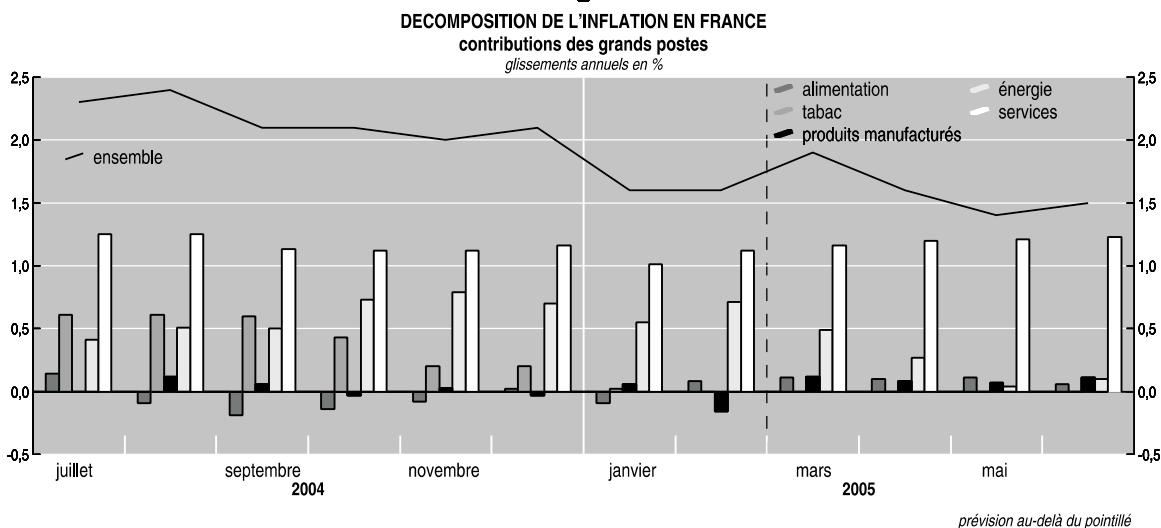
Les prix des produits manufacturés se redresseraient

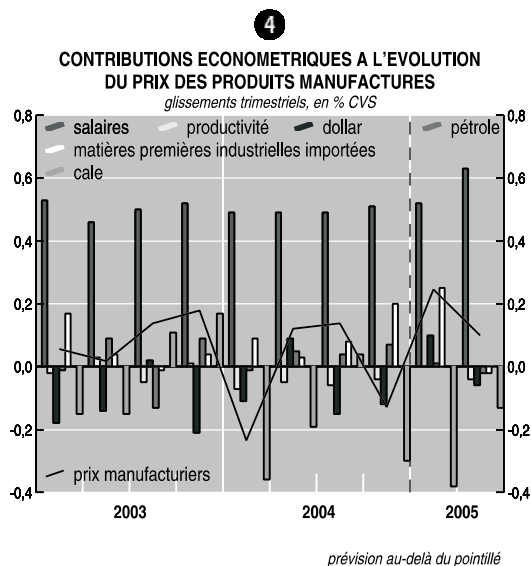
Au second semestre de 2004, le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'est replié, revenant à -0,1% en décembre 2004, après 0,2% en

2



3





juin 2004 (cf. graphique 4). En particulier, l'effet haussier de l'augmentation passée des prix des matières premières industrielles a été contrebalancé par l'effet baissier de l'appréciation de l'euro.

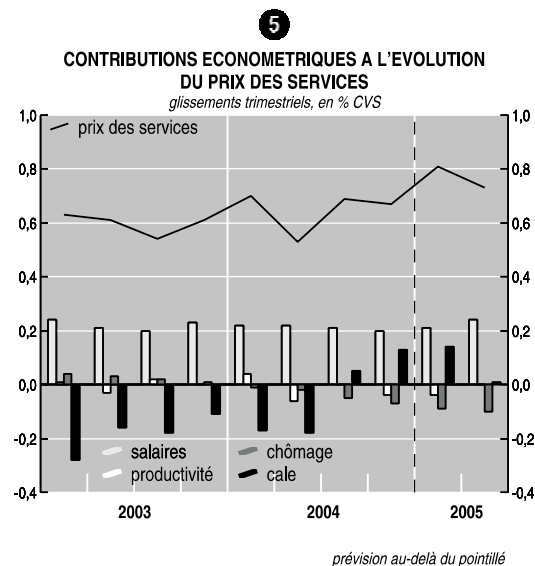
Le glissement annuel des prix des produits manufacturés se redresserait au premier semestre de 2005 (+0,4% en juin 2005). La hausse passée des prix des matières premières continuerait d'avoir un impact haussier tandis que les effets modérateurs de l'appréciation de l'euro s'amenuiseraient. De plus, les prix des produits manufacturés seraient affectés par l'accélération des salaires intervenue en 2004, mais deux facteurs limiteraient les hausses de prix dans le secteur manufacturier :

- à partir de janvier 2005, la suppression des quotas d'importations concernant l'habillement, liée à l'arrivée à son terme de l'accord sur les textiles et les vêtements, tirerait les prix vers le bas ;
- la baisse des prix des médicaments se poursuivrait. L'offre de génériques continuerait en effet de s'accroître, en raison de la tombée dans le domaine public de nombreux brevets ainsi que de l'extension du tarif forfaitaire de responsabilité.

Les prix des services connaîtraient une nouvelle accélération

Le glissement annuel des prix des services a progressé légèrement au second semestre de 2004 pour atteindre 2,6% en décembre après 2,4% en juin. Ce mouvement s'explique par plusieurs facteurs :

- l'accélération de l'indice du coût de la construction (ICC) se répercute avec un léger décalage sur les loyers ;
- la forte revalorisation du SMIC favorise une accélération des prix des services à fort contenu en main-d'œuvre peu qualifiée ;



- le renchérissement de l'enlèvement des ordures ménagères est plus marqué qu'en 2003.

Le glissement annuel des prix des services continuerait de s'accroître au premier semestre de 2005, pour s'établir à 3,0% en juin 2005. En particulier, la contribution des salaires aux variations de prix des services s'accroîtrait légèrement (cf. graphique 5).

Les hausses passées du prix du pétrole continueraient de peser sur les prix des transports. De plus, les prix des services postaux augmenteraient fortement, le tarif d'affranchissement de la lettre de moins de 20 grammes passant en effet de 50 à 53 centimes en mars pour les envois nationaux.

L'accélération des loyers se poursuivrait (+3,8% en juin 2005 après +3,6% en décembre 2004). Elle serait toutefois moins marquée qu'au semestre précédent. Cette évolution serait surtout liée à l'accélération de l'ICC intervenue au second semestre de 2004.

Le glissement annuel des prix de la santé augmenterait (+1,6% en juin 2005 après +0,7% en décembre 2004). En mars 2005, dans le cadre de la réforme de l'assurance maladie, les tarifs des consultations de certains spécialistes, et ceux des généralistes dans certains cas, enregistreraient des hausses⁽¹⁾. De plus, le passage à une nouvelle nomenclature d'actes médicaux en mars 2005 s'accompagnerait également de revalorisations de tarifs.

Les prix des services de télécommunication seraient également en hausse du fait d'une augmentation des tarifs de téléphonie mobile et du prix de l'abonnement à France Télécom. Les prix des appels à partir d'un poste fixe seraient toutefois en repli.

(1) Cf. encadré « Les différentes mesures concernant l'assurance maladie et leurs conséquences début 2005 » dans la fiche « Éléments du comptes des administrations publiques ».

L'écart de 0,2 point entre l'inflation mesurée par l'IPC et celle mesurée par l'IPCH se maintiendrait du fait de l'augmentation des dépenses de santé non remboursées

Depuis mi-2003, l'inflation mesurée par l'Indice de Prix Harmonisé (IPCH) est plus élevée que celle mesurée par l'Indice de prix (IPC). Cet écart est resté proche de 0,2 point depuis janvier 2004, il vien-

draît notamment de la hausse des dépenses de santé restant à la charge des patients après remboursement de la sécurité sociale : l'IPCH porte en effet sur les prix nets de ces remboursements alors que l'IPC porte sur les prix bruts. Une augmentation de la part non remboursée des tarifs de santé fait donc croître mécaniquement l'écart entre les deux mesures de l'inflation. En janvier 2005, la hausse du forfait hospitalier (13 euros à 14 euros) ainsi que la mise en place de la participation d'un euro du patient favoriseraient un maintien de cet écart (*cf. encadré*). ■

ENCADRÉ : « HAUSSES ADMINISTRÉES DE PRIX : HYPOTHÈSES 2005 »

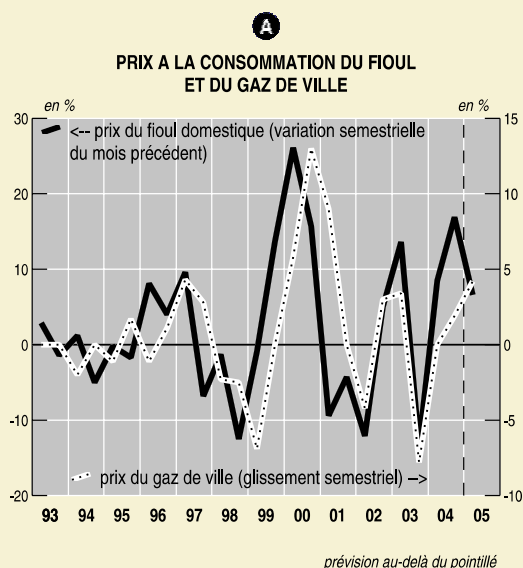
En 2004, les principales hausses administrées de prix ont concerné les transports. Les tarifs des transports ferroviaires ont en effet augmenté de 1,8% et ceux des transports en commun non ferroviaires⁽¹⁾ de 3,4%. Par ailleurs, du fait du renchérissement du pétrole, les tarifs du gaz de ville ont également été revus à la hausse (+3,6%) : révisés deux fois par an, les prix du gaz de ville sont en partie indexés sur les évolutions en moyenne semestrielle des cours du fioul, dépendant étroitement de celui du pétrole. Avec au plus six mois de retard, ces évolutions se retrouvent pour moitié dans les tarifs du prix du gaz de ville (*cf. graphique A*). De plus, le prix du tabac s'est accru de 9,5% à la suite d'une hausse des taxes en janvier 2004. À l'opposé, les prix des services de télécommunications ont diminué de 1,1% en 2004 du fait notamment du net repli en janvier 2004 des tarifs d'appel d'un poste fixe à un téléphone mobile.

Au premier semestre de 2005, les hausses de prix administrées auraient principalement lieu dans l'énergie et la santé. Compte tenu de la fermeté des prix du pétrole, les prix du gaz de ville augmenteraient de nouveau. En effet, par rapport à la variation passée du prix moyen du fioul, le relèvement de 3,6% des tarifs du gaz de ville intervenu le 15 novembre 2004 a été faible (*cf. graphique A*). Ceci laisse donc présager une nouvelle hausse au premier semestre de 2005 (+2,5%). De plus, les tarifs de l'électricité seraient également en hausse (+2,5%) : les charges im-

putables aux missions de service public de l'électricité ont fortement progressé en 2004 (+36% selon la commission de régulation de l'énergie).

Des hausses de prix administrées interviendraient également dans les services de santé. La convention médicale relative au dispositif du médecin « traitant » instauré par la réforme de l'assurance maladie prévoit pour mars 2005 une hausse des tarifs des consultations de certains spécialistes⁽²⁾ ainsi qu'une hausse des tarifs des consultations des généralistes lorsque ces derniers prennent en charge un nourrisson. Ces augmentations auraient un impact de 0,5% sur les prix des services de santé. Les hausses de prix administrées dans la santé seraient également liées à la mise en place d'une nouvelle nomenclature d'actes médicaux : la classification commune des actes médicaux (CCAM) entrerait en vigueur le 1^{er} mars et s'accompagnerait d'une nouvelle grille tarifaire. L'impact du passage à la CCAM sur les prix des services de santé serait de l'ordre de 0,5%. La participation d'un euro du patient n'aurait pas d'effet sur les prix mesurés par l'IPC⁽³⁾. De même, l'augmentation du forfait hospitalier, passant de 13 à 14 euros en janvier 2005, n'aura pas d'impact sur l'IPC, les tarifs hospitaliers n'entrant pas dans le champ de cet indice.

Dans le secteur des communications, les prix administrés seraient globalement inchangés au premier semestre de 2004. Les tarifs des services postaux ont cependant augmenté fortement (+5,6%). Le prix du timbre est en effet passé de 50 à 53 centimes le 1^{er} mars pour les envois nationaux de lettres de moins de 20 grammes. À l'opposé, les prix des services de télécommunications fixes diminueraient (-0,9%). Les prix des appels d'un poste fixe vers un téléphone mobile ont fortement baissé le 17 janvier, du fait d'une réduction de la charge de terminaison d'appel. Le 3 mars, les tarifs des communications d'un poste fixe vers un autre poste fixe baisseraient à leur tour. Cependant, dans le même temps, le prix de l'abonnement à France Télécom passerait de 13,00 à 13,99 euros. ■



(1) Il s'agit des autobus et des métros.

(2) En particulier, pour les patients âgés de 16 ans ou plus, le tarif de la consultation des dermatologues, rhumatologues, endocrinologues, gynécologues et ophtalmologues du secteur 1 passerait de 25 à 27 euros.

(3) L'IPC (Indice de Prix à la Consommation) mesure les prix bruts alors que l'IPCH (Indice de Prix à la Consommation Harmonisé) mesure les prix nets des remboursements.

Emploi

Malgré une croissance économique assez vigoureuse, l'emploi salarié des secteurs concurrentiels non agricoles progresse peu à la fin de l'année 2004. Moins de 20 000 postes ont été créés au cours de l'année dans les secteurs essentiellement concurrentiels, tandis que la productivité apparente du travail a augmenté vivement (2,1% en moyenne annuelle, soit la plus forte progression depuis 1988). Ce comportement d'embauche continuerait début 2005 : la consolidation de la croissance autour de 2% en rythme annuel permettrait la stabilisation de la progression de l'emploi à raison de 0,1% par trimestre sur le premier semestre de 2005. Près de 30 000 postes marchands seraient ainsi créés au cours de cette période.

L'emploi total, en hausse de 20 000 postes sur l'ensemble de l'année 2004, verrait sa progression confirmée début 2005 (41 000 au premier semestre), sous l'effet conjoint de la progression régulière de l'emploi non aidé et des premières entrées dans les nouveaux dispositifs d'aide à l'emploi des secteurs non marchands.

L'emploi salarié concurrentiel continuerait de croître modérément mais régulièrement

L'emploi salarié des secteurs concurrentiels non agricoles a progressé faiblement en 2004 : moins de 20 000 emplois ont été créés, essentiellement au cours du deuxième trimestre (cf. tableau 1). De plus,

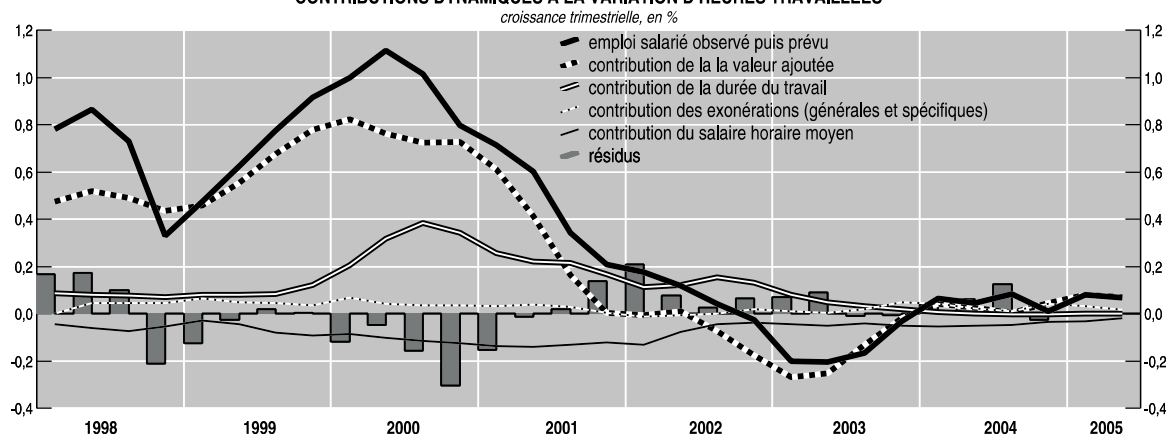
la croissance économique bousculée au troisième trimestre n'a pas permis de nouvelles créations de poste (cf. graphique 1). Cependant, la hausse de la valeur ajoutée à la fin de 2004 et au début de 2005 permettrait à l'emploi de renouer avec la croissance : ce dernier progresserait en effet de 0,1% en rythme trimestriel au cours de la première moitié de l'année. En outre, l'effet de la durée du travail serait nul et l'augmentation des salaires horaires serait compensée par les dispositifs d'aide à l'emploi marchand (cf. graphique 1 et encadré 1).

Les gains de productivité apparente, en dépit de leur inflexion au troisième trimestre de 2004, restent supérieurs à leur moyenne de long terme à la fin de 2004 : ils atteindraient 1,8% en glissement annuel à la fin de 2004. Ils décroîtraient toutefois régulièrement au cours du premier semestre de 2005 et s'établiraient à un rythme de 1,2% par an début 2005, en-dessous de leur tendance de long terme (cf. graphique 2).

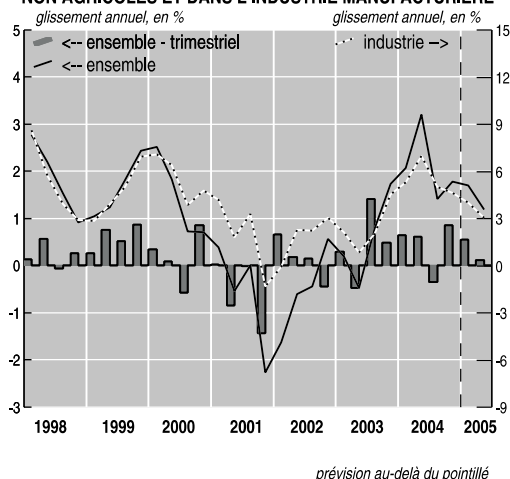
Près de 30 000 emplois seraient créés sur l'ensemble du premier semestre de 2005 ; cette croissance serait tirée par le tertiaire marchand et la construction, tandis que l'industrie perdrait moins de postes qu'auparavant.

1

CONTRIBUTIONS DYNAMIQUES A LA VARIATION D'HEURES TRAVAILLEES



PRODUCTIVITE APPARENTE DANS LES SECTEURS PRIVES NON AGRICOLES ET DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIERE



L'emploi salarié industriel reculerait plus modérément

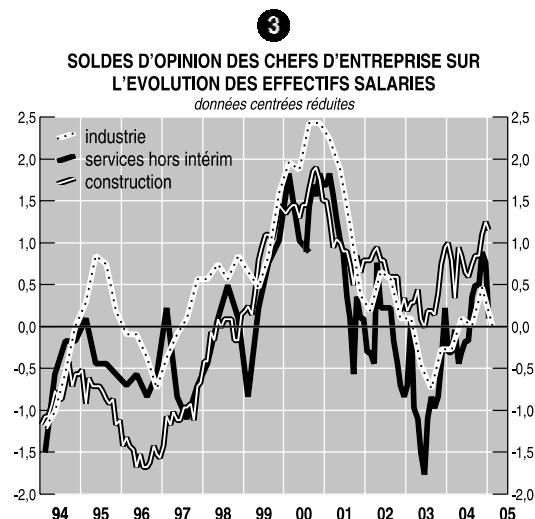
La baisse de l'emploi salarié industriel, installée depuis la mi-2001, s'infléchit progressivement au cours de l'année 2004, principalement au cours du second semestre : 32 000 emplois détruits contre 44 000 lors du premier semestre. Au début de l'année 2005, la baisse des effectifs salariés dans l'industrie devrait se maintenir au même rythme qu'en fin d'année 2004, les perspectives des chefs d'entreprise en matière d'embauches n'indiquant pas d'infléchissement de cette tendance (cf. graphique 3). Sur un rythme de baisse de 0,4% par trimestre au cours des six premiers mois de 2005 (cf. graphique 4), l'industrie perdrait 35 000 postes, principalement dans les industries manufacturières.

Les gains de productivité par tête dans l'industrie manufacturière, comme dans l'ensemble des secteurs marchands non agricoles, fléchissent tout en restant au-dessus de leur moyenne de long terme à la fin de l'année 2004. Cette baisse se poursuivrait au début de l'année 2005 ; les gains de productivité se

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

	Glissements trimestriels en % - CVS										Glissements annuels (sauf * en semestriel) en % - CVS				Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2003				2004				2005		2002	2003	2004	2005 S1*	2002	2003	2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.							
Salariés des secteurs essentiellement mar- chands (1)	-0,3	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,5	0,1	0,2	15464	15391	15408
Industrie	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-2,1	-2,5	-1,9	-0,8	4066	3963	3887
Industries agro-alimentaires	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	0,4	-	-	0,3	-0,3	-0,6	-	582	580	576
Énergie	-0,8	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	-	-	-1,3	-1,3	-0,9	-	240	237	235
Industrie manufacturière	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,6	-3,0	-2,2	-1,1	3244	3146	3075
dont :																	
Biens de consommation	-1,1	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-3,1	-3,9	-3,0	-	681	654	635
Automobile	0,5	0,4	-0,6	0,0	-0,6	0,6	0,8	0,4	-	-	-1,3	0,3	1,2	-	293	294	298
Biens d'équipement	-0,7	-0,9	-0,8	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-	-	-2,4	-3,2	-1,6	-	817	791	778
Biens intermédiaires	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-	-	-2,7	-3,2	-3,0	-	1453	1407	1364
Construction	0,1	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5	0,2	1,0	1,3	1,0	1266	1279	1296
Tertiaire essentiellement marchand	-0,3	0,0	-0,1	0,5	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	1,1	0,2	0,8	0,4	10131	10149	10225
dont :																	
Commerces	0,0	0,2	0,0	0,4	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	1,0	0,6	0,1	0,4	2983	3001	3005
Transports	0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,0	-0,2	-0,1	0,3	1073	1071	1070
Services marchands (y compris intérim)	-0,4	0,0	-0,2	0,8	0,2	0,7	0,4	0,1	0,3	0,3	1,2	0,1	1,4	0,6	5362	5366	5441
Activités financières	-0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-	-	1,8	-0,5	0,0	-	713	710	709
	Glissements semestriels en % - CVS										Glissements annuels (sauf * en semestriel) en % - CVS						
	2003				2004				2005		2002	2003	2004	2005 S1*	2002	2003	2004
	S1		S2		S1		S2		S1								
Tertiaire essentiellement non marchand (y compris CES, CEC...)	0,1		-0,1		-0,2		0,3		0,2		1,8	-0,1	0,1	0,2	6760	6751	6760
dont emplois aidés	-9,8		-12,6		-15,1		-6,7		-5,9		-2,5	-21,2	-20,8	-5,9	483	381	302
EMPLOI TOTAL (y compris salariés agricoles et non-salariés)	-0,3		-0,1		0,0		0,1		0,2		0,6	-0,4	0,1	0,2	24709	24612	24632

Prévision
(1) Secteurs EB-EP



stabiliseraient en deçà de leur tendance de long terme pour atteindre +3,0% à la fin du premier semestre de 2005 (cf. graphique 2).

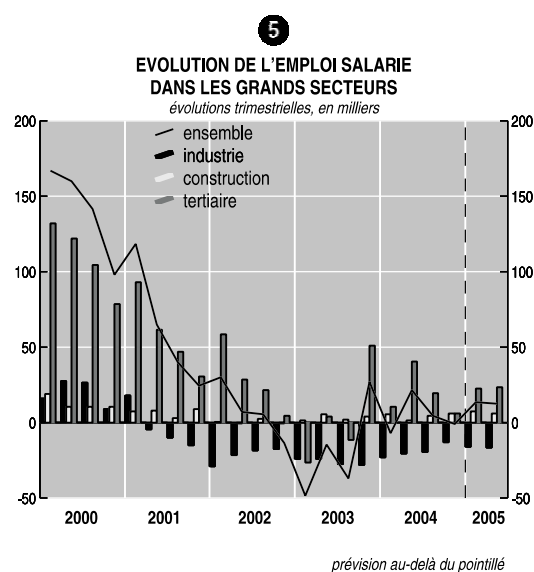
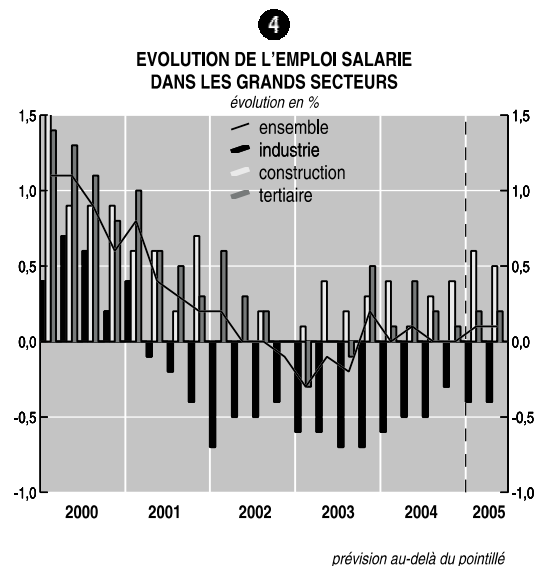
Les créations d'emplois dans la construction se poursuivraient à un rythme soutenu

En 2004, la construction a créé environ 17 000 emplois (dont 10 000 au second semestre). Les soldes d'opinion des chefs d'entreprise sur les effectifs prévus montrent que cette croissance se poursuivrait au début de l'année 2005 sur des rythmes trimestriels légèrement supérieurs à ceux observés en fin d'année 2004 (cf. graphique 3) : 0,6% puis 0,5% sur les deux premiers trimestres. Près de 15 000 postes seraient ainsi créés au cours de cette période.

L'emploi dans le secteur tertiaire marchand progresse régulièrement

Le secteur tertiaire a créé environ 80 000 emplois en 2004. Cette progression se confirmerait au premier semestre de 2005 : environ 45 000 emplois y seraient créés, soit une croissance de 0,2% par trimestre (cf. graphiques 4 et 5).

Après avoir marqué le pas au cours du second semestre de 2004, les créations d'emploi dans le commerce reprendraient en début d'année 2005 : l'emploi croîtrait de 0,2% puis 0,3% sur les deux premiers trimestres de 2005. L'emploi dans les services marchands progresserait au cours des six premiers mois de 2005 au même rythme qu'en 2004 (+0,3% en rythme trimestriel), les entrepreneurs étant plus prudents au début d'année sur leurs perspectives d'embauche (cf. graphique 3).



L'emploi salarié dans le secteur non marchand serait en augmentation sur le premier semestre de 2005

En 2004, l'emploi tertiaire non marchand a été en légère augmentation (+0,1% en glissement annuel). Ce sont principalement les secteurs de l'éducation et de la santé privées qui ont porté cette hausse (+2,1% en glissement annuel), tandis que la fonction publique d'État a vu ses effectifs diminuer d'environ 20 000. Cette hausse globale de l'emploi dans le secteur non marchand a pourtant été freinée par la forte décreue en 2004 du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand (cf. encadré 1), soit près de 80 000 emplois aidés en moins.

Sur le premier semestre de 2005, la création d'emplois dans les secteurs non marchands accélérerait (+0,4% en glissement semestriel). Hors dispositifs d'aide, l'emploi dans ces secteurs poursuivrait en effet son augmentation, quoique à un rythme plus ralenti. Surtout, la baisse du nombre de bénéficiai-

res d'un contrat aidé serait bien moins marquée : le nombre de sorties du dispositif « emploi jeune » baisserait à nouveau sur le premier semestre de 2005 et, parallèlement, les nouvelles mesures du « plan de cohésion sociale » entreraient en application à compter du deuxième trimestre de l'année. Plus particulièrement, les dispositifs « contrat emploi solidarité » (CES) et « contrat emploi consolidé » (CEC) seraient remplacés par le « contrat d'accompagnement dans l'emploi » (CAE) et le nouveau « contrat d'avenir » enregistrerait ses premières entrées⁽¹⁾. Les nouveaux dispositifs ne se mettant en place que progressivement, les sorties d'emplois aidés continueraient de l'emporter sur les entrées au premier semestre de 2005 ; l'effet net serait d'environ 20 000 bénéficiaires en moins.

(1) Pour plus d'informations sur les modifications intervenues dans la politique de l'emploi consécutives à l'entrée en vigueur du plan de cohésion sociale, se reporter à l'encadré de la fiche emploi de la note de conjoncture de décembre 2004 « les changements de la politique de l'emploi en 2005 ».

L'emploi total serait en progression au premier semestre de 2005

L'emploi total a progressé sur l'année 2004 (+ 20 000), cette hausse étant concentrée sur le second semestre. La modeste progression de l'emploi salarié ainsi que la hausse de l'emploi tertiaire non marchand hors dispositifs d'aide a plus que compensé la baisse observée du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand consécutive à l'arrêt de certains de ces dispositifs.

Sur le premier semestre de 2005, l'emploi total continuerait de progresser à un rythme comparable au semestre précédent, soit 41 000 postes supplémentaires. ■

Les dispositifs d'aide à l'emploi marchand

En terme de flux, le bilan net des dispositifs d'aide à l'emploi marchand est neutre sur l'emploi en 2004 (-2 000 emplois sur l'année) et ne serait pas plus important début 2005 (+1 000), pour un stock de 669 000 bénéficiaires d'un contrat aidé. Les dispositifs se décomposent en mesures générales d'une part, et en dispositifs spécifiques destinés à des publics particuliers, d'autre part.

Les mesures générales n'auraient quasiment plus d'effet en 2004 et en 2005. Le mécanisme associant réduction du temps de travail (RTT) et baisse des cotisations sociales s'est interrompu. En effet, les entreprises n'ayant pas réduit leur temps de travail n'ont plus d'incitation à le faire. Depuis le 1^{er} juillet 2003, l'allègement « Aubry II » a été remplacé par l'allègement « Fillon » qui n'est plus conditionné par la réduction du temps de travail. L'effet sur l'emploi de l'allègement « Fillon » est compensé par celui de l'augmentation du coût du travail induite par l'harmonisation des niveaux de Smic mensuels à l'horizon de juillet 2005⁽¹⁾. Les autres mesures générales existantes n'auraient également plus d'effet sur l'emploi.

Concernant les dispositifs spécifiques d'aide à l'emploi marchand, les sorties de dispositif l'ont légèrement emporté sur les entrées en 2004 alors que l'écart était plus prononcé en 2003 et en 2002, d'où un effet net sur l'emploi légèrement négatif (-4 000 emplois). Début 2005, l'effet net sur l'emploi serait légèrement positif, pour la première fois depuis 1999 (+1 000 emplois).

Cette évolution résulte tout d'abord de l'augmentation des entrées en 2004 dans les dispositifs spécifiques : 669 000 entrées enregistrées en 2004, après 621 000 en 2003. Les entrées seraient également en hausse en 2005.

(1) Pour plus d'information sur le dispositif d'allègement de charges « Fillon » se reporter à la fiche « salaires » de cette note de conjoncture.

Plus particulièrement, les entrées en Contrat Initiative Emploi (CIE) ont été plus vigoureuses qu'en 2003 ; il en est de même pour les entrées dans les contrats en alternance (apprentissage, qualification, orientation, adaptation puis contrats de professionnalisation). Ainsi, les effets nets sur l'emploi de ces mesures ont été positifs en 2004, et le seraient encore début 2005.

Les entrées en Contrat Jeune en Entreprise se sont ralenties en 2004 mais cette mesure a tout de même eu un effet positif sur l'emploi en 2004.

Enfin, les sorties de bénéficiaires du dispositif d'abattement à temps partiel se sont ralenties : après 30 000 bénéficiaires en moins en 2003, seulement 13 000 personnes sont sorties de ce dispositif en 2004. Ce ralentissement se prolongerait en 2005.

Le nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand s'est inscrit à la baisse en 2004 à un rythme plus faible qu'en 2003, et serait en hausse en 2005.

Après avoir fortement diminué en 2003, les entrées dans les dispositifs d'aide à l'emploi non marchand diminuent plus modérément en 2004 : 345 000 entrées après 397 000 en 2003. En 2005, elles seraient en hausse en lien avec les nouvelles mesures du pacte de solidarité.

Le volume d'entrées en Contrat Emploi Solidarité (CES) a moins baissé que prévu initialement dans la loi de finances 2004 : 170 000 entrées étaient initialement prévues pour l'année mais le budget afférent à cette mesure a été augmenté en cours d'année pour maintenir un volume d'entrées plus conséquent et 233 000 CES ont ainsi été conclus en 2004.

En revanche, le nombre de Contrats Emploi Consolidés (CEC) a fortement baissé en 2004 : un peu moins de 15 000 entrées ont été observées.

**DISPOSITIFS SPÉCIFIQUES D'AIDE À L'EMPLOI MARCHAND
(hors mesures générales comme les allègements généraux de cotisations sociales et réduction du temps de travail)**

(en milliers)

	Flux d'entrées			Nombre de bénéficiaires (glissement annuel en fin d'année)**		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Emploi aidé dans le secteur marchand *	652	621	669	-210	-137	29
dont :						
Abaissement des coûts salariaux	182	166	174	-190	-132	-7
<i>dont Abattement temps partiel</i>	<i>68</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-104</i>	<i>-119</i>	<i>-53</i>
<i>Contrat initiative emploi</i>	<i>52</i>	<i>65</i>	<i>93</i>	<i>-52</i>	<i>-5</i>	<i>16</i>
<i>Exonérations à l'embauche</i>	<i>73</i>	<i>111</i>	<i>90</i>	<i>-34</i>	<i>-5</i>	<i>30</i>
Formation en alternance	416	390	417	-19	-17	13

* Y compris « insertion par l'économie » et aide à la création d'emploi et d'activité ; seules les principales mesures sont détaillées ici.

**Le nombre de bénéficiaires annuel d'une mesure s'obtient à partir des flux d'entrées observés ou prévus sur la période et des taux de ruptures de contrat usuels. Il ne doit pas être lu comme un effet direct sur l'emploi ; l'effet sur l'emploi se mesure à partir de la variation du nombre de bénéficiaires avec prise en compte d'éventuels effets de substitution et d'aubaine.

Sources : Dares, CNAISE, ANPE, Unédic

ENCADRÉ : LES POLITIQUES D'AIDE À L'EMPLOI (SUITE)

Au final, le nombre de bénéficiaires d'un CEC ou d'un CES a ainsi diminué de 31 000 en 2004. Il diminuerait encore plus fortement au début 2005, étant donné l'arrêt de ces dispositifs. Les entrées en Contrat d'Avenir et en Contrat d'Accompagnement vers l'Emploi compenseraient ces sorties à partir du deuxième trimestre 2005.

De plus, les sorties du dispositif « emploi jeune » (arrêté au 1^{er} janvier 2003) se seraient poursuivies en 2004, quoique à un rythme légèrement moins soutenu qu'en 2003 : 50 000 bénéficiaires de moins sont observés en 2004 pour ce contrat. Ces sorties se poursuivraient au début 2005, à un rythme toutefois moindre.

Enfin, les montées en charge attendues en 2004 des deux dispositifs d'aide à l'emploi non marchand -le Contrat d'Insertion « Revenu Minimum d'Activité » (CIRMA) et le Contrat d'Insertion dans la Vie Sociale (Civis)- ne se sont pas réalisées. Ainsi, moins de 1 000 entrées pour chacun de ces contrats ont été enregistrées en 2004, alors que 50 000 entrées pour le CIRMA et environ 10 000 entrées pour le Civis étaient attendues.

Ainsi, du fait de la non-reconduction de certains dispositifs et du caractère progressif de la montée en charge des nouveaux dispositifs, le nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand était en baisse en 2004 : 79 000 bénéficiaires de moins sont observés en 2004 après une baisse de 102 000 en 2003. ■

DISPOSITIFS D'AIDE À L'EMPLOI NON MARCHAND

(en milliers)

	Flux d'entrées (y compris reconduction de contrats)			Nombre de bénéficiaires (glissement annuel en fin d'année)			Nombre de bénéficiaires (stock en fin d'année)		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004*	2002	2003	2004*
Emploi aidé dans le secteur non marchand	479	397	345	-13	-102	-79	483	381	302
Contrats Emploi Solidarité	285	250	233	-5	-19	-7	144	125	118
Contrats Emploi Consolidé	137	118	92	-1	-19	-24	134	116	92
Contrats Emploi Ville	0	0	0	-1	0	0	0	0	0
Emplois Jeunes	56	29	17	-5	-65	-50	205	140	90
Revenu Minimum d'Activité	0	0	1	0	0	1	0	0	1
Civis	0	0	1	0	0	1	0	0	1

Sources : Dares, CNASEA

* Estimations Dares et Insee pour les stocks de bénéficiaires des 6 derniers mois ; données arrêtées au 1^{er} mars 2005

Chômage

À la fin de janvier 2005, le nombre de chômeurs au sens du BIT s'est établi à 2 764 000 personnes, soit 10,1% de la population active. Sur l'ensemble de l'année 2004, le nombre de chômeurs a été quasiment stable. Alors que le taux de chômage des plus de 25 ans a un peu baissé, celui des jeunes a continué d'augmenter tout au long de l'année, atteignant 22,9% à la fin janvier 2005.

Avec une reprise de l'emploi total sur le second semestre de 2004 puis sur le premier semestre de 2005, le chômage se stabiliserait jusqu'au milieu de l'année 2005 : il s'établirait à 9,9% à la fin du mois de juin 2005.

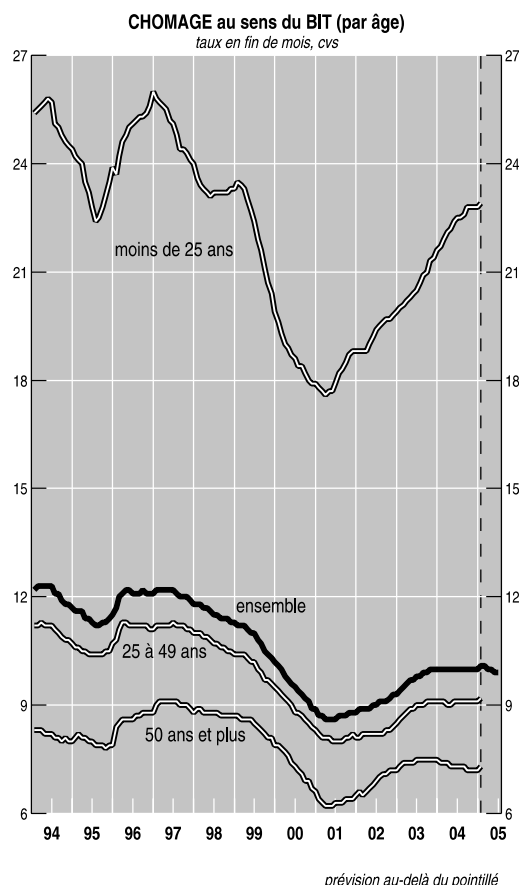
Le chômage a été globalement stable en 2004

En 2004, le taux de chômage est resté stable à 10,0% sur toute l'année⁽¹⁾. Fin décembre 2004, le nombre de chômeurs apparaît toutefois en très légère hausse sur un an (+4 600 personnes), soit un taux de chômage de 10,0% (cf. tableau 1 et graphique 1). À la fin du mois de janvier 2005, le taux de chômage a rebondi à 10,1%, tandis que les entrées en Contrat Emploi Solidarité et en Contrat Emploi Consolidé ont particulièrement ralenti entre la fin 2004 et le début 2005 et que l'emploi salarié concurrentiel a baissé de 0,1% courant janvier.

(1) Sous l'effet des modifications du régime d'indemnisation des chômeurs, le nombre de chômeurs a légèrement baissé sur le premier trimestre de l'année puis est reparti à la hausse les deux trimestres suivants pour amorcer à nouveau une baisse sur le dernier trimestre de l'année.

Le régime d'indemnisation des chômeurs a été modifié et mis en application au 1er janvier 2004. Les durées d'indemnisation sont plus courtes et les conditions d'accès plus strictes. De plus, les changements se sont appliqués de façon rétroactive aux bénéficiaires encore indemnisés au 31 décembre 2003. Ainsi, un nombre important de chômeurs a cessé d'être indemnisé le 1er janvier 2004 et les absences au contrôle observées par l'ANPE pour janvier 2004 se sont fortement accrues, entraînant une baisse inhabituelle des flux de demandeurs d'emploi inscrits. Le calcul des taux de chômage au sens du BIT s'appuyant en partie sur la variation du nombre de certains demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE, le nombre de chômeurs calculé fin janvier est donc sous-estimé en raison de l'impact de cette réforme. Suite à l'annulation de la convention Unédic par le Conseil d'État, la réinscription de ces demandeurs d'emploi a entraîné une hausse non conjoncturelle du chômage pendant le deuxième trimestre.

1



Le chômage des jeunes n'a cessé de progresser en 2004 alors que celui des plus de 50 ans s'inscrivait en baisse

Le taux de chômage des jeunes (moins de 25 ans) a progressé, pour s'établir à 22,9% fin janvier 2005 après 21,6% fin décembre 2003. Le manque de dynamisme de l'emploi intérimaire expliquerait en partie cette hausse du chômage des jeunes, ces derniers étant plus souvent en intérim que les autres actifs : 7,5% des moins de 25 ans ayant un emploi sont intérimaires contre moins de 2% des 25-49 ans. De plus, les entrées en contrat en alternance et en contrat jeune en entreprise ont été plus faibles qu'en 2003 et les sorties des contrats « emploi jeune » se sont poursuivies à un rythme soutenu en 2004. La hausse du chômage des jeunes a principalement tou-

TABLEAU 1 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS DU BIT ⁽¹⁾

	Niveaux en fin de période, CVS										(en %)		
	2003				2004				2005		Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	2002	2003	2004
Ensemble	9,6	9,8	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	9,0	9,7	10,0
Moins de 25 ans	20,2	20,5	21,0	21,6	22,1	22,5	22,8	22,8	-	-	19,1	20,8	22,4
25 à 49 ans	8,8	9,0	9,1	9,1	9,0	9,1	9,1	9,1	-	-	8,3	8,9	9,1
50 ans et plus	7,4	7,5	7,5	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	-	-	6,7	7,4	7,3

■ Prévvision

(1) Les taux de chômage tiennent compte des résultats de l'enquête emploi en continu parus le 21 mars 2005.

ché les hommes, qui sont sur-représentés dans les secteurs industriels où les baisses d'effectifs ont été sensibles en 2004.

En revanche, sur l'ensemble de l'année 2004, le chômage des plus de 50 ans est en diminution, plus particulièrement pour les hommes. Cette baisse est notamment à relier à la montée en charge du dispositif de départ pour carrière longue, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2004 et touchant essentiellement des hommes. De 7,5% à la fin de décembre 2003, le taux de chômage des plus de 50 ans a baissé à 7,3% à la fin du mois de janvier 2005.

L'offre de travail a moins progressé en 2004 qu'en 2003

L'accroissement de l'offre de travail a été nettement moins fort en 2004 qu'en 2003 (+35 000 contre +105 000, cf. tableau 2)⁽²⁾, essentiellement sous l'effet des départs à la retraite des personnes ayant eu des carrières longues⁽³⁾.

La part de la classe d'âge la plus active (25-49 ans) dans la population totale continue de diminuer, en lien avec le vieillissement de la population. Ainsi, la population active tendancielle continue de ralentir en 2004 (+108 000 en 2004 après +125 000 en 2003). En revanche, l'effet de flexion⁽⁴⁾ s'est affaibli en 2004, ne décourageant qu'environ 1 000 personnes supplémentaires d'entrer sur le marché du travail, contre 28 000 en 2003.

Surtout, les dispositifs de retrait d'activité (pré-retraites, départs en retraite anticipée et stages d'insertion et de formation à destination des chômeurs)⁽⁵⁾ ont fortement contribué au ralentissement de la population active. Leur effet net a été de -71 000 personnes en 2004 contre +9 000 en 2003. Cette évolution résulte surtout de la possibilité de départ anticipé en retraite. En effet, depuis le 1^{er} janvier 2004, de nouvelles règles sont instituées pour permettre aux actifs ayant commencé à travailler jeunes et ayant eu des carrières longues de partir à la retraite avant 60 ans, sous certaines conditions. L'impact de la montée en charge de ce dispositif sur la population active a été de l'ordre de 90 000 personnes sur l'ensemble de l'année 2004. De plus, le stock de bénéficiaires du dispositif Cats⁽⁶⁾ a de nou-

veau augmenté en 2004. En revanche, le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation⁽⁷⁾ a été en baisse pour l'année 2004. Il en a été de même pour le nombre de bénéficiaires de dispositifs de préretraite tels que l'Arpe⁽⁸⁾ et l'ASFNE⁽⁹⁾.

Le taux de chômage serait stable, pour atteindre 9,9% à la fin du premier semestre de 2005

En 2005, l'accroissement de l'offre de travail serait un peu plus élevé qu'en 2004 (+28 000 sur le premier semestre). L'emploi total (+41 000) progressant à peine plus rapidement que la population active (+28 000) au premier semestre de 2005, le taux de chômage au sens du BIT se stabiliserait autour de 10% au cours des 6 premiers mois de 2005 : il s'établirait à 9,9% à la fin du mois de juin 2005, après 10,1% à la fin du mois de janvier 2005.

La population active tendancielle continuerait de ralentir en 2005 (+39 000 sur le premier semestre de 2005 contre +49 000 sur le second semestre de 2004). Néanmoins, la réforme des retraites de 2003 limiterait ce mouvement : via l'effet de la surcote, elle inciterait une partie des personnes pouvant partir en retraite en 2005 à prolonger leur activité.

(2) Les évolutions de la population active « potentielle » sont composées des variations de la population active tendancielle, des effets de la conjoncture sur les taux d'activité (flexion) et des effets des mesures de retraits d'activité sur la population active (stages, préretraites, retraites anticipées).

(3) Pour plus de détails sur le dispositif de départ en retraite anticipée, se reporter au dossier thématique « Quel ralentissement de la population attendre en 2004 ? » publié dans la note de conjoncture de décembre 2003.

(4) Lorsque la conjoncture est mal orientée, une partie de la population renonce à entrer sur le marché du travail : c'est l'effet de flexion.

(5) Si le stock de bénéficiaires des dispositifs de retrait d'activité augmente, la population active tendancielle en est diminuée d'autant.

(6) Cessation d'Activité de certains Travailleurs Salariés

(7) Sont comptés ici les Stages d'insertion et de Formation à l'Emploi (SIFE) individuels ou collectifs ainsi que les Stages d'Accès à l'Emploi (SAE).

(8) Allocation Spéciale du Fond National pour l'Emploi

(9) Allocation Spéciale du Fond National pour l'Emploi

TABLEAU 2 : BOUCLAGE DE LA POPULATION ACTIVE

(cvs, en milliers)

	Glissements annuels				Glissements semestriels				
	2001	2002	2003	2004	2003		2004		2005
					1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.
(1) Population active tendancielle	191	150	125	108	63	61	58	49	39
(2) Effets de flexion du chômage	3	-24	-28	-1	-20	-8	-1	0	2
(3) Effet retrait d'activité	45	58	9	-71	8	1	-33	-38	-13
dont : Préretraites	43	45	12	9	9	4	6	3	5
(4) Offre de travail potentielle = (1)+(2)+(3)	239	183	105	35	51	54	24	11	28
(5) Emploi total	260	137	-90	20	-66	-23	-1	21	41
dont : Emploi salarié EB-EP	248	29	-73	17	-63	-10	14	3	27
Emploi non marchand aidé	-18	-13	-102	-79	-47	-55	-58	-22	-18
(6) Contingent	-24	0	0	0	0	0	0	0	0
(7) Chômeurs BIT	9	163	190	5	134	56	5	-1	-13
(8) Population active observée	245	299	100	24	67	33	4	20	28
(9) Défaut de bouclage = (8)-(4)	6	116	-5	-11	16	-21	-19	9	0

 Prévvision

Les effets de flexion s'inverseraient sur le premier semestre de 2005, encourageant près de 2 000 personnes à entrer sur le marché du travail en raison de l'amélioration de la conjoncture de l'emploi. De plus, les dispositifs de retrait d'activité que sont les préretraites et les stages d'insertion et de formation à destination des chômeurs poursuivant leur baisse, quoiqu'à un rythme plus faible ; leur effet à la baisse sur la population active s'en trouverait donc réduit. D'une part, le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation serait en nette baisse à l'issue du premier semestre de 2005 suite à l'arrêt de ces dispositifs d'après le Projet de Loi de Finances 2005. D'autre part, le nombre de bénéficiaires des dispositifs de préretraite tels que l'Arpe, l'ASFNE et le dispositif Cats diminuerait également.

Mais en 2005, comme en 2004, c'est surtout la possibilité de départ anticipé en retraite qui aurait un impact sur la population active. Mise en place depuis le 1^{er} janvier 2004, la montée en charge a été rapide et l'effet aurait été prépondérant en 2004. Toutefois, de nombreuses personnes seraient encore éligibles en 2005. De plus, ce dispositif a été partiellement ouvert depuis le 1^{er} janvier 2005 à la fonction publique. Ainsi, au total, 32 000 personnes quitteraient la population active sur le premier semestre de l'année. ■

Salaires

En 2004, sous l'effet de la reprise de la croissance économique, le salaire moyen par tête (SMPT) du secteur concurrentiel non agricole a progressé en glissement de 2,4% (contre 1,9% en 2003) soit +0,8% en termes de pouvoir d'achat⁽¹⁾ (contre +0,3% en 2003).

Au premier semestre 2005, le SMPT du secteur concurrentiel non agricole croîtrait en glissement annuel de 2,2% (+0,6% en termes réels), conservant un rythme proche de celui de 2004.

L'augmentation du point fonction publique de 0,5% au 1^{er} janvier 2004 a permis au SMPT des administrations publiques de progresser de 2,1% en moyenne annuelle (contre 2,8% en 2003⁽²⁾). En 2005, les revalorisations annoncées du point fonction pu-

blique de 1,0% en glissement en fin d'année (soit une hausse de 0,5% en moyenne sur l'année) induiraient une hausse du SMPT de même ampleur qu'en 2004. Toutefois, cette hausse pourrait être supérieure en fonction du résultat des négociations salariales à venir.

L'accélération du SMPT entre 2003 et 2004 s'expliquerait par l'augmentation de la part variable des salaires, suite à la reprise de la croissance

Le salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur concurrentiel non agricole, qui intègre l'évolution du salaire de base, la variation des primes et des heures supplémentaires, ainsi que les effets de structure⁽³⁾, a accéléré en termes réels en 2004 (+0,8% en 2004 contre +0,3% en 2003). Cette évolution résulterait principalement de l'octroi de primes et de la transformation de temps partiels en temps complets grâce à l'embellie économique observée en 2004. Ainsi les gains de productivité de 2004 auraient surtout été répercutés sur la part variable des salaires.

(1) Le déflateur est ici celui de la consommation des ménages issu des comptes nationaux trimestriels.

(2) Le budget de l'État en 2003 intégrait une enveloppe de mesures catégorielles particulièrement importante, suite à la réduction du temps de travail. Ces mesures expliqueraient en partie l'écart de progression entre 2003 et 2004.

(3) Ces effets traduisent les modifications de la structure des qualifications de la population salariée. Ils découlent notamment des promotions des salariés et des mouvements d'entrée et de sortie.

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DU SALAIRE MOYEN PAR TÊTE (SMPT) DANS LE SECTEUR MARCHAND NON AGRICOLE ET DANS LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (DONNÉES CVS / MOYENNE TRIMESTRIELLE)

	Glissements trimestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles			
	2004				2005		2002	2003	2004	2002	2003	2004	2005
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.							
Salaire moyen par tête (SMPT)													
- dans le secteur marchand non agricole (SMNA) ⁽¹⁾	0,9	0,5	0,4	0,5	0,7	0,6	2,2	1,9	2,4	2,1	1,8	2,5	1,9 acquis
- dans les administrations publiques (APU) ⁽²⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,4	2,8	2,1	-
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,3	0,5	0,3	0,5	0,3	0,5	1,9	1,7	1,6	1,7	1,8	1,5	1,5 acquis
SMPT réel (SMNA)	0,5	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,4	0,3	0,8	0,4	0,0	1,0	-

■ Préviation

(1) Le SMPT tient compte de la dynamique propre aux salaires des très petites entreprises, des variations des primes et des heures supplémentaires, et intègre également des effets de structure.

(2) Le SMPT tient compte de l'ensemble de l'évolution de la rémunération des agents, en particulier des mesures catégorielles, des promotions individuelles et des effets de structure.

En effet, à structure constante, et sans tenir compte des primes et des heures supplémentaires, les évolutions de salaires ont été de même ampleur en 2003 et 2004. Les effets de l'inflation, légèrement plus importants en 2003, ont été compensés par l'épuisement de la modération salariale liée à la réduction du temps de travail⁽⁴⁾ et par une revalorisation des minima salariaux légèrement plus élevée en 2004. La partie fixe des salaires aurait par conséquent peu intégré les gains de productivité induits par la reprise cyclique.

L'évolution du SMPT au premier semestre 2005 serait de même ampleur qu'en 2004

Au premier semestre 2005, l'évolution du salaire de base devrait être quasiment identique à celle de 2004, les impacts combinés de ses facteurs d'évolution, essentiellement chômage et inflation, s'annu-

(4) La plupart des accords négociés dans le cadre des lois « Aubry » ont prévu un maintien du salaire mensuel au moment du passage aux « 35 heures » en contrepartie d'une période de croissance modérée des salaires mensuels.

lant. L'inflexion à la baisse de l'inflation serait notamment compensée par la légère amélioration du marché du travail et par la fin de la modération salariale. Dès lors, le SMPT en glissement annuel devrait progresser dans les mêmes proportions qu'en 2004 : +2,2% soit +0,6% en termes réels.

Une revalorisation moyenne du point fonction publique en 2005

En 2004, le point fonction publique a été revalorisé de 0,5% au 1^{er} janvier 2004 (soit +0,5% en moyenne). L'évolution en moyenne annuelle du SMPT des administrations publiques a été de 2,1%.

En 2005, le gouvernement a décidé une augmentation du point fonction publique de +0,5% au 1^{er} février 2005 et annoncé une autre revalorisation de même ampleur au 1^{er} novembre 2005. D'autres hausses pourraient découler des négociations salariales à venir. Une modification de la grille des catégories C (fusion des échelles E2 et E3) serait également prévue. Enfin, une prime exceptionnelle de 1,2% du traitement indiciaire brut serait prévue pour les agents occupant le dernier échelon de leur grade depuis 3 ans. ■

ENCADRÉ : LES EFFETS DE LA LOI «FILLON» SUR LES SALAIRES ET LE COÛT DU TRAVAIL

Au 1^{er} juillet 2005, suite au processus de convergence induit par la loi « Fillon »⁽¹⁾, le Smic horaire et les garanties mensuelles de rémunérations créées au moment du passage aux « 35 heures »⁽²⁾ coïncideront (cf. tableau 1 et graphique A).

La dernière étape impliquerait une revalorisation des salaires minimaux horaires dans le secteur concurrentiel non agricole de 4,0% en moyenne au 1^{er} juillet 2005, après 4,5% au 1^{er} juillet 2004. Cette hausse se traduirait par une augmentation de 0,4 point du SMPT, via un effet de diffusion au niveau des bas salaires. Les ouvriers et les employés en seraient les principaux bénéficiaires avec un gain salarial de l'ordre de 0,5 point contre 0,2 point pour les professions intermédiaires, et un impact non significatif sur le salaire des cadres⁽³⁾.

(1) Loi n°2003-47 du 17 janvier 2003.

(2) Loi n°2000-37 du 19 janvier 2000 dite loi « Aubry II ».

(3) Cette évaluation repose sur des modèles économétriques analogues à celui développé dans le dossier « Prévoir l'évolution des salaires en France » de la note de conjoncture de mars 2002. En supposant que l'élasticité du SMPT aux salaires minimaux réels est égale à celle du Salaire Mensuel de Base à ces mêmes salaires, on obtient qu'une revalorisation de 1% des minima salariaux impliquerait une hausse salariale de 0,10 point pour l'ensemble des salariés, 0,13 point pour les ouvriers, 0,11 point pour les employés et 0,05 point pour les professions intermédiaires.

Au total, sur la période de convergence des minima légaux, c'est-à-dire entre le 1^{er} juillet 2003 et le 1^{er} juillet 2005, le SMIC horaire aurait progressé de 17,2% et l'ensemble des salaires minimaux de 13,0%, contre moins de 7,0% si l'ancien système de revalorisation avait été

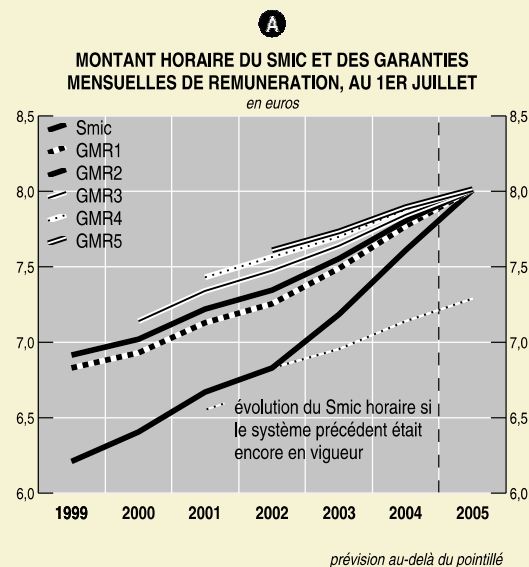


TABLEAU 1 : FIN DE LA CONVERGENCE DES SMIC EN JUILLET 2005

Revalorisations du Smic et des garanties mensuelles de rémunération (GMR) (en %)

	Revalorisation au 1 ^{er} juillet de l'année...					Montant mensuel brut 2004 (en €)
	2001	2002	2003	2004	2005	
Entreprises passées aux 35 heures...						
... entre le 15 juin 1998 et le 30 juin 1999 (GMR1)	+2,9	+1,8	+3,2	+3,7	+3,2	1 215
... entre le 1 ^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000 (GMR2)	+2,9	+1,8	+2,8	+3,3	+2,8	
... entre le 1 ^{er} juillet 2000 et le 30 juin 2001 (GMR3)	+2,9	+1,8	+2,2	+2,7	+2,2	
... entre le 1 ^{er} juillet 2001 et le 30 juin 2002 (GMR4)	-	+1,8	+1,8	+2,3	+1,8	
... depuis le 1 ^{er} juillet 2002 (GMR5)	-	-	+1,6	+2,1	+1,6	
Smic horaire dans les entreprises à 35 heures	+4,1	+2,4	+5,3	+5,8	+5,3	1 354
Smic horaire dans les entreprises à 39 heures						
Moyenne des revalorisations pour les salariés rémunérés au niveau des minima légaux (1)						
Entreprises de 10 salariés et plus	+3,5	+2,0	+ 3,8	+ 4,3	+3,8	
Toutes entreprises	+3,7	+2,1	+ 3,9	+ 4,4	+4,0	

Prévision

(1) Estimation réalisée à partir des enquêtes ACEMO du ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale : enquête annuelle sur les bénéficiaires des minima légaux au 1^{er} juillet 2003.

TABLEAU 2 : EFFETS DE LA CONVERGENCE DES SALAIRES MINIMAUX SUR L'ÉVOLUTION DES SALAIRES EN GLISSEMENT ANNUEL

(en point)

	juillet 2003		juillet 2004		juillet 2005		TOTAL	
Ouvriers	0,5	(0,2)	0,6	(0,3)	0,6	(0,3)	1,7	(0,9)
Employés	0,4	(0,2)	0,5	(0,3)	0,4	(0,2)	1,4	(0,7)
Emplois intermédiaires	0,2	(0,1)	0,2	(0,1)	0,2	(0,1)	0,6	(0,3)
Cadres	n.s	(n.s)	n.s	(n.s)	n.s	(n.s)	n.s	(0,0)
Ensemble	0,4	(0,2)	0,5	(0,3)	0,4	(0,2)	1,3	(0,7)

Entre parenthèses : impact des revalorisations des salaires minimaux si l'ancien dispositif de revalorisation était encore en vigueur

TABLEAU 3 : IMPACT DE LA LOI «FILLON» SUR LE COÛT MOYEN DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR CONCURRENTIEL NON AGRICOLE

	<i>(glissement annuel, en %)</i>			
	juillet 2003	juillet 2004	janvier 2005	juillet 2005
Impact du changement du système d'exonérations ⁽¹⁾	-0,2	-0,3	-0,1	0,0
Impact de la convergence des SMIC ⁽²⁾	0,2	0,2	0,2	0,2
Impact total de la loi «Fillon» sur le coût du travail	0,1	-0,1	0,0	0,2

(1) Effet sur le coût du travail du changement de système d'exonération (exemple : le dispositif de juillet 2004 a permis de réduire le coût du travail de 0,3% par rapport au dispositif de juillet 2003).

(2) Effet sur le coût du travail de la convergence des salaires minimaux par rapport au système de revalorisation en vigueur avant la loi « Fillon ».

TABLEAU 4

	Entreprises « aux 35 heures »	Entreprises « aux 39 heures »
Avant juillet 2003	Aide « pérenne » 610 € par an et par salarié aux 35 heures Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,8 Smic Montant maximal : 26 % du salaire	Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,3 Smic (ristourne « Juppé ») Montant maximal : 18,2 % du salaire
juillet 2003-juin 2004	Suppression de l'aide « pérenne » Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,7 Smic Montant maximal : 26 % du salaire	Allègement dégressif par salarié jusqu'à 1,5 Smic Montant maximal : 20,8 % du salaire
juillet 2004-décembre 2004	Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,7 Smic Montant maximal : 26 % du salaire	Allègement dégressif par salarié jusqu'à 1,6 Smic Montant maximal : 23,4 % du salaire
janvier 2005- juin 2005	Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,6 Smic Montant maximal : 26 % du salaire	Allègement dégressif par salarié jusqu'à 1,6 Smic Montant maximal : 23,4 % du salaire
À partir de juillet 2005	Allègement dégressif par salarié rémunéré jusqu'à 1,6 Smic Montant maximal : 26 % du salaire	

conservé⁽⁴⁾. Cet accroissement aurait permis au SMPT de gagner 1,3 point, soit 0,6 point de plus qu'avec l'ancien système (cf. tableau 2). Les ouvriers et les employés auraient particulièrement bénéficié de ce dispositif avec respectivement 1,7 et 1,4 point supplémentaire d'évolution salariale alors que celle des professions intermédiaires enregistrait un gain supplémentaire de 0,6 point.

La convergence des salaires minimaux a été accompagnée d'une modification des allègements de cotisations sur les bas salaires qui a permis de compenser presque intégralement les hausses du coût du travail induites par le nouveau dispositif de revalorisation des

minima légaux (cf. tableau 3). Les dispositifs d'exonérations, initialement différents pour les entreprises passées aux 35 heures et restées aux 39 heures (cf. tableau 4), devraient coïncider au 1^{er} juillet 2005. En effet, l'ensemble des entreprises devrait bénéficier d'allègements de cotisations patronales dans la limite de 26% du salaire, pour les salariés rémunérés jusqu'à 1,6 Smic. ■

(4) Avant la loi « Fillon », les revalorisations des salaires minimaux correspondaient à l'évolution de mai à mai de l'indice des prix hors tabac des ménages urbains dont le chef de famille est ouvrier ou employé, à laquelle s'ajoutait la moitié de l'évolution du pouvoir d'achat du salaire de base ouvrier (horaire pour le Smic, mensuel pour les Garanties Mensuelles de Rémunération) de mars à mars.

Revenus des ménages

En 2004, le revenu disponible brut des ménages a progressé en valeur de 3,1% en moyenne annuelle (contre 2,3% en 2003), soutenu par l'accélération des revenus de la propriété dans un contexte d'amélioration de la situation financière des entreprises. Le pouvoir d'achat des ménages a accéléré, progressant de 1,6%, après 0,5% en 2003.

Au premier semestre de 2005, le revenu disponible brut décélérerait (+1,4% en glissement semestriel après +1,9% au second semestre de 2004). En effet, les revenus d'activité accéléreraient mais l'évolution des impôts sur le revenu (notamment CSG et CRDS) jouerait en sens inverse. Le glissement des prix s'infléchissant légèrement, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait de 0,7%.

Le pouvoir d'achat des ménages décélérerait au premier semestre de 2005

Le revenu disponible brut a accéléré en 2004 (+3,1% après +2,3% en 2003). Le dynamisme des revenus de la propriété⁽¹⁾ y a contribué à hauteur de 0,5 point sous les effets conjugués de l'accélération

des dividendes liée à l'amélioration de la situation des entreprises en 2004 et de l'allègement des charges d'intérêts du fait de la baisse des taux à moyen et long terme. En outre, la plus forte croissance de la masse salariale a compensé l'infléchissement de l'EBE des entrepreneurs individuels⁽²⁾. L'EBE des ménages purs (ménages hors entrepreneurs individuels), i.e. les loyers que les particuliers propriétaires de logement perçoivent ou pourraient percevoir s'ils mettaient leur bien en location, corrigés de la taxe foncière, a progressé de 5,1% comme en 2003. Le ralentissement des prix à la consommation a renforcé cette tendance, permettant ainsi au pouvoir d'achat des ménages de progresser de 1,6% contre 0,5% en 2003.

(1) Les revenus de la propriété comprennent les revenus issus d'actifs financiers ou corporels non produits, c'est-à-dire : les dividendes versés par les sociétés, les intérêts reçus ou versés par les ménages, les revenus de la propriété attribués aux assurés ainsi que les loyers des terrains (les loyers des logements, actifs corporels produits, sont considérés comme le paiement d'un service en comptabilité nationale).

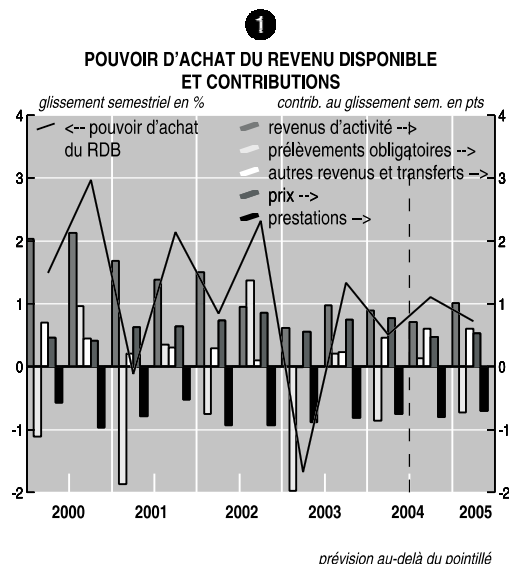
(2) L'EBE des entrepreneurs individuels est le solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il s'agit d'un revenu mixte puisqu'il rémunère le travail effectué par le propriétaire de l'entreprise individuelle et éventuellement les membres de sa famille et contient également le profit réalisé en tant qu'entrepreneur.

REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES

	Glissements semestriels					Glissements annuels			(évolution en %)		
	2003		2004		2005				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Revenu disponible brut (100%)	-0,8	2,2	1,3	1,9	1,4	5,1	1,3	3,2	4,3	2,3	3,1
dont :											
Revenus d'activité (71%)	0,9	1,4	1,3	1,0	1,4	3,5	2,3	2,3	3,7	2,4	2,4
Salaires bruts (59%)	0,8	1,3	1,4	1,1	1,5	3,2	2,0	2,5	3,6	2,0	2,6
Excédent brut d'exploitation (12%) des entrepreneurs individuels	1,5	1,9	0,5	0,6	1,4	5,0	3,4	1,1	4,1	3,9	1,7
Prestations sociales en espèces (31%)	1,8	2,4	2,4	1,5	1,7	5,2	4,2	3,9	4,9	4,4	4,2
Revenus de la propriété (10%)	-2,4	-0,5	1,3	2,4	3,3	-4,3	-2,8	3,8	-2,7	-4,1	1,5
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25%)	8,9	-0,9	3,7	-0,5	3,1	-2,7	8,0	3,1	1,6	3,6	3,2
Cotisations des salariés (-8%)	2,5	1,6	1,4	1,5	1,6	4,1	4,1	2,9	5,1	4,5	3,1
Cotisations des non salariés (-2%)	0,4	0,8	2,4	-3,7	5,9	-1,2	1,2	-1,5	2,6	2,3	2,5
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-15%)	14,4	-2,5	5,2	-1,3	3,6	-6,9	11,5	3,8	-0,6	3,3	3,3
Revenus hors impôts	0,9	1,6	1,7	1,5	1,7	3,7	2,4	3,3	3,7	2,4	3,1
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,9	0,8	0,7	0,8	0,7	1,9	1,7	1,6	1,7	1,8	1,5
Pouvoir d'achat du RDB	-1,7	1,3	0,5	1,1	0,7	3,2	-0,4	1,6	2,5	0,5	1,6

■ Prévvision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.



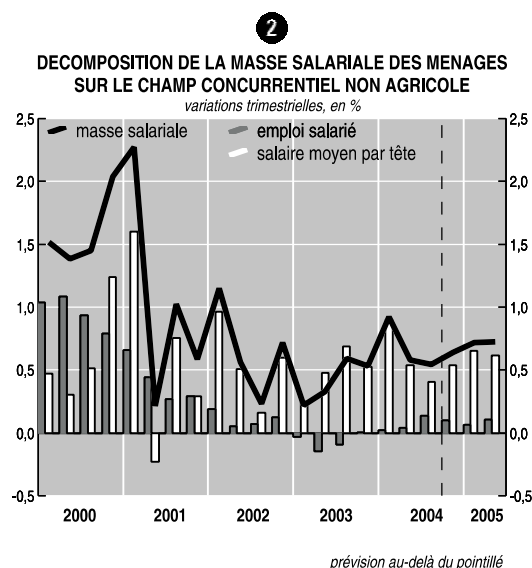
Au premier semestre de 2005, le revenu disponible brut des ménages progresserait de 1,4% en terme nominal, soit un ralentissement de 0,5 point en glissement semestriel. L'accélération des impôts sur le revenu l'emporterait sur le dynamisme des salaires et le redressement de l'EBE des entrepreneurs individuels. Les revenus de la propriété contribueraient à nouveau positivement au revenu disponible brut au premier semestre de 2005. Le glissement des prix s'infléchissant, le pouvoir d'achat des ménages décélérerait de 1,1% à 0,7% en glissement semestriel.

Les revenus d'activité accéléreraient début 2005

En 2004, les revenus d'activité ont progressé au même rythme qu'en 2003. En effet, l'accélération de la masse salariale reçue par les ménages, essentiellement due au secteur privé, a compensé l'infléchissement de l'EBE des entrepreneurs individuels, dans l'agriculture et la santé marchande notamment.

Sur le champ marchand non agricole, la masse salariale a accéléré, progressant de 2,6% après 1,7% en 2003. L'emploi a légèrement augmenté et l'embellie de la situation économique a été favorable aux primes et heures supplémentaires, tirant à la hausse le salaire moyen par tête (cf. fiche « Salaires »). La masse salariale versée par les administrations publiques aurait légèrement décéléré en lien avec la baisse des effectifs et un salaire moyen par tête moins dynamique qu'en 2003 (cf. fiche « Salaires »).

Au premier semestre de 2005, les revenus d'activité accéléreraient par rapport au semestre précédent (+1,4% après +1,0%). Tant l'EBE des entrepreneurs individuels que la masse salariale reçue par les ménages y contribueraient. En effet, sur le champ marchand non agricole, la légère amélioration de l'emploi se confirmerait et le salaire moyen par tête accélérerait. Dans les administrations publiques, l'évolution des effectifs se stabiliserait en lien avec la progression des emplois aidés dans le secteur non marchand et le salaire moyen par tête évoluerait sur les mêmes rythmes qu'en 2004 (cf. fiche « Salaires »).



DE LA MASSE SALARIALE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET ENTREPRISES INDIVIDUELLES À CELLE REÇUE PAR LES MÉNAGES

	Glissements semestriels					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2003		2004		2005						
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Entreprises non financières (SNF - EI) (68%)	0,4	1,2	1,6	1,4	1,5	2,6	1,6	3,0	3,0	1,5	2,8
dont : Salaire moyen par tête	0,7	1,3	1,5	1,1	1,4	2,4	2,0	2,7	2,3	1,8	2,8
Sociétés financières (5%)	1,3	1,0	0,9	0,8	1,7	2,5	2,3	1,7	1,8	2,5	1,8
Administrations publiques (25%)	1,6	1,4	0,8	0,2	1,2	4,5	3,0	0,9	5,4	3,1	1,9
Ménages hors EI (1,8%)	4,5	3,2	1,4	2,6	2,0	6,0	7,8	4,0	5,4	8,2	4,7
Masse salariale brute reçue par les ménages (100%)	0,8	1,3	1,4	1,1	1,5	3,2	2,0	2,5	3,6	2,0	2,6
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	0,5	1,1	1,5	1,2	1,4	2,7	1,7	2,7	2,9	1,7	2,6

■ Prévision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.

LES TRANSFERTS SOCIAUX REÇUS ET VERSÉS PAR LES MÉNAGES

(évolution en %)

	Glissements semestriels					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2003		2004		2005	2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100%)	1,8	2,4	2,4	1,5	1,7	5,2	4,2	3,9	4,9	4,4	4,2
Prestations de Sécurité Sociale (71%)	2,1	2,3	2,7	1,4	1,5	5,2	4,5	4,1	5,0	4,6	4,3
Prestations de régimes privés (6%)	-0,6	6,2	0,4	1,6	3,7	8,4	5,6	2,0	6,4	5,0	4,8
Prestations directes d'employeur (14%)	1,4	2,1	2,7	2,4	1,4	3,6	3,6	5,2	3,9	3,3	4,9
Prestations d'assistance sociale versées par les administrations (8%)	1,7	0,3	0,9	0,3	1,6	6,1	2,0	1,2	4,5	3,4	1,6
Total des prélèvements sociaux	1,8	1,5	1,7	1,1	1,8	2,8	3,3	2,8	4,0	3,3	3,2
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100%)	1,9	1,5	1,6	0,9	1,9	2,7	3,4	2,5	4,0	3,5	3,0
dont : Cotisations des employeurs ⁽¹⁾ (64%)	1,8	1,6	1,6	1,1	1,6	2,6	3,4	2,7	3,6	3,1	3,1
Cotisations des salariés (29%)	2,5	1,6	1,4	1,5	1,6	4,1	4,1	2,9	5,1	4,5	3,1
Cotisations des non-salariés (7%)	0,4	0,8	2,4	-3,7	5,9	-1,2	1,2	-1,5	2,6	2,3	2,5

■ Préviation

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.

(1) Les cotisations employeurs sont à la fois reçues et versées par les ménages en comptabilité nationale : elles n'ont donc pas d'effet sur le revenu disponible brut.

La hausse des prestations sociales resterait proche de celle de l'an passé

En 2004, la progression des prestations sociales a été de 4,2% en moyenne annuelle après 4,4% en 2003. Les prestations d'assistance sociale versées au titre des Contrats Emplois Solidarité ont ralenti ainsi que les prestations chômage et les indemnités journalières tandis que les prestations vieillesse ont été très dynamiques en lien avec de nombreux départs en retraite anticipés (cf. fiche « Chômage »).

Le profil trimestriel des prestations sociales a été marqué par la montée en charge au cours du premier semestre des départs à la retraite anticipés des personnes ayant eu des carrières longues et par l'impact des « recalculés », qui a réduit les prestations chômage versées au premier trimestre puis les a nettement gonflées au deuxième avec le versement des prestations chômage dues aux recalculés. Au total, le glissement semestriel des prestations de sécurité sociale a nettement baissé au second semestre (+1,5% après +2,4%), en contrecoup d'un deuxième trimestre très élevé.

En 2005, dans un contexte de stabilisation du chômage et de fin de la mise en place de la réforme des retraites, les prestations sociales évolueraient sur un rythme de croissance proche de celui de fin 2004 (+1,7% au premier semestre de 2005).

Les prélèvements obligatoires accéléreraient au premier semestre de 2005

En 2004, les impôts versés par les ménages ont progressé au même rythme qu'en 2003. Le ralentissement de l'impôt sur le revenu des personnes physiques a été compensé par l'accélération de la CSG et de l'impôt de solidarité sur la fortune. L'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) s'est infléchi car les revenus d'activité de 2003, qui constituent son assiette, ont nettement décéléré (+2,4% en 2003 après +3,7% en 2002). Les taux d'imposition ont de plus diminué. En revanche, les impôts versés au titre de l'impôt sur la fortune et de la CSG, notamment la CSG sur les revenus de placements, ont accéléré. Le rythme de progression de la taxe d'habitation a été légèrement inférieur à celui de 2003.

Au premier semestre de 2005, les impôts sur le revenu (y compris CSG et CRDS) accéléreraient (+3,6% en glissement semestriel après -1,3%), du fait de la progression de l'assiette et de la hausse des taux de CSG (cf. fiche « Éléments du compte des administrations publiques ») et de la concentration sur la fin de l'année 2004 des effets des baisses d'impôts sur le revenu. ■

Consommation et investissement des ménages

Après un recul au troisième trimestre de 2004, la consommation des ménages a nettement rebondi au quatrième trimestre. Au premier trimestre de 2005, les dépenses devraient continuer de croître à un rythme soutenu, avant de marquer le pas au deuxième trimestre du fait notamment du ralentissement du pouvoir d'achat des ménages depuis le début de l'année.

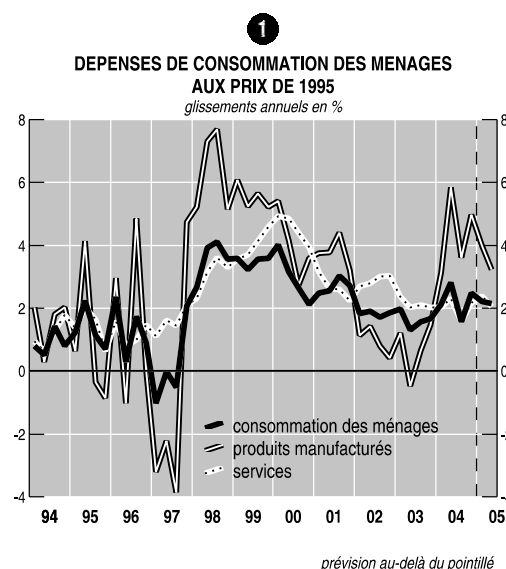
En moyenne, le taux d'épargne a baissé de 0,5 point en 2004. Il continuerait de diminuer d'environ 0,3 point au premier semestre de 2005.

La consommation des ménages a nettement augmenté au quatrième trimestre de 2004

Au quatrième trimestre de 2004, les dépenses des ménages ont rebondi, passant à un rythme de croissance trimestriel de 1,2% après -0,2% au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année dernière, la consommation a augmenté de 2,2%. En effet, malgré le maintien du taux de chômage à un niveau élevé et la baisse de la confiance des ménages, la consommation a bénéficié de l'accélération du pouvoir d'achat du revenu disponible brut en 2004 (+1,6%) (cf. graphique 2) et probablement dans une certaine mesure (0,5 à 1 point de taux d'épargne en moins) des dispositions destinées à encourager la

consommation des ménages en fin d'année (cf. encadré). Surtout, les ménages ont opté pour une réduction de leur taux d'épargne au tournant de l'hiver dernier.

La consommation de produits manufacturés a vivement augmenté au quatrième trimestre, s'accroissant de 1,9% après une baisse de 0,5% ; elle a ainsi contribué positivement à hauteur de 0,5 point à la croissance du total des dépenses. En particulier, les

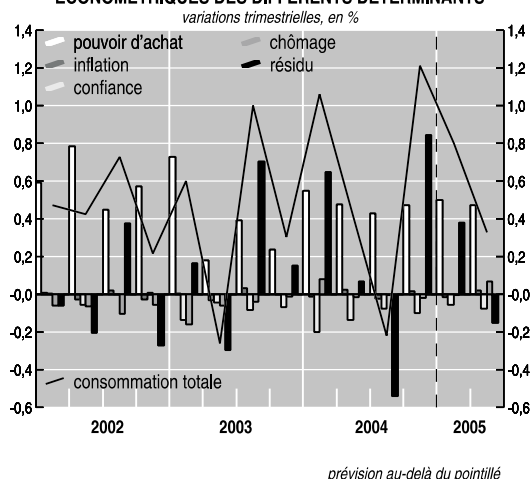


DÉPENSES DE CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

	Évolutions trimestrielles										(évolution en %)		
	2003				2004				2005		Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	2003	2004	2005 acquis
Dépenses totales de consommation des ménages	0,6	-0,3	1,0	0,3	1,1	0,4	-0,2	1,2	0,8	0,3	1,6	2,2	2,0
dont :													
Alimentation (16,7%)	-1,5	-0,1	0,1	-1,6	0,5	-0,1	-0,6	0,7	0,5	0,1	-0,5	-0,9	0,8
Énergie (7,0%)	5,3	-1,8	0,2	1,9	2,8	-3,1	-1,2	1,9	1,0	-0,1	2,4	1,3	0,9
Services (50,4%)	0,4	0,4	0,9	0,4	0,4	0,7	0,1	1,0	0,6	0,4	2,1	2,0	1,8
Produits manufacturés (27,3%)	0,6	-1,3	1,7	0,5	2,3	1,3	-0,5	1,9	1,3	0,5	0,7	4,4	3,2
Dépenses individualisables des administrations	0,0	0,3	1,1	1,1	0,2	1,0	0,0	0,7	0,7	0,6	2,7	2,6	1,9
Consommation effective totale	0,5	-0,1	1,0	0,5	0,9	0,5	-0,2	1,1	0,8	0,4	1,9	2,3	2,0
Investissement des ménages	0,2	0,2	0,0	0,6	0,9	2,3	0,5	1,1	1,3	0,6	0,8	3,7	3,4

■ Prévision

TAUX DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES DES DIFFERENTS DETERMINANTS



achats d'automobiles, dont l'augmentation s'est élevée à 4,8%, ont tiré la consommation de produits manufacturés vers le haut.

La consommation d'énergie a également été forte au quatrième trimestre de 2004 (+1,9%), en particulier du fait de températures inférieures à la normale en novembre et décembre.

Par ailleurs, la consommation de services a nettement accéléré par rapport au troisième trimestre de 2004 (+1,0% après +0,1%). Cette évolution a concerné tous les secteurs. Les services de transport ont redémarré (+1,2% après -0,5%), de même que les services aux particuliers (+1,1% après -1,0%). Les services de télécommunications, quant à eux, ont accéléré (+1,5% après +0,7%).

En outre, les dépenses en services de santé ont rebondi au quatrième trimestre de 2004 (+0,5% après -1,0% pour les dépenses à la charge des ménages et +1,3% après -0,5% pour les remboursements).

Les dépenses de consommation resteraient dynamiques au premier trimestre de 2005 avant de ralentir au deuxième trimestre

Les mesures de soutien à la consommation auraient donné à la consommation une impulsion dont les effets se prolongeraient au premier trimestre de 2005. En dépit du recul limité de la confiance des ménages, elles autoriseraient une hausse de la consommation de 0,8%. Au deuxième trimestre, la consommation marquerait le pas en l'absence d'amélioration significative du marché de l'emploi et de la confiance, dans un contexte de ralentissement

du pouvoir d'achat et d'épuisement des stimuli associés à des mesures temporaires de soutien à la consommation.

La consommation en produits manufacturés resterait soutenue au premier trimestre de 2005. Elle serait favorisée par une baisse du prix de ces produits (-0,5% contre +0,2% pour l'ensemble de la consommation). Ainsi, la consommation de produits manufacturés a vivement augmenté en janvier.

S'agissant des dépenses de consommation de santé, elles accéléreraient au premier trimestre de 2005 d'après les statistiques de remboursement disponibles. Au deuxième trimestre, elles reviendraient sur un rythme de progression plus modéré.

Les dépenses de consommation en énergie augmenteraient de 1,0% au premier trimestre de 2005 du fait de températures plus basses qu'à l'accoutumée au premier trimestre. Elles ralentiraient nettement au deuxième trimestre (-0,1%) avec la disparition de ce phénomène exceptionnel.

L'investissement des ménages augmenterait au premier semestre de 2005

L'investissement des ménages a accéléré au quatrième trimestre de 2004 (+1,1% après +0,5% au troisième trimestre), malgré la hausse plus rapide du prix des logements (+4,8% en 2004) que du prix de la consommation (+1,5%). Cette accélération résulte autant des logements neufs que des travaux d'entretien, qui représentent la moitié de l'investissement des ménages.

Au vu des dernières mises en chantier de logement, l'investissement des ménages accélérerait au premier trimestre de 2005, avant de marquer le pas au deuxième trimestre. Ce ralentissement autoriserait néanmoins un rythme de croissance annuel du même ordre de grandeur que celui de 2004 (+3,7%), soit beaucoup plus élevé que la moyenne de long terme depuis 1978 (0,4% par an).

Le taux d'épargne des ménages se stabiliserait autour de 15%

Le taux d'épargne annuel des ménages a atteint un niveau relativement bas de 15,3% en 2004, après 15,8% en 2003, sous le double impact d'une baisse choisie des ménages et des mesures de soutien à la consommation en fin d'année. Au premier trimestre de 2005, le mouvement se poursuivrait, le taux d'épargne passant légèrement en dessous des 15%. Un aléa de redressement du taux d'épargne pèse toutefois sur le milieu de cette année, en lien avec la sortie des mesures de soutien à la consommation. ■

Au cours de l'année 2004, différentes dispositions visant à soutenir la consommation des ménages ont été prises :

- Une mesure concernant les donations : depuis le 1^{er} juin 2004 et jusqu'au 31 mai 2005, chaque parent, grand-parent ou arrière-grand-parent peut donner en franchise d'impôt jusqu'à 20 000 euros à chacun de ses enfants, petits-enfants ou arrière-petits-enfants majeurs. Cette mesure a été prolongée jusqu'au 31 décembre 2005, avec une extension à 30 000 euros du plafond des dons.
- Une disposition concernant l'épargne salariale : les détenteurs de plans d'épargne salariale ont eu la possibilité, jusqu'au 31 décembre 2004, de puiser dans leur épargne détenue au titre de la participation et de l'intéressement dans la limite de 10 000 euros. Ce déblocage anticipé est exonéré de charges fiscales et sociales.
- Une mesure sur les crédits à la consommation : elle permet de procéder, sur les déclarations de revenu 2004 et 2005, à une réduction d'impôt correspondant à 25 % des intérêts payés ; cette réduction peut atteindre au maximum 150 euros. Le crédit doit être effectivement utilisé dans un délai de deux mois pour l'acquisition d'un bien ou d'un service. Cette approche diffère des deux autres mesures de relance, qui ne sont pas conditionnées par une utilisation immédiate des liquidités libérées pour des actes de consommation.

En comptabilité nationale, ces mesures ont peu d'impact sur le revenu disponible brut :

- Les donations étant un transfert de richesse entre ménages, elles ne constituent pas un revenu. Par conséquent, elles n'apparaissent pas dans le revenu disponible brut des ménages.
- Le déblocage de l'épargne salariale ne figure pas non plus dans le revenu disponible brut. En effet, il s'agit du recours à une épargne préalablement constituée et non d'un surcroît de revenu perçu.
- Les sommes empruntées dans le cadre du crédit à la consommation souscrit ne sont pas un revenu mais une dette. Les effets de la mesure sur les crédits n'ont d'impact sur le revenu que par le biais des intérêts versés par les ménages (qui comptent négativement dans le revenu) et des réductions d'impôts. Les intérêts versés au cours d'une année étant très faibles au regard de l'encours des crédits et leur part déductible des impôts étant plafonnée, l'impact des mesures concernant les crédits sur le revenu disponible brut des comptes trimestriels est limité.

Pour autant, ces différents dispositifs, en générant un afflux d'argent pour les ménages, sont susceptibles d'alimenter leur consommation. Cet impact potentiel sur la consommation, combiné à un effet très limité sur le revenu des ménages, conduirait comptablement à une baisse du taux d'épargne.

La mesure qui a eu le plus d'effets semble être celle qui concerne l'épargne salariale : 7 milliards d'euros (soit plus de 10% de l'encours total de l'épargne salariale) ont été débloqués entre juin et décembre 2004 sur les encours gérés par les adhérents à l'Association Française de la Gestion Financière (AFG)⁽¹⁾. L'épargne salariale a ainsi retrouvé son niveau de décembre 2003. Concernant les donations, fin décembre 2004, 320 000 dons ont été effectués pour un montant total de 5,4 milliards d'euros. Sous l'hypothèse d'une tendance inchangée, plus de 8 milliards d'euros seraient finalement transmis dans le cadre de cette mesure à la fin du premier trimestre de 2005. Enfin, les effets de la décision concernant les crédits à la consommation seraient encore plus limités, notamment par le fait que près de la moitié des ménages français, non imposables, ne sont pas concernés. En outre, on observe que les crédits de trésorerie accordés aux ménages sont en décélération⁽²⁾.

Au dernier trimestre de 2004, la consommation des ménages a été plus dynamique que ce que suggéraient ses déterminants traditionnels (revenu, taux de chômage, confiance...), tendance qui, d'après les derniers indicateurs disponibles, devrait se prolonger sur le premier trimestre de 2005. Ainsi, sur le *graphique 2*, on observe que la part de la croissance de la consommation qui n'est pas expliquée par les déterminants usuels est très importante au quatrième trimestre de 2004 et encore significative au premier trimestre de 2005. Ce surcroît de consommation serait de l'ordre de 2,5 milliards d'euros.

Toutefois, ce dynamisme faisait suite à un troisième trimestre de repli de la consommation (*cf. graphique 2*). Sur l'ensemble des trois trimestres, ce n'est que 1,5 milliard d'euros qui serait inexpliqué. **Ce surplus, de l'ordre de 1,5 à 2,5 milliards d'euros, pourrait être imputé pour partie à l'effet des mesures dites « Sarkozy ».**

Dans cette hypothèse, lorsque ces mesures prendront fin, la consommation des ménages devrait revenir en ligne avec ses déterminants usuels. On observerait donc un ralentissement de la consommation alors que le revenu disponible des ménages n'en serait pas affecté, ce qui signifie un rebond mécanique du taux d'épargne des ménages.

Il faut enfin souligner que l'écart constaté entre les montants en jeu et le surplus de consommation observée laisse à penser que les ménages ont en tout état de cause largement employé ces sommes à d'autres fins, comme l'investissement logement ou une modification de la structure de leur épargne. ■

(1) Ces encours s'élevaient à 56,8 Mds€ fin décembre 2004, après 63,5 Mds€ fin juin 2004, 56,8 Mds€ fin décembre 2003, 53,1 Mds€ fin juin 2003 et 47,9 Mds€ fin décembre 2002

(2) Cf. la fiche « Financement de l'économie »

Investissement

L'investissement des entreprises a modérément augmenté en 2004 (+2,8%) mais il a accéléré au quatrième trimestre (+1,2%). Ce rythme devrait se maintenir au premier trimestre de 2005 (+1,2%).

Ce mouvement s'explique par une demande relativement dynamique, par l'apparition de tensions sur les capacités de production et par les conditions de financement très favorables. En particulier, les bons résultats d'exploitation de la fin de l'année 2004 favoriseraient fortement les investissements.

Pour autant, ces rythmes demeurent assez inférieurs à ceux traditionnellement observés lors des reprises cycliques.

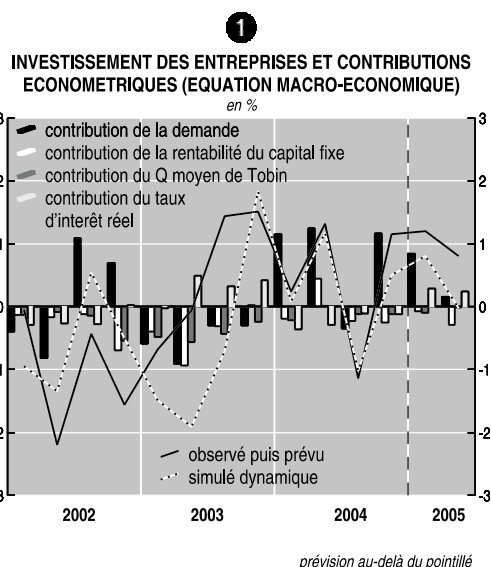
En outre, au deuxième trimestre de 2005, les dépenses d'équipement ralentiraient légèrement (+0,8%) à cause du ralentissement anticipé de la demande adressée aux entreprises.

En 2004, les entreprises ont augmenté leurs dépenses d'équipement à la faveur d'une activité assez dynamique

Après deux années moroses, l'investissement des entreprises a augmenté en 2004, afin de répondre à une hausse de la demande qui s'est accrue de 2,1% à la faveur de la reprise de l'activité économique. (cf. graphiques 1 et 2)

Ce rebond en 2004 est très modéré par rapport à une reprise classique du cycle de l'investissement. Ainsi, à partir du deuxième trimestre de 1997, la FBCF⁽¹⁾ des SNF-EI⁽²⁾ était restée durant six trimes-

tres consécutifs à des rythmes de croissance trimestrielle supérieurs à 1,6%. Mais la reprise de l'activité avait alors été bien plus vigoureuse qu'en 2004. En outre, les entreprises sortaient d'une période de sous-investissement au regard des évolutions des déterminants classiques que sont la demande adressée aux entreprises et les conditions de financement : elles avaient alors dû corriger leurs retards d'équipement, renforçant d'autant le rythme des investissements. Au contraire, en 2003, les entreprises semblent avoir plus investi que ces mêmes détermi-



Note :

L'équation utilisée a été exposée dans la note de conjoncture de juin 2003. On présente ici le simulé dynamique du taux de croissance de l'investissement. La demande est prise en compte à l'aide de la valeur ajoutée des SNF-EI en volume. La rentabilité du capital fixe est le ratio du revenu disponible brut des SNF-EI rapporté à leur capital fixe. Le q moyen de Tobin est obtenu en rapportant la capitalisation boursière de la bourse de Paris au capital fixe des entreprises. Enfin, le taux d'intérêt réel est l'emprunt phare à 10 ans, déflaté par l'indice des prix à la production de

(1) FBCF : Formation Brute de Capital Fixe

(2) SNF-EI : Sociétés Non Financières et Entrepreneurs Individuels

INVESTISSEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES ENTREPRENEURS INDIVIDUELS

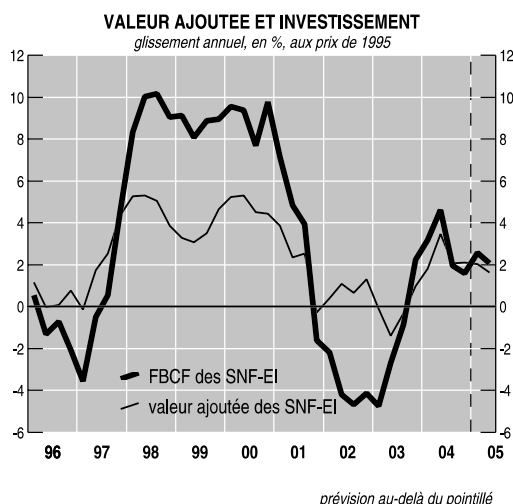
(évolution par produit aux prix de 1995, en %)

	Évolutions trimestrielles						Évolutions annuelles		
	2004				2005		2003	2004	2005*
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Produits manufacturés	1,1	2,4	-1,6	1,7	1,5	1,0	-0,9	4,6	3,3
Bâtiment et travaux publics	-0,3	0,3	-0,6	0,2	0,4	0,6	-2,8	0,7	0,8
Autres	-2,4	-1,6	0,1	0,3	1,0	0,5	-2,4	-1,3	1,2
Ensemble des SNF-EI	0,2	1,3	-1,1	1,2	1,2	0,8	-1,6	2,8	2,5

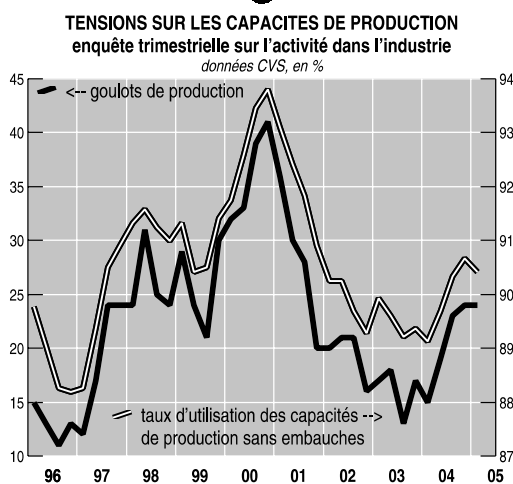
■ Prévisions

* : En acquis de croissance avec les deux premiers trimestres

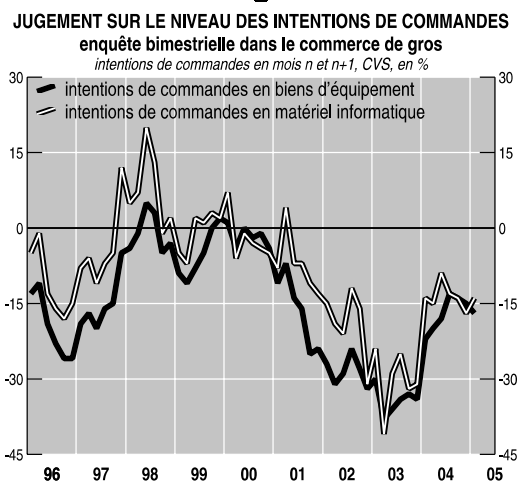
2



3



4



nants ne le laissaient supposer (cf. graphique 1) et auraient par conséquent eu relativement moins de retard à rattraper.

L'année 2004 s'est terminée par un trimestre assez dynamique avec un taux de croissance de la FBCF des SNF-EI de 1,2% (cf. tableau), corrigeant un troisième trimestre particulièrement dégradé. Cette hausse est principalement le fait des dépenses d'équipement en biens manufacturés (+1,7%). Celles en construction n'ont que faiblement augmenté (+0,2%). Enfin, les autres investissements - constitués pour moitié de frais d'ingénierie et pour un quart de logiciel - se sont également faiblement accrus (+0,3%).

En 2004, l'investissement aura présenté un fort contraste entre les différents secteurs de l'économie. D'après l'enquête sur les investissements dans l'industrie, ils auraient été atones dans l'industrie manufacturière. Ceux des industries agroalimentaires auraient été particulièrement dégradés. En revanche, le secteur de la raffinerie aurait fortement investi. Au total, les investissements du secteur industriel auraient été peu dynamiques mais les entreprises du tertiaire auraient davantage investi, contribuant majoritairement à la croissance globale de la FBCF des SNF-EI.

Du fait d'une demande encore assez dynamique et de l'apparition de tensions sur les capacités de production, les investissements resteraient bien orientés au premier trimestre de 2005

Au premier trimestre de 2005, les entreprises continueraient d'augmenter leur investissement (+1,2% comme au quatrième trimestre de 2004), grâce à une poursuite de la croissance de la demande adressée aux entreprises (cf. graphique 1). De plus, l'apparition depuis mi-2004 de tensions sur les capacités de production soutiendrait cette progression (cf. graphique 3).

La poursuite d'une croissance modérée des investissements est confirmée par l'enquête de conjoncture dans le commerce de gros, où les intentions de commande en biens d'équipement sont légèrement supérieures à la normale (cf. graphique 4), et par l'enquête financière de la Banque de France, où les établissements de crédit jugent que les investissements des entreprises sont assez élevés (cf. graphique 5). Toutefois, dans l'industrie, les perspectives apparaissent un peu plus ternes si on en croit les résultats en demi-teinte relatifs à 2005 dans l'enquête sur les investissements dans l'industrie de janvier 2005. En effet, l'indicateur des révisions individuelles des anticipations d'investissement des industriels y est à un niveau faible⁽³⁾.

(3) Cf. le dossier « Prévoir l'investissement des entreprises ? Un indicateur des révisions d'anticipations dans l'enquête Investissement dans l'industrie » de cette note de conjoncture.

Le niveau assez élevé de l'activité dans l'industrie des biens d'équipement - attesté par l'Indice de Production Industrielle comme par l'enquête de conjoncture dans l'industrie - invite à anticiper une poursuite du dynamisme des investissements en biens manufacturés au premier trimestre de 2005 (+1,5%). Les mises en chantier des bâtiments commandés par les SNF-EI ont significativement augmenté au cours du second semestre de 2004, tirées par les mises en chantier de logements collectifs⁽⁴⁾ mais limitées par celles de bâtiments non-résidentiels. Ceci permet de prévoir une accélération de l'investissement en construction (+0,4% après +0,2%). Enfin, le bon niveau des commandes en informatique (cf. graphique 4) et de l'activité prévue dans les services en conseil et assistance (cf. l'enquête de conjoncture dans les services de février 2005) amène à anticiper une orientation positive des autres investissements (+1,0%).

Les conditions de financement toujours favorables apportent un soutien important au dynamisme des investissements

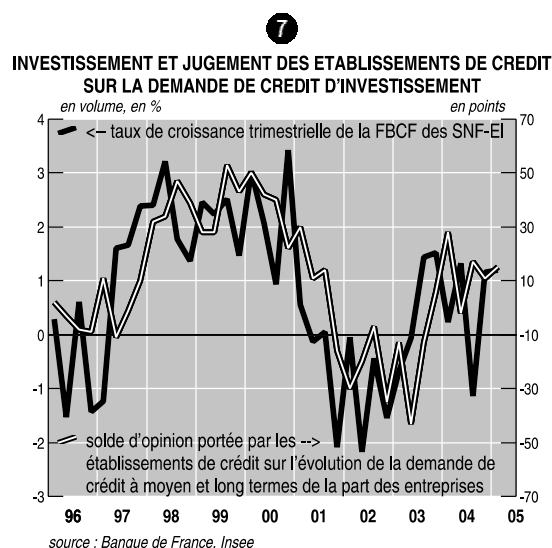
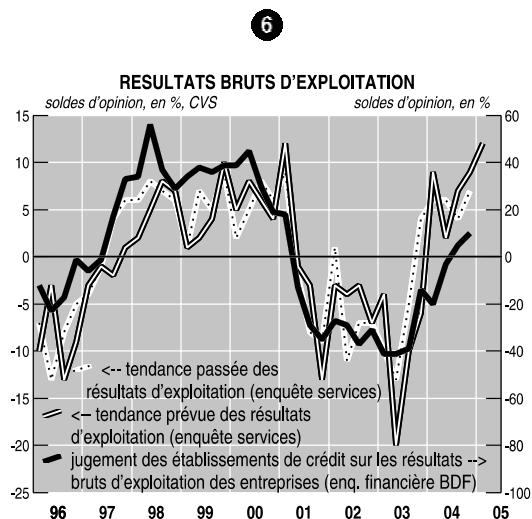
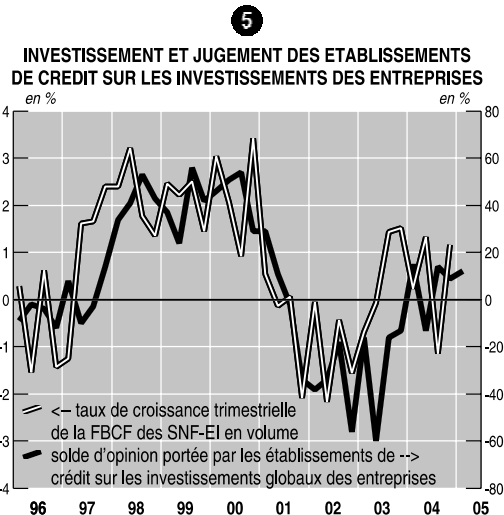
Depuis 2003, les conditions de financement des investissements étaient déjà globalement favorables. Elles se sont encore fortement améliorées depuis l'automne 2004. En premier lieu, les entreprises ont réalisé des bénéfices importants au cours du second semestre de 2004. Un grand nombre des entreprises françaises qui publient des comptes trimestriels indiquent avoir fortement augmenté leurs résultats lors du dernier trimestre de 2004, ce qui est confirmé par les enquêtes de conjoncture. Dans l'enquête financière de la Banque de France de décembre 2004, les établissements de crédit jugent que les entreprises connaissent des résultats bruts d'exploitation importants (cf. graphique 6). D'après l'enquête dans les services de janvier 2005, les entreprises de ce secteur prévoient une poursuite du dynamisme des résultats d'exploitation au début de 2005.

La présence de liquidités dans la trésorerie des entreprises serait particulièrement favorable à l'augmentation de l'investissement. En effet, de manière générale, les entrepreneurs préfèrent financer leurs investissements par autofinancement que par financement externe. La hausse de la rentabilité du capital fixe des entreprises⁽⁵⁾ contribuerait pour 0,2 point à l'accélération de la FBCF au premier trimestre de 2005.

Le financement par le crédit est très attractif comme le montre l'augmentation de la demande de crédit à moyen et long termes de la part des entreprises indiquée par les établissements de crédit dans

(4) Cela concerne notamment les logements construits par les OPAC, les HLM, les Sociétés Civiles Immobilières ou les sociétés d'économie mixte.

(5) Il s'agit du ratio du revenu disponible brut des SNF-EI rapporté à leur capital fixe.



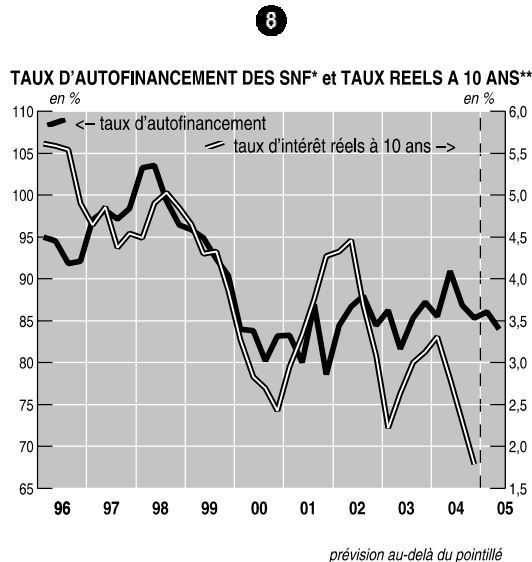
l'enquête financière de la Banque de France (*graphique 7 et fiche « Financement de l'économie »*). En effet, les taux d'intérêts, déjà stabilisés à un niveau particulièrement bas depuis 2003, ont fortement décru depuis mi-2004, atteignant un niveau historiquement bas. À la faveur d'anticipations d'inflation modérées et de primes de risque faibles, le taux d'intérêt réel est très réduit (*cf. graphique 8*).

En revanche, les cours boursiers ne sont que légèrement haussiers et le financement par émission d'actions n'apparaît que moyennement attractif.

L'investissement des entreprises décélérerait au deuxième trimestre de 2005 à 0,8%

Au deuxième trimestre de 2005, les déterminants classiques de l'investissement resteraient globalement orientés à la hausse. Toutefois, plusieurs éléments laissent envisager un ralentissement des efforts d'équipement des entreprises. La croissance de la FBCF des SNF-EI passerait ainsi de 1,2% au premier trimestre de 2005 à 0,8% au deuxième trimestre.

D'une part, l'activité devrait décélérer au deuxième trimestre de 2005. Le ralentissement de la demande adressée aux entreprises contribuerait pour 0,7 point à celle de la FBCF au deuxième trimestre de



* Le taux d'autofinancement des SNF est le ratio de l'épargne des Sociétés Non Financières rapportée à leurs investissements.

** Le taux réel à 10 ans désigne ici l'emprunt phare à 10 ans, déflaté par l'indice des prix à la production de l'ensemble des biens et services.

2004. D'autre part, les conditions de financement devraient devenir moins favorables avec la remontée engagée des taux longs. La baisse de l'indicateur des révisions d'anticipation dans l'enquête investissement serait alors un signe avant-coureur de l'inflexion du rythme de croissance de l'investissement au second trimestre de 2005. ■

Stocks

La contribution des stocks à la croissance a été négative (-0,3%) au quatrième trimestre de 2004, après deux trimestres consécutifs au cours desquels les variations de stocks l'avaient nettement soutenue. Les principaux déterminants du comportement de stockage demeurant favorables, les variations de stocks resteraient positives : la demande évoluerait encore sur un rythme soutenu au premier trimestre de 2005 et les conditions financières continueraient d'être accommodantes. Néanmoins, les entrepreneurs industriels jugent que leurs stocks s'alourdissent depuis plusieurs mois, en particulier dans l'automobile, et leurs perspectives de demande et de production se dégradent. Par conséquent, le mouvement de stockage serait moins marqué que fin 2004. Dans ces conditions, les variations de stocks contribueraient négativement à la croissance aux deux premiers trimestres de 2005 (-0,1 point par trimestre).

Au quatrième trimestre de 2004, les industriels ont moins stocké

La contribution des variations de stocks en volume à la croissance a été négative au quatrième trimestre de 2004 (-0,3 point), après deux trimestres consécutifs de contributions particulièrement fortes (+0,7 point au troisième trimestre de 2004). Sur l'ensemble de l'année 2004, la contribution des variations de stocks à la croissance s'établit à +0,9 point, rompant ainsi un cycle de trois années au cours desquelles elles avaient pesé sur la croissance. Cette forte contribution s'explique pour moitié par une reconstitution des stocks de produits agro-alimentaires (contrecoup du déstockage mas-

sif à la suite de la canicule en 2003) et par le stockage dynamique de produits manufacturés, en particulier dans l'automobile (cf. tableau 1).

Le ralentissement du stockage observé au quatrième trimestre de 2004 s'explique essentiellement par l'industrie manufacturière. Les variations de stocks de ce secteur contribuent pour -0,3 point à la croissance du PIB, du fait d'un déstockage de biens de consommation (contribution de -0,13 point à la croissance) et d'un moindre stockage dans les biens d'équipement (-0,12 point) et dans l'automobile (-0,04 point). Dans l'automobile, les chefs d'entreprises jugent désormais leurs stocks élevés (cf. graphique 1) : ils ne parviennent pas à les écouler malgré une demande particulièrement vigoureuse au quatrième trimestre de 2004, marqué par le rebond de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises en automobiles.

TABLEAU 1 : CONTRIBUTION DES VARIATIONS DE STOCKS À LA CROISSANCE EN 2004

	(en %)
Produits agricoles et agro-alimentaires	0,4
Biens manufacturés	0,4
dont : Biens de consommation	0,1
Automobile	0,2
Biens d'équipement	0,1
Biens intermédiaires	0,0
Produits énergétiques	0,1
Autres (construction, services)	0,0
TOTAL	0,9

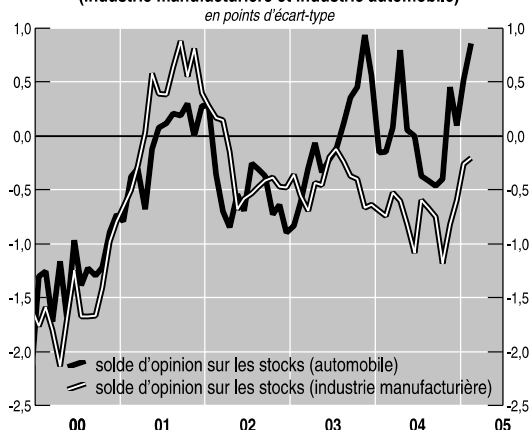
CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE

	Évolutions trimestrielles										Moyennes annuelles		
	2003				2004				2005		2003	2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Variations de stocks ⁽¹⁾ (en Mds d'euros 1995)	0,2	-0,5	-1,3	-0,3	0,0	2,6	4,9	3,9	3,6	3,3	-2,0	11,4	-
Contribution des stocks ⁽¹⁾ à l'évolution du PIB (en points de PIB)	0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,7	0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,9	0,2

■ Prévvision

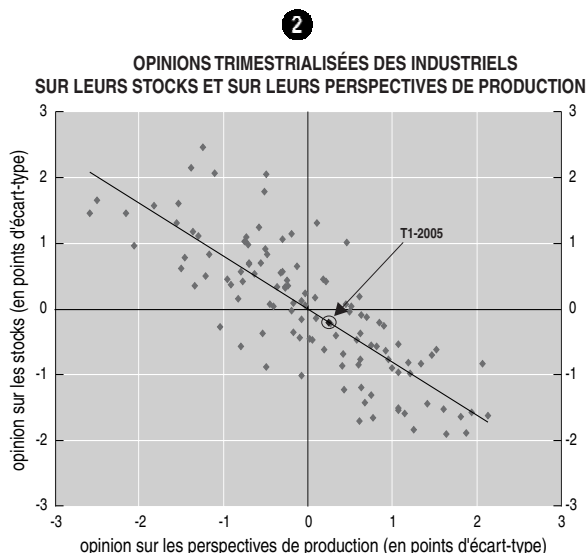
(1) Variations de stocks de biens et services y.c. acquisitions nettes d'objets de valeur.

1 OPINIONS MENSUELLES DES INDUSTRIELS SUR LES STOCKS (industrie manufacturière et industrie automobile)



Le stockage resterait fort au premier semestre de 2005 mais à un rythme moins soutenu que fin 2004

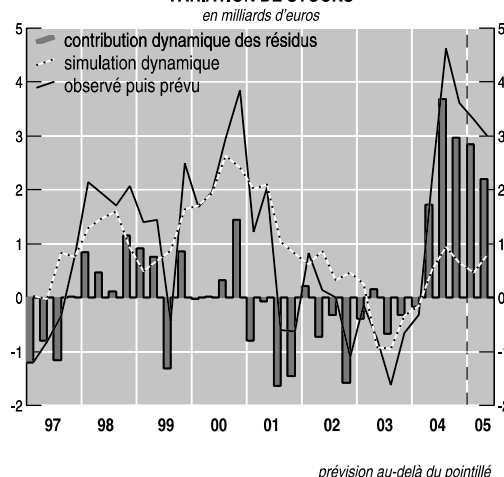
Les niveaux des stocks⁽¹⁾ du premier trimestre de 2005 sont jugés globalement en phase avec l'état des anticipations des industriels (cf. graphique 2), ce qui laisse supposer qu'il n'y aurait pas de correction marquée des stocks à l'horizon de la prévision (cf. graphique 3). Leur dynamique suivrait donc ses déterminants traditionnels (cf. encadré : *Les déterminants du comportement de stockage*), notamment les anticipations de demande. En effet, pour se prémunir du risque de rupture de stocks, synonyme de perte de parts de marché, les entreprises les gèrent



Note :

Chaque point trimestriel représente la moyenne de trois enquêtes mensuelles de conjoncture. La droite de régression de l'opinion sur les stocks (en ordonnée) sur les perspectives de production (en abscisse) est représentée en gras. Au premier trimestre de 2005 (T1-2005 représente l'enquête de février), le point très proche de la courbe indique que les industriels jugent leurs stocks globalement en ligne avec l'état actuel des perspectives de production. La position du point courant, dans le cadran Sud - Est, indique que les perspectives sont favorables (supérieures à leur moyenne) tandis que les stocks sont jugés légers (inférieurs à leur moyenne).

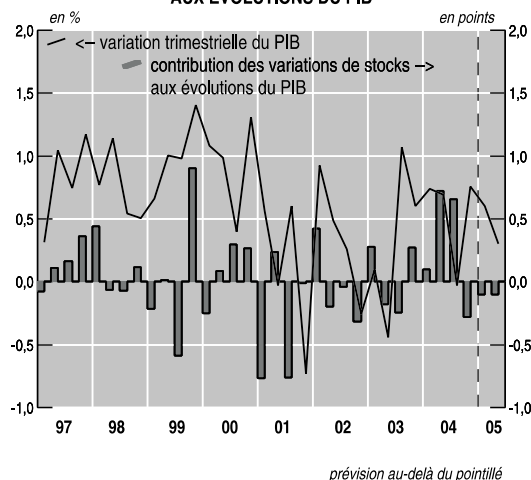
3 VARIATION DE STOCKS



de manière à amortir les fluctuations de la demande. Au premier trimestre de 2005, la demande décélérerait légèrement mais conserverait un bon rythme (+0,7% après +1,0% au quatrième trimestre de 2004). Elle continuerait donc de soutenir les stocks au cours du premier semestre de 2005.

De plus, les conditions de crédits resteraient accommodantes (cf. fiche « *Financement de l'économie* »), tirant ainsi à la baisse le coût financier des stocks dont les variations seraient également soutenues par la dynamique des prix de production dans l'industrie manufacturière : ces derniers progressent en effet à un rythme élevé depuis plusieurs trimestres (de +0,5% à +0,6% par trimestre).

4 CONTRIBUTION DES VARIATIONS DE STOCKS AUX ÉVOLUTIONS DU PIB



(1) L'enquête de conjoncture dans l'industrie mesure l'opinion des industriels sur le niveau de leurs stocks de produits finis. Cette notion de stocks est plus restreinte que celle utilisée dans les comptes trimestriels, qui englobe en outre les stocks de matières premières et de produits semi-finis.

Toutefois, le repli du solde d'opinion concernant la demande prévue observé dans la dernière enquête trimestrielle auprès des chefs d'entreprise (enquête trimestrielle de janvier 2005) conjugué à l'alourdissement continu depuis plusieurs mois des stocks de produits finis (enquête mensuelle de février 2005) laissent prévoir un mouvement de stockage de moindre ampleur que fin 2004.

Au total, la contribution des stocks à la croissance serait négative aux deux premiers trimestres de 2005 (-0,1 point par trimestre) (cf. graphique 4). L'ensemble de ce scénario pourrait être modifié si le stockage exceptionnel observé dans l'automobile et les biens d'équipement devait se résorber. ■

ENCADRÉ : LES DÉTERMINANTS DU COMPORTEMENT DE STOCKAGE

La formation des stocks des entreprises est une variable d'ajustement qui équilibre l'offre et la demande sur les marchés des biens.

A priori, les entreprises gèrent les stocks de manière à amortir les fluctuations de la demande et à se prémunir contre le risque de rupture de stocks, synonyme de perte de parts de marché. Le niveau désiré des stocks dépend alors positivement des anticipations de demande. Dans l'étalonnage, on distinguera les anticipations formées à partir des variations de la demande sur le passé récent et les anticipations sur la base de tendance prévue de la demande issue de l'enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie. Dans les deux cas, conformément à l'intuition, le comportement de stockage conduit à une dépendance positive des stocks à la demande.

Cependant, si les anticipations de demande sont inexactes, l'évolution des stocks devient largement subie, donc involontaire, et l'on doit plutôt s'attendre à une relation négative entre les variations de stocks et la demande (effet tampon). Pour capter cet effet de surprise, on adopte une démarche semblable à celle retenue par I. Braun-Lemaire et A. Gautier⁽¹⁾ et déjà utilisée dans l'équation de stocks présentée lors de la note de mars 2003⁽²⁾ : c'est l'innovation dans l'équation de la demande (modélisée par un AR(2) et le solde de la demande prévue) qui intervient dans l'équation de stocks, améliorant sensiblement l'ajustement économétrique.

Par ailleurs, le niveau des stocks dépend négativement du taux d'intérêt réel, dans la mesure où les entreprises arbitrent entre placements en actifs financiers et stockage. Le coût d'opportunité du stockage croît si le loyer de l'argent est élevé. En effet, les stocks accumulés par l'entreprise mobilisent de la trésorerie qu'elle aurait pu placer ou ne pas emprunter. Les variations de stocks dépendent également de la dynamique des prix : négativement du prix des consommations intermédiaires (il est préférable de produire moins quand les inputs sont chers) et positivement du prix de production (il est préférable de stocker si on anticipe que les prix de vente vont continuer à augmenter).

Enfin, deux soldes d'opinion sur les stocks issus de l'enquête industrie sont mobilisés dans cette équation. Le jugement sur le niveau des stocks doit conduire à un moindre stockage si les stocks sont jugés lourds. En revanche, l'évolution passée des stocks doit jouer

positivement sur la variation des stocks. Pour ces deux soldes, les coefficients estimés sont significativement non nuls et ont les signes attendus.

L'équation de stocks a été estimée sur la période 1979:2 - 2003:4 de la manière suivante (les coefficients ont les signes attendus, les statistiques de Student sont données entre parenthèses) :

$$DS = 0,54 + 0,33DS_{-1} + 0,25DS_{-3} + 0,34DDIHS_{-1} \\ (1,66) \quad (3,71) \quad (3,02) \quad (2,02) \\ - 0,14DR3R + 0,43DPXPROD_{-2} - 0,34DPXCIM_{-1} \\ (-1,58) \quad (2,57) \quad (-2,26) \\ + 0,03TDPRE - 0,06OSSK + 0,04TSK - 0,56TAMPON \\ (2,69) \quad (-2,69) \quad (1,74) \quad (-3,14)$$

$$R^2=0,76 \quad RMSE = 0,78 \quad DW = 2,13$$

Notations utilisées :

DS : variation des stocks

DDIHS : demande intérieure hors stocks, variation t/t-1

DPXPROD : prix de production (branche manufacturière), variation t/t-1

DPXCIM : prix des consommations intermédiaires (branche manufacturière), variation t/t-1

DR3R : taux d'intérêt réel à trois mois, variation t/t-1

TDPRE : évolution prévue de la demande, enquête trimestrielle « Activité dans l'industrie »

OSSK : niveau des stocks, enquête mensuelle « Activité dans l'industrie »

TSK : évolution passée des stocks, enquête trimestrielle « Activité dans l'industrie ».

TAMPON : résidu de l'équation d'anticipation de demande. ■

(1) I. Braun-Lemaire, A. Gautier : « Mieux prévoir les variations de stocks avec les enquêtes de conjoncture », Note de conjoncture de mars 2001.

(2) V. Passeron, « Comment comprendre le comportement de stockage aujourd'hui ? », Note de conjoncture de mars 2003.

Production

Au quatrième trimestre de 2004, la production de l'ensemble des branches a été dynamique (+0,7% après +0,2%), en ligne avec les résultats des dernières enquêtes de conjoncture. Cette tendance se retrouve dans pratiquement tous les secteurs et s'explique principalement par la vigueur de la demande intérieure. Ainsi, la consommation des ménages a stimulé l'industrie automobile, le commerce et les services aux particuliers. L'investissement des sociétés non financières et entrepreneurs individuels (SNF-EI) a entraîné l'industrie des biens d'équipement. Dans la construction, l'investissement en logement des ménages est toujours le principal moteur de l'activité. Dans ce contexte d'activité soutenue, les services aux entreprises ont progressé à un rythme voisin de ceux du début de l'année. Cependant, la production de transport a progressé moins fortement au quatrième trimestre qu'au troisième trimestre et la production d'énergie a même reculé, après un troisième trimestre plus favorable.

Au premier semestre de 2005, la demande s'effriterait progressivement. Par conséquent, la production progresserait moins rapidement qu'à la fin de l'année 2004. En particulier, l'activité dans l'industrie manufacturière et les services ralentirait dès le premier trimestre. À cet égard, les entrepreneurs interrogés en février témoignent de perspectives d'activité moins favorables dans l'industrie et dans les services. En revanche, la production de transport et d'énergie se raffermirait. Au total, la production progresserait de 0,6% au premier trimestre puis de 0,4% au deuxième trimestre.

En ce début d'année, l'activité dans l'industrie manufacturière ralentirait avec l'infléchissement de la demande

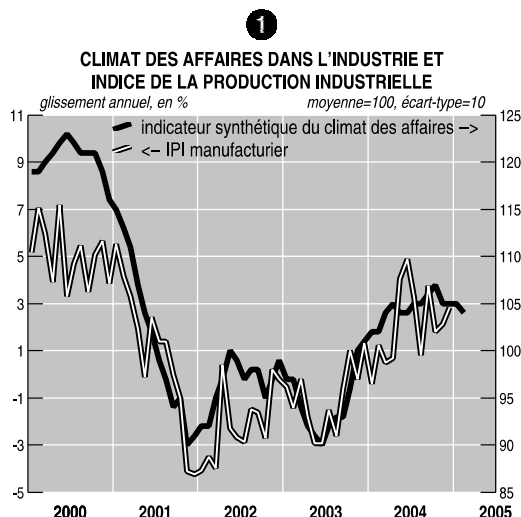
La production manufacturière a augmenté de 1,0% au quatrième trimestre de 2004, après le creux du trimestre précédent (-0,3%). Ce rebond, conforme aux attentes, cache une forte disparité au niveau sectoriel. L'activité industrielle s'est redressée dans les secteurs de l'automobile et des biens d'équipement, qui ont été stimulés par la demande intérieure et le dynamisme des exportations. Par contre, elle a été atone dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation.

La production manufacturière ralentirait au premier trimestre de 2005 sous l'effet d'un tassement de la demande. Elle augmenterait de 0,7%. Ce rythme de progression est conforme à la bonne tenue de l'indicateur synthétique du climat des affaires (cf. graphique 1). Toutefois, les signaux d'un ralentissement de l'activité sont présents dans l'enquête de conjoncture de février : les perspectives personnelles de production continuent de baisser (elles sont à leur niveau le plus faible depuis la fin de l'année 2003) et les carnets de commandes, tant globaux qu'étrangers, se dégarnissent. Ce ralentissement se confirmerait au deuxième trimestre de 2005, avec un essoufflement de la consommation des ménages et un affaiblissement de la demande étrangère.

PRODUCTION PAR BRANCHE

	Évolutions trimestrielles										(en %)		
	2003				2004				2005		Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	2003	2004	2005 acquis
Agroalimentaire (7,5%)	-2,2	-1,4	1,0	-0,1	1,9	0,9	0,7	0,2	0,0	0,1	-3,0	3,1	0,8
Produits manufacturés (26,4%)	0,3	-0,5	1,1	0,8	0,7	1,4	-0,3	1,0	0,7	0,3	0,0	2,9	1,8
Énergie (3,3%)	4,6	-0,6	1,2	2,0	0,7	-2,9	0,8	-0,6	0,2	-0,2	3,1	0,6	-0,8
Construction (5,5%)	-0,3	0,0	0,7	0,6	0,5	0,7	0,0	0,3	0,5	0,2	-0,5	1,9	1,0
Commerce (8,0%)	-0,3	-1,1	1,0	0,1	0,9	0,9	-0,4	1,1	0,9	0,4	-0,7	2,0	2,1
Transports (4,0%)	-0,6	-2,2	3,9	-0,2	-0,1	0,6	1,0	0,3	0,6	0,4	0,3	2,2	1,8
Activités financières (4,6%)	1,3	0,9	1,6	1,3	1,4	1,4	1,2	1,3	0,9	0,9	5,1	5,5	3,5
Autres services marchands (26,3%)	0,5	0,2	1,1	0,8	0,6	0,7	0,2	0,9	0,6	0,4	1,9	2,7	1,9
Services non marchands (14,4%)	0,5	0,2	0,8	0,9	0,5	0,6	0,3	0,6	0,7	0,6	2,4	2,4	1,9
Total	0,3	-0,3	1,1	0,7	0,7	0,8	0,2	0,7	0,6	0,4	0,9	2,7	1,8

■ Prévvision



Les enquêtes de conjoncture montrent également une érosion de la demande dans les services, qui conduirait à un ralentissement de l'activité dès le début de l'année

Après une pause au troisième trimestre de 2004, la production de services marchands a été dynamique au quatrième trimestre (+0,9% après +0,2%). Ce dynamisme est visible dans toutes les branches des services. En effet, la vigueur de la demande intérieure a bénéficié aussi bien aux services aux entreprises qu'aux services aux particuliers. Notamment, l'hôtellerie-restauration s'est nettement redressée (+1,5% après -1,1%), stimulée par la consommation des ménages.

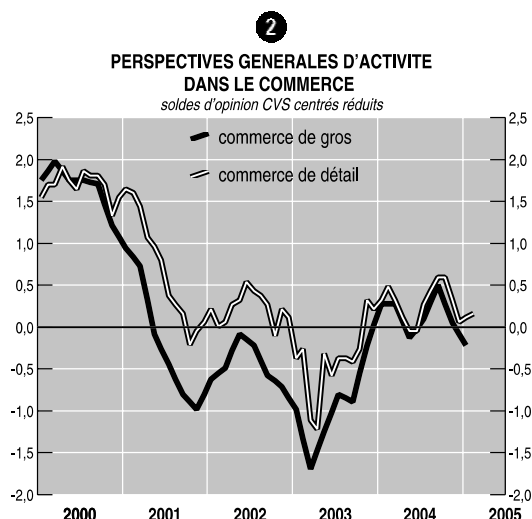
Au premier semestre de 2005, la production de services marchands progresserait d'environ 0,5% par trimestre, subissant l'infléchissement de l'activité manufacturière et de la consommation des ménages. À cet égard, dans l'enquête de février, les entrepreneurs anticipent un ralentissement de leur activité.

Au quatrième trimestre de 2004, les services non marchands ont progressé plus rapidement qu'au troisième trimestre. Début 2005, ils poursuivraient leur progression à un rythme proche de 0,6% par trimestre.

Après une fin d'année très porteuse, le commerce poursuivrait sur sa lancée puis se tasserait au deuxième trimestre de 2005

L'activité dans le commerce, de gros comme de détail, s'est redressée au quatrième trimestre de 2004 après un troisième trimestre peu favorable. Elle a notamment été soutenue par la bonne tenue de la consommation des ménages. Au début de l'année 2005, la croissance se poursuivrait dans le commerce de détail spécialisé : les intentions de com-

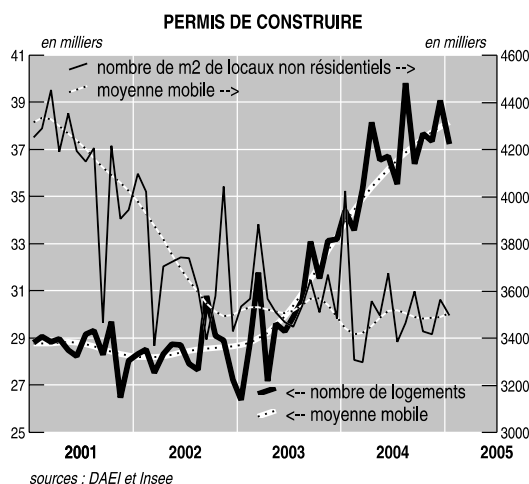
mandes pour les prochains mois et les perspectives générales d'activité sont stables dans l'enquête de février. Elle ralentirait dans le commerce de détail généraliste et dans le commerce de gros car, même si les intentions de commandes des grossistes interrogés en janvier se maintiennent, les perspectives générales d'activité reculent encore un peu (cf. graphique 2).



L'investissement en logement des ménages est toujours le principal moteur de l'activité dans le bâtiment

Après un net ralentissement au troisième trimestre de 2004, l'activité dans la construction a progressé de 0,3% au quatrième trimestre. L'activité du bâtiment se porte toujours bien tandis que celle des travaux publics continue de se dégrader. En effet, le recul des investissements des administrations publiques continue de pénaliser les travaux publics. En revanche, en raison de conditions d'emprunt toujours avantageuses et des incitations fiscales à l'investissement locatif, la demande des ménages en logement se maintient. Ainsi, les autorisations de construire des logements, en particulier des logements collectifs, poursuivent leur tendance à la hausse (cf. graphique 3). En outre, l'investissement en bâtiment des sociétés non financières reste bien orienté alors que celui des administrations publiques faiblit. Au total, les autorisations de construire des bâtiments non résidentiels délivrées au quatrième trimestre de 2004 sont stables.

Au premier trimestre de 2005, l'activité du secteur progresserait à un rythme proche de celui du début de l'année 2004 (+0,5%). En effet, d'après les promoteurs interrogés en janvier, la demande de logements reste soutenue. De plus, dans l'enquête bâtiment de février, les entrepreneurs indiquent que leur activité est toujours dynamique et leur carnet de commandes très bien garni. Cependant, au deuxième trimestre, l'activité dans la construction



ralentirait nettement, en lien notamment avec le tassement des mises en chantier de logements individuels à la fin de l'année 2004.

Après un creux au quatrième trimestre de 2004, la production de transports et d'énergie se raffermirait début 2005

Au quatrième trimestre de 2004, la production de transports a progressé moins fortement qu'au troisième trimestre (+0,3% après +1,0%). En effet, la progression sensible du transport de voyageurs, tirée par le redressement de la consommation des ménages en services de transports, a été compensée en partie par le repli des transports de marchandises, particulièrement du transport routier de produits agroalimentaires, après un troisième trimestre dynamique. Dans le même temps, la production d'énergie a diminué de 0,6%, en raison d'une forte baisse de la production de produits raffinés (-3,8%).

Début 2005, la production de transports serait plus dynamique. Le transport de marchandises cesserait de pénaliser l'activité, en lien avec la progression modérée mais robuste de la production manufacturière. De même, la production d'énergie se redresserait, entraînée notamment par la vague de froid de cet hiver.

En 2004, la production céréalière s'est fortement redressée tandis que la production animale a pâti du repli des cheptels l'année passée

En 2004, la production céréalière augmente très fortement (+27% par rapport à 2003), en raison de conditions climatiques favorables. Elle revient ainsi au niveau record atteint en 2002. En 2005, les superficies semées en céréales d'hiver seraient équivalentes aux superficies récoltées en 2004 et supérieures de 4% à la moyenne quinquennale 2000-2004. Aussi les perspectives de récolte s'annoncent-elles plutôt bonnes pour les céréales. Cette vigueur de la production pèse sur les prix, qui baissent de 14% en 2004. Rien ne laisse présager une augmentation des cours en 2005. La production viticole suit les mêmes tendances. Elle augmente de 27% en 2004, retrouvant ainsi un niveau moyen, et entraîne également les prix à la baisse.

Suite au repli du cheptel en 2003, la production bovine a diminué de 3,0% en 2004. Dans ce contexte de réduction de l'offre, les cours augmentent de 4,7% sur l'année 2004. La réduction du cheptel l'année dernière entraînerait un repli limité de la production bovine en 2005 tandis que les cours resteraient fermes. La production porcine, affectée jusqu'à la mi-2004 par la canicule de l'été 2003, diminue de 1,7% en 2004. Cependant, l'élevage porcin retrouve sa productivité et la production devrait être globalement stable en 2005. Enfin, la production de volaille a enregistré un léger repli en 2004 (-1,0%). ■

Résultats des entreprises

Le taux de marge des entreprises s'est légèrement redressé à la fin de l'année 2003 et au premier semestre de 2004 pour s'établir à 40,0% au deuxième trimestre de 2004. Il s'est alors temporairement replié au troisième trimestre de 2004 sous l'effet du ralentissement de l'activité et de la hausse du coût des matières premières.

Les gains de productivité ont repris depuis le quatrième trimestre de 2004, ce qui permet aux entreprises non-financières de reconstituer légèrement leurs marges. Leur taux de marge se stabiliserait ainsi à 39,8% au deuxième trimestre de 2005.

Les entreprises auraient modérément redressé leurs marges en 2004

L'excédent brut d'exploitation (EBE) de l'ensemble des entreprises non financières résidentes en France aurait augmenté de 4,4% en 2004. Leur valeur ajoutée aurait crû de 3,7% tandis que leur masse salariale n'aurait augmenté que de 2,8%. Au total, le taux de marge se serait redressé en 2004, passant de 39,4% à 39,7%.

Bien que positive, cette reprise des excédents d'exploitation pourrait paraître faible au regard des résultats annoncés par certains grands groupes français : en 2004, le dynamisme de la croissance mondiale aurait rendu particulièrement rentables certaines activités à l'international. Aussi, les très bons résultats d'exploitation visibles dans les comptes consolidés des grands groupes français seraient en grande partie dus à leurs filiales à l'étranger en dehors de la zone euro.

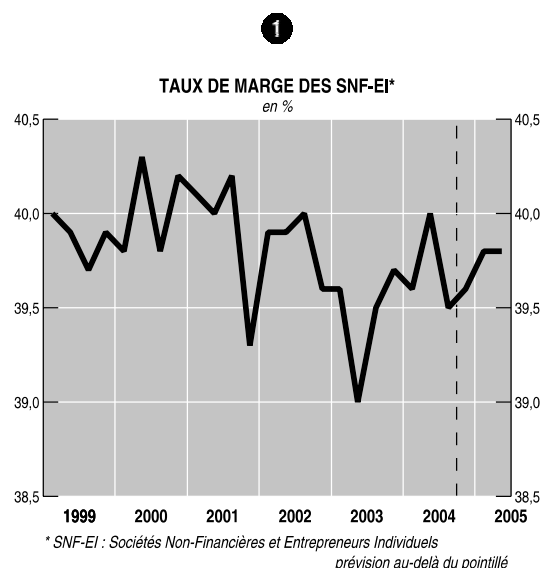
La rentabilité des entreprises se serait stabilisée au quatrième trimestre : la hausse du prix des matières premières aurait presque compensé la reprise de l'activité

Au quatrième trimestre de 2004, les entreprises non financières n'auraient que modérément augmenté leurs marges. En effet, si l'activité a nettement accéléré, le prix des consommations intermédiaires est resté dynamique et les salaires ont continué d'augmenter lentement.

Le taux de marge mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre les évolutions de la productivité du travail, du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation, qui jouent positivement, et du pouvoir d'achat des salaires qui diminue le taux de marge (cf. dossier de la note de conjoncture de juin 2003).

La productivité aurait recommencé à croître, la reprise de l'emploi ayant peu suivi celle de l'activité. Poursuivant le mouvement entamé depuis le troisième trimestre de 2003, les entreprises auraient ajusté prudemment leurs effectifs à l'activité. Les gains de productivité auraient donc contribué positivement à l'évolution du taux de marge, à hauteur de 0,4 point (après -0,2 point au troisième trimestre).

Toutefois, les entreprises auraient subi l'effet de la hausse du prix des matières premières, notamment du pétrole et des produits métallurgiques. Le prix de leurs consommations intermédiaires aurait continué d'augmenter fortement mais, pour rester compétitives, les entreprises n'auraient pas pu entièrement répercuter cette hausse sur leur prix de production. Le prix de leur valeur ajoutée aurait donc stagné tandis que le prix de la consommation accélérât. La variation du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation aurait ainsi contribué comme au troisième trimestre pour 0,2 point à la baisse du taux de marge.

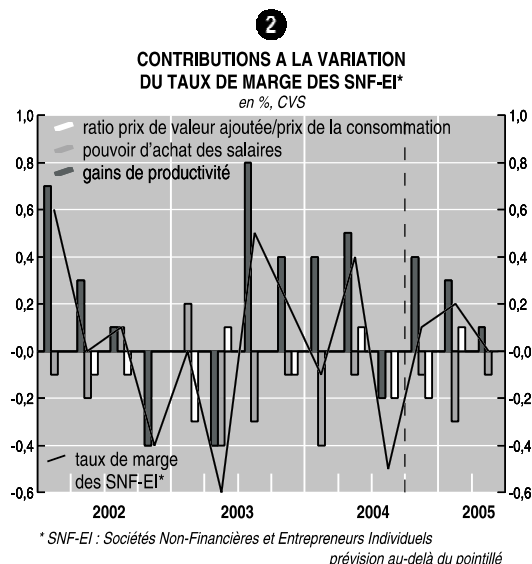


Comme durant les trimestres précédents, les coûts salariaux n'auraient que faiblement pesé sur le taux de marge, diminuant son évolution de 0,1 point. Les salaires auraient intégré la hausse passée des prix, mais le manque de dynamisme de l'emploi limiterait leur croissance.

À la faveur du maintien de la croissance, le taux de marge progresserait légèrement au premier semestre de 2005

Les entreprises poursuivraient la reconstitution graduelle de leurs marges au premier semestre de 2005. Le taux de marge augmenterait légèrement au premier trimestre de 2005 et se stabiliserait au deuxième à un niveau légèrement plus élevé que la moyenne de 2004 (39,8% après 39,7% sur 2004). Dans un contexte de ralentissement de l'activité, les gains de productivité contribueraient moins positivement à cette évolution. Le prix des consommations intermédiaires ralentirait au premier trimestre de 2005 alors que le pouvoir d'achat des salaires continuerait de peser sur le taux de marge des entreprises.

Au premier semestre de 2005, le prix de la valeur ajoutée accélérerait sensiblement sous l'effet du ralentissement du prix des consommations intermédiaires, notamment en énergie au deuxième trimestre. En glissement semestriel, leur évolution passerait de +0,2% au quatrième trimestre de 2004 à +0,8% au deuxième trimestre de 2005. De plus, le prix de la consommation ralentirait légèrement, passant de +0,8% à +0,7%. Au total, le ratio du prix



de la valeur ajoutée et du prix de la consommation contribuerait désormais positivement à l'évolution semestrielle du taux de marge, de +0,1 point au deuxième trimestre après -0,4% au dernier trimestre de 2004.

Cependant, le net ralentissement du prix de la consommation permettrait au pouvoir d'achat des salaires d'accélérer temporairement au premier trimestre et de jouer négativement sur le taux de marge de 0,3 point (contre -0,1 point au trimestre précédent). Au deuxième trimestre, il ralentirait nettement et ne baisserait le taux de marge que de 0,1 point. ■

DÉCOMPOSITION DU TAUX DE MARGE DES SNF-EI*

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2003				2004				2005		2003	2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Taux de marge	39,6	39,0	39,5	39,7	39,6	40,0	39,5	39,6	39,8	39,8	39,4	39,7	39,8
Variation du taux de marge	0,0	-0,6	0,5	0,2	-0,1	0,4	-0,5	0,1	0,2	0,0	-0,5	0,3	0,1
Contributions à la variation du taux de marge													
des gains de productivité	0,0	-0,4	0,8	0,4	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,3	0,1	0,0	1,4	0,7
du pouvoir d'achat du salaire par tête	0,3	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,8	-0,5
du taux de cotisation employeur	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	-0,3	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,1
Autres éléments	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,1
Rappel													
Valeur ajoutée des branches principalement marchandes aux prix de 1995	0,0	-0,6	1,1	0,6	0,7	0,7	0,0	0,7	0,6	0,2	0,0	2,2	1,4
Emploi des SNFEI	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,2
Salaire mensuel par tête	0,2	0,5	0,8	0,5	1,0	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	1,8	2,8	2,1
Prix de consommation	0,7	0,1	0,3	0,5	0,3	0,5	0,3	0,5	0,2	0,5	1,8	1,5	1,2
Prix des consommations intermédiaires	1,3	-0,9	0,0	0,4	0,2	0,6	1,1	0,8	0,4	0,3	1,0	1,5	2,0
Prix de production	0,8	-0,4	0,2	0,4	0,2	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	1,1	1,4	1,6
Prix de la valeur ajoutée	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,0	0,2	0,4	0,4	1,2	1,3	1,1

■ Prévision
* Sociétés non financières et entrepreneurs individuels.
Source INSEE