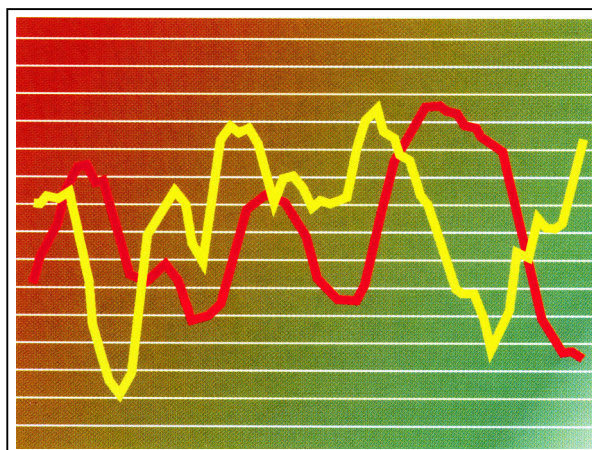


NOTE DE CONJONCTURE

MARS 2006





NOTE DE CONJONCTURE

Mars 2006

© Insee 2006



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 chef

Michel Devilliers
Karine Berger
Laurent Clavel
Frédéric Tallet

■ Contributeurs

Franck Arnaud
Séverine Arnault
Céline Arnold
Patrick Aubert
Marlène Bahu
José Bardaji
Muriel Barlet
Anne-Juliette Bessone
Olivier Biau
Vincent Bonnefoy
Frédéric Brouillet
Franck Cachia
Raphaël Cancé
Véronique Cordey
Laure Crusson
Thierry Deperraz
Olivier Dorothée
Olivier Filatriau
Christine Fluxa
Philippe Gallot
Véronique Guihard
Sylvain Heck
Thomas Le Barbanchon
Claudie Louvot
Virginie Meyer
Marie-Dominique Minne
Jérémi Montornes
Guillaume Mordant
Benoît Ourliac
Bertrand Pluyaud
Hélène Poncet
Cyril Rebillard
Sophie Renaud
Vivien Roussez
Philippe Scherrer
Ludovic Subran
Marguerite Sylvander
Thierry Ziliotto

■ Secrétariat de Rédaction

Karl Even

■ Secrétariat

Samuel Berté
Nelly Cousté

■ Mise en page

Denise Maury-Duprey
Maria Diaz
Dominique Michot

Rédaction achevée le 17 mars 2006

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

DANS UN CONTEXTE TOUJOURS PORTEUR

- Vue d'ensemble 9

DOSSIERS

- Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement 17
- Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ? 31

FICHES THÉMATIQUES

INTERNATIONAL

- Conjoncture internationale 49
- Environnement international de la zone euro 51
- Conjoncture dans la zone euro 57
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 64
- Pétrole et matières premières 70
- Financement de l'économie 74

FRANCE

- Échanges extérieurs 79
- Éléments du compte des administrations publiques 83
- Prix à la consommation 86
- Emploi 90
- Chômage 95
- Salaires 98
- Revenus des ménages 100
- Consommation et investissement des ménages 104
- Investissement 106
- Stocks 109
- Production 111
- Résultats des entreprises 118

COMPTE ASSOCIÉ

Encadrés

- Éléments d'interprétation du dynamisme des importations en produits manufacturés en 2005 13
- Comparaison des performances économiques Royaume-Uni / Zone euro 55
- Détecte-t-on un décalage conjoncturel dans l'industrie entre les grands pays de la zone euro depuis 2005 ? 62
- Des "petits pays" aux prix costauds... 68
- Un déficit commercial élevé, de -33,9 milliards d'euros CAF-FAB, dû à la facture énergétique, mais aussi aux échanges de produits manufacturés 82
- Retour sur les contrats aidés en 2005 93
- Une première estimation des effets économiques de la grippe aviaire en France 114
- Retour sur la conjoncture de l'industrie automobile française 116

Dans un contexte toujours porteur

Une croissance modeste au quatrième trimestre de 2005, due à un repli de la production manufacturière, notamment automobile, est venue souligner la fragilité de l'activité dans l'industrie. Il est vrai que ce secteur est le plus concerné par les difficultés de notre commerce extérieur. Pour la deuxième année consécutive, les échanges extérieurs ont comptablement soustrait en 2005 un point à la croissance annuelle, l'augmentation des exportations (+ 3,2%) restant en retrait de la demande mondiale tandis que les importations progressaient vivement (+ 6,6 %). Ainsi en 2005 la croissance, également affectée par une baisse de la production agricole, a été moins forte qu'en 2004. Pourtant la demande intérieure n'a guère faibli. L'investissement des entreprises a progressé de 3,7 %, celui des ménages de 3,1 % et surtout la consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance en augmentant de 2,1 %. Cette évolution a été favorisée par un recul progressif du taux de chômage, revenu à 9,6 % en fin d'année (contre 10 % fin 2004), et par une progression modérée de l'emploi salarié marchand (+50 000). Elle a également bénéficié de la maîtrise de l'inflation : les prix à la consommation n'ont augmenté que de 1,5% en 2005, malgré le choc pétrolier.

Au début de 2006, l'environnement international est encore porteur. Tant aux États-Unis qu'en Asie, la croissance reste vive. La zone euro en profite, les effets négatifs de la forte appréciation passée de l'euro étant pour l'essentiel derrière nous. Le cours de la monnaie unique est en effet stable au voisinage de 1,20 dollar. En zone euro comme aux États-Unis, les marchés anticipent d'autres relèvements des taux d'intervention. Mais l'impact de ce resserrement est encore limité, notamment parce que les taux longs n'ont que faiblement augmenté. Ainsi, en zone euro, les enquêtes de conjoncture témoignent d'une activité dyna-

mique, l'amélioration du climat des affaires étant particulièrement nette en Allemagne. En France, l'accroissement des commandes en provenance de l'étranger devrait générer une accélération des exportations, malgré nos difficultés d'adaptation à la structure de la demande mondiale. Par ailleurs, la consommation des ménages continuerait d'augmenter dans l'hexagone. Dans un contexte de stabilisation du taux d'épargne, elle reposerait sur une progression du pouvoir d'achat, qui bénéficierait du recul de l'inflation. Après une pointe en janvier, le glissement annuel des prix reviendrait à 1,6 % en juin. Sous l'effet notamment de la remontée des taux d'intérêt, la demande de logement commencerait à plafonner. Mais la progression de l'activité dans le bâtiment resterait forte, en raison des très nombreuses mises en chantier de la fin 2005. Ainsi, au premier semestre, le PIB augmenterait sur un rythme annualisé un peu supérieur à 2 %. Les importations conserveraient une tendance soutenue (6 % en rythme annualisé), mais moins vigoureuse qu'à la fin de l'année dernière. L'emploi salarié marchand, affecté au premier trimestre par le contre-coup de la faible croissance de la fin de 2005, progresserait de 25 000 au premier semestre. Mais, avec l'apport de l'emploi non marchand, notamment aidé, l'emploi total augmenterait d'environ 100 000 sur la même période. Conjuguée avec le ralentissement de la population active tendancielle, cette progression permettrait une poursuite du recul du taux de chômage (9,2 % en juin).

Un aléa positif sur ces perspectives réside dans un redémarrage plus vigoureux de l'économie allemande, en accord avec les perspectives très optimistes actuellement formulées par les entrepreneurs d'outre-Rhin. À l'inverse, une économie mondiale dynamique maintient des risques de poussées des prix du pétrole et des autres matières premières. ■

En France, si les résultats du quatrième trimestre 2005 confirment à nouveau la solidité des demandes des ménages et des entreprises, ils montrent aussi le danger que leurs décalages par rapport aux autres demandes intérieures européennes se révèlent plus profitables aux importations qu'à la production nationale. En dépit des difficultés entourant les deux faces du commerce extérieur, la croissance de l'activité française, qui a ralenti en 2005, s'instaurerait, début 2006, sur un rythme annualisé un peu supérieur à 2,0%.

Une économie mondiale allant mais au sein de laquelle les déséquilibres perdurent

La plage de fluctuation du pétrole est centrée depuis plusieurs semaines autour de 60 dollars le baril, après une hausse tendancielle du cours du Brent de 3 dollars par trimestre depuis 2003. L'évolution à court terme du prix du baril reste plus que jamais suspendue à celle de différentes crises qui affectent actuellement le marché pétrolier. Toutefois, compte tenu des dernières cotations observées et d'une offre anticipée capable a priori de répondre à la demande, une stabilisation à 60\$ est retenue comme hypothèse sur l'ensemble de la période de prévision⁽¹⁾. A ces tensions s'ajoutent en outre depuis peu les fortes progressions d'autres matières premières : c'est notamment le cas des produits dérivés du pétrole, mais aussi des métaux. Dans ce contexte, les prix à la production augmentent sensiblement depuis la mi-2005 dans la plupart des pays industrialisés tandis que la facture énergétique s'alourdit. Ainsi, la facture énergétique française a augmenté, passant de -2,1 points de PIB en 2004 à -2,6 points en 2005.

Pour autant, l'économie mondiale resterait allante au premier semestre de 2006. La bonne orientation des perspectives d'activité dans toutes les régions

du monde confirme bien que les conséquences du relèvement des prix pétroliers, si elles sont tangibles, se révèlent à ce stade circonscrites. En particulier, les pressions concurrentielles continueraient de limiter les risques de développement généralisé de l'inflation.

En l'absence d'effet de second tour du choc pétrolier, les conditions de financement demeurent logiquement globalement attractives. A l'horizon de la mi-2006, de nouvelles remontées de taux d'intérêt sont anticipées par les marchés de part et d'autre de l'Atlantique. Néanmoins, comme c'est le cas jusqu'à présent, les taux d'intérêt à long terme demeureraient peu affectés par les hausses de taux directeurs jusqu'en milieu d'année (cf. dossier p. 31 : « Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ? »).

En dépit de ce contexte favorable, les divergences de performance entre pays industrialisés perdureraient. Cette orientation alimenterait les décalages toujours plus profonds d'évolution des soldes extérieurs, peu cohérents avec la grande inertie des marchés des changes ces derniers mois⁽²⁾.

Les demandes intérieures américaine, et dans une moindre mesure nippone et britannique, contrasteraient toujours avec celle attendue en zone euro. Ce sont avant tout les divergences dans les dynamiques des revenus réels et, plus marginalement, dans l'amplitude des cycles d'investissement qui seraient à l'origine de ces différences. Notamment, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, les demandes intérieures se renforceraient encore. Dans

(1) Soit une moyenne de 61\$ et 60\$ respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2006.

(2) Le taux de change euro/dollar a été stabilisé à 1,20 sur l'ensemble de la période de prévision, soit un niveau proche de son cours actuel.

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

(aux prix de 2000, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %)

		2004				2005				2006		2004	2005	2006 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%)	0,5	0,7	0,0	0,7	0,3	0,0	0,7	0,2	0,6	0,5	2,1	1,4	1,5
Importations	(28%)	0,6	3,6	1,7	1,0	0,9	1,4	2,7	2,4	1,6	1,5	6,1	6,6	6,4
Dépenses de consommation des ménages	(54%)	0,7	0,8	-0,2	1,3	0,6	-0,2	0,7	0,7	0,7	0,6	2,3	2,1	2,0
Dépenses de consommation des APU*	(24%)	0,7	0,8	0,0	0,6	0,0	0,2	1,2	0,4	0,5	0,6	2,7	1,5	1,8
FBCF totale	(19%)	-0,4	1,1	-0,4	1,3	1,5	0,0	1,1	0,7	0,6	0,9	2,1	3,3	2,3
dont : ENF	(11%)	-0,4	1,4	-0,8	1,7	2,0	-0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	2,4	3,7	2,5
Ménages	(5%)	0,4	1,6	0,5	0,8	0,7	1,1	0,4	0,5	0,8	0,9	3,1	3,1	2,3
Exportations	(29%)	-0,1	1,2	0,0	1,1	-0,5	1,0	3,2	0,9	1,8	1,3	2,2	3,2	5,4
Demande intérieure hors stocks		0,5	0,8	-0,2	1,1	0,6	0,0	0,9	0,6	0,6	0,6	2,3	2,2	2,0
Variations de stocks		0,3	0,6	0,7	-0,5	0,0	0,2	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	-0,1
Commerce extérieur		-0,2	-0,7	-0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,5	0,0	-0,1	-1,1	-1,0	-0,4

■ Prévision

* Dépenses de consommation des APU et des ISLSM.
Entre parenthèses : poids en 2000.

les trois pays, les créations d'emplois s'intensifieraient et les salaires conserveraient leur élan, ce qui permettrait une accélération des rémunérations salariales. Ce contexte favorable serait propice à l'investissement, d'autant que les perspectives des entrepreneurs à l'exportation demeurent elles aussi globalement bien orientées. Au total, les rythmes de croissance annualisés seraient de 4,2% aux États-Unis, 3,0% au Japon et 2,2% au Royaume-Uni au premier semestre de cette année.

Les évolutions disparates au sein des pays de la zone euro commenceraient à s'estomper

En zone euro, les résultats du quatrième trimestre attestent de la fragilité du rebond amorcé mi-2005, dans l'attente de la consolidation des déterminants internes de la croissance. La production industrielle a ralenti, rognée par une demande extérieure hésitante et un recul de la consommation des ménages (-0,2%), accentuant encore les décalages industriels au sein de la zone. Alors que la production industrielle déclinait en France et en Italie, en Allemagne elle rebondissait vivement. Pour autant, outre-Rhin, la faiblesse de la demande domestique continuait de l'emporter sur les performances extérieures : du fait de l'effondrement de la consommation des ménages, l'activité a stagné.

Début 2006, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie témoignent d'une amélioration significative du climat des affaires au sein de la zone euro. Les disparités nationales de croissance s'estomperaient graduellement ; notamment, le PIB allemand progresserait au même rythme que celui de la zone à la faveur de la reprise de la construction et du soutien ponctuel de la coupe du monde de football à la consommation ; en Italie la croissance serait légèrement inférieure (cf. encadré p. 62 : « Détecte-t-on un décalage conjoncturel entre les grands pays de la zone euro depuis 2005 ? »).

La consommation privée en zone euro se redresserait mais ses fondamentaux resteraient ternes, essentiellement du fait de la situation allemande. La reprise modérée de l'emploi et la stagnation des salaires en termes réels se traduiraient par un revenu des ménages peu allant. En revanche, l'inflation devrait graduellement se dégonfler au premier semestre 2006 (+2,1% en juin 2006, contre +2,2% en décembre 2005).

Une franche reprise du cycle d'investissement demeure suspendue aux évolutions globales du commerce extérieur de la zone euro. Les bonnes performances allemandes sont à ce stade compensées par la lente détérioration des positions française et italienne. Au total, la croissance du PIB atteindrait 0,5% par trimestre et l'acquis de croissance en milieu d'année serait de 1,6%.

La production industrielle française bute sur les incertitudes entourant le commerce extérieur

La modeste progression du PIB français au quatrième trimestre (0,2%) vient essentiellement de la stagnation de la production industrielle, avec un fort recul automobile, à relier à la fois à la percée des importations manufacturées et à la fragilité des exportations.

Les incertitudes quant à la résistance de la compétitivité du commerce extérieur de la France, dans un contexte de gains permanents de parts de marché de son principal partenaire commercial (Allemagne), se sont renforcées l'an passé. La croissance des exportations de produits manufacturés a été relativement décevante (+2,3% en moyenne annuelle), en dépit d'une demande mondiale robuste (+ 5,5% en moyenne par rapport à 2004) et d'une petite dépréciation de l'euro. L'effritement des parts de marché est particulièrement sensible dans les ventes de l'industrie automobile et de biens intermédiaires, avec pour miroir une stagnation de la production dans ces deux branches (cf. encadré p.116 « Retour sur la conjoncture de l'industrie automobile française »).

Même si les exportateurs français ne devraient pas regagner les parts de marché cédées, début 2006 les exportations manufacturières françaises rebondiraient vivement (+2,5% au premier trimestre puis +1,6%), portées par une demande européenne plus favorable. Pour autant, l'expansion têtue des importations manufacturées (+7,5% en moyenne annuelle en 2005) continuerait de contrecarrer le soutien du commerce extérieur à la croissance.

Le dynamisme des achats à l'étranger découle en partie de l'orientation de la demande vers des produits à fort contenu en importations, comme les produits électriques et électroniques, l'habillement et certains biens d'équipement. En outre, la hausse des importations en 2005 a été poussée par des évolutions de prix peu favorables à la France (cf. encadré p. 13 : « Éléments d'interprétation du dynamisme des importations en produits manufacturés en 2005 »). Début 2006, la plus grande retenue de l'investissement des entreprises devrait infléchir temporairement le rythme de croissance des importations de produits manufacturés à +2,0% environ par trimestre ; pour autant, l'acquis de croissance des importations manufacturées en milieu d'année s'élèverait déjà à +8,5%.

Des entreprises toujours circonspectes sur leurs perspectives d'investissement

La morosité industrielle semble conduire les entreprises à différer certains programmes d'investissement : ils ralentiraient légèrement au cours du premier trimestre de 2006 (+0,5% sur cette période) après le fort rebond enregistré au second semestre 2005. Au deuxième trimestre, les dépenses d'équi-

pement retrouveraient un niveau de croissance moyen en lien avec des conditions de financement toujours favorables et une légère remontée des tensions sur l'appareil productif ; le raffermissement récent de l'investissement en construction et en travaux publics se confirmerait. La croissance globale de l'investissement resterait toutefois très inférieure à ce qu'elle a été à la fin des années 90.

Surtout, les difficultés industrielles affectent aussi le comportement de stocks des entrepreneurs. Notamment, les industriels du secteur de l'automobile ont procédé à des déstockages massifs au quatrième trimestre de 2005 (-0,3 point). D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks d'automobiles sont jugés plus lourds que ceux de l'ensemble de l'industrie. Aussi, une contribution de nouveau légèrement négative des stocks est attendue début 2006.

La progression de l'emploi total à l'issue du premier semestre 2006 serait portée par la montée en charge des emplois aidés, ramenant le taux de chômage à 9,2% en milieu d'année

Les remous industriels n'ont qu'une influence mineure sur le marché du travail. Le repli du taux de chômage en 2005 (9,6% en décembre contre 10,1% en janvier) accompagne la progression de l'emploi total de +85 000 emplois sur l'ensemble de l'année 2005. A l'issue du premier semestre de 2006, l'emploi total continuerait d'accélérer avec environ +110 000 postes supplémentaires. Cette accélération serait essentiellement due à l'augmentation du nombre de bénéficiaires d'un contrat d'aide à l'emploi non marchand tandis que les autres secteurs d'activité enregistreraient une hausse à un rythme très proche de celui de 2005.

L'emploi salarié des secteurs marchands non agricoles a un peu accéléré en 2005 malgré un contexte économique chahuté (+50 000 emplois). Au début de l'année 2006, les créations d'emplois salariés se poursuivraient sur un rythme similaire à celui de la fin 2005, avec une création nette de l'ordre de 25 000 emplois au cours des six premiers mois de l'année.

Parallèlement, l'accroissement de l'offre de travail se maintiendrait en 2006 à un niveau comparable à 2005 : +42 000 personnes en 2005 et +19 000 sur le premier semestre de 2006. Ainsi, le taux de chômage au sens du BIT poursuivrait sa diminution. Il atteindrait 9,2% fin juin 2006.

Une montée en pente douce du pouvoir d'achat des ménages ...

L'amorce de reprise de l'emploi restant timide, c'est l'évolution salariale et la décélération des prix qui emmènent l'accélération modérée mais régulière du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages : il a augmenté de 1,8% en 2005 après 1,6% en 2004, et en milieu d'année son acquis de croissance atteindrait déjà 2,1%.

En effet, au premier semestre de 2006, les évolutions des diverses composantes du revenu iraient toutes dans le même sens : les impôts versés par les ménages progresseraient moins vite, tandis que les dividendes accéléreraient ; les revenus d'activité seraient toujours poussés par le salaire par tête et le redressement de l'EBE des entrepreneurs individuels se poursuivrait.

En outre, comme les évolutions des prix de l'énergie continuent de dicter le profil de l'inflation, le glissement annuel de l'indice d'ensemble s'inscrirait en baisse après un tout début d'année marqué par la conjonction défavorable d'un regain des prix de l'énergie et d'un effet de base consécutif aux baisses exceptionnelles enregistrées en janvier 2005 : l'inflation s'établirait à 1,6% en juin 2006.

... qui ancre la progression de la consommation et de l'investissement des ménages sur des rythmes fermes

Le profil erratique des dépenses des ménages se lisse progressivement. L'anticipation d'une correction au quatrième trimestre a d'ailleurs été démentie : les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 0,7% au quatrième trimestre de 2005, comme au troisième trimestre, avec un rythme de croissance des dépenses en services nettement supérieur à celui de la consommation en biens. Début 2006, la progression de la consommation des ménages devrait suivre celle du pouvoir d'achat, autour de 0,7% par trimestre.

A cette bonne orientation de la demande privée viendrait s'ajouter la reprise de la progression des dépenses individualisables des administrations publiques.

Autre facteur accélérateur : au vu des dernières mises en chantier, l'investissement logement retrouverait pour les deux premiers trimestres de 2006 le dynamisme dont il avait fait preuve au premier semestre de l'année 2005, soit un rythme de croissance de +0,8% puis +0,9%.

Les trois visages de l'économie française : une industrie fragile, un commerce et des services porteurs et une construction très solide

Au quatrième trimestre de 2005, la production de l'ensemble des branches a de nouveau fléchi (+0,2% après +0,7%), du fait du repli de la production manufacturière (-0,5%). Ce repli est surprenant au regard des signaux globalement positifs délivrés par les enquêtes de conjoncture : l'indicateur synthétique du climat des affaires est en hausse quasi continue depuis le second semestre de 2005, tandis que l'indicateur de retournement suggère une phase d'expansion. Ce décalage entre enquêtes industrielles et production effective rend délicate l'utilisation des outils habituels. Toutefois, l'amélioration escomptée du commerce extérieur amène à anticiper un rebond de la production manufacturière à +0,9% au premier trimestre, qui reviendrait à +0,5% ensuite.

L'activité serait en outre toujours clairement soutenue dans les branches non industrielles. La production du commerce bénéficierait du ressort de la consommation des ménages, progressant sur un

rythme de l'ordre de 0,7% à 0,9% par trimestre. Pour les mêmes raisons, la production de services marchands s'inscrirait sur un rythme constant d'évolution de l'ordre de 0,6% par trimestre. Par ailleurs, une nouvelle accélération dans la construction est anticipée (cf. dossier p.17 « Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement »), en lien avec une demande des ménages toujours forte et le rebond attendu des travaux publics.

La branche agricole serait affectée par des perturbations liées à la grippe aviaire, dont l'impact global serait toutefois très limité (cf. encadré p.114 : « Une première estimation des effets économiques de la grippe aviaire en France (cantonée aux animaux) »).

Au total, la production de l'ensemble des branches serait plus dynamique en ce début d'année et progresserait de 0,7% par trimestre jusqu'à la mi-2006. La croissance trimestrielle du PIB rejoindrait 0,6% au premier trimestre de 2006, puis 0,5% au printemps, affichant un acquis de croissance de 1,5% en milieu d'année. ■

ENCADRÉ : ÉLÉMENTS D'INTERPRÉTATION DU DYNAMISME DES IMPORTATIONS EN PRODUITS MANUFACTURÉS EN 2005

Les premiers résultats des comptes trimestriels du quatrième trimestre 2005 indiquent une évolution très dynamique des importations en produits manufacturés en France l'an passé, avec une croissance en moyenne annuelle de 7,5 % (après 6,9 % en 2004) et un glissement semestriel au second semestre de 7 %.

Cette importante expansion des importations - conjuguée à la relative faiblesse des exportations - se solde par une contribution négative du commerce extérieur à la croissance du PIB, de -1,0 point en 2005 après -1,1 point en 2004.

Ces évolutions interviennent alors que la production manufacturière française traverse une phase de fragilité depuis un an, enregistrant même un repli de -0,5 % au dernier trimestre 2005.

L'hypothèse d'une pénétration accrue de la demande intérieure (et notamment de la consommation des ménages) par les importations, au détriment de la production nationale, a été avancée comme explication de la faiblesse conjoncturelle du quatrième trimestre 2005. Pour autant, cette interprétation ne semble pas validée par les éléments empiriques disponibles.

En 2005, seul le contenu en importations de la demande des entreprises se redresse significativement, sans modifier le contenu en importations de la demande finale.

Le dynamisme des importations l'an passé pourrait résulter du rôle particulier de l'un des postes de la demande finale. En effet, le lien entre importations et demande intérieure en produits manufacturés peut dépendre fortement du type de demande considérée, suivant qu'elle émane, par exemple, des ménages ou des entreprises. Afin d'explorer cette hypothèse, le contenu en importations des différents postes de la demande finale a été évalué, en distinguant la contribution de chaque secteur institutionnel (cf. graphique 1).

Contrairement à l'intuition, il n'apparaît pas, sur la période récente, de déformation particulière du contenu en importations de la demande finale globale. A un niveau plus

fin, seul le contenu en importations de la demande des entreprises augmente significativement (passant de 27,7 % en 2004 à 29,9 % en 2005). Ce redressement n'est sensible ni sur la demande des ménages, ni sur les exportations.

Ainsi, l'accélération de la demande des entreprises en biens d'équipement et en biens intermédiaires serait le principal moteur de la dynamique des importations en 2005.

Une modélisation traditionnelle des importations en produits manufacturés ne met pas en évidence d'évolution anormalement élevée en 2005

L'absence de singularité de l'évolution des importations en 2005 suggérée par la stabilité du contenu en importations de la demande globale semble corroborée par la modélisation des évolutions des importations en produits manufacturés à l'aide de ses déterminants traditionnels.

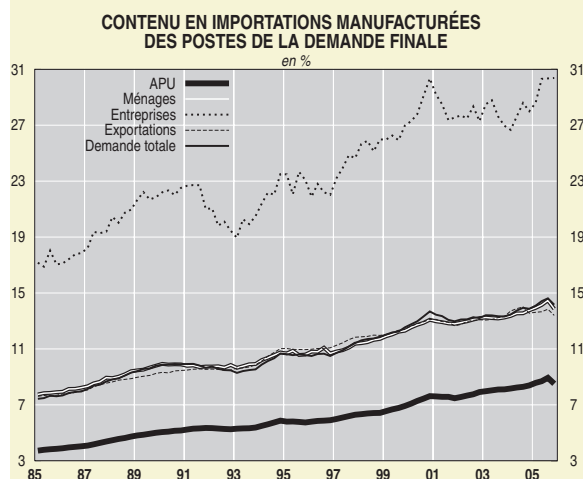
Notamment, la combinaison de la vigoureuse dynamique de la demande intérieure, des pertes de compétitivité-prix sur le marché intérieur et de l'ouverture tendancielle des marchés rend compte d'une croissance d'au moins 6 % des importations en produits manufacturés en 2005.

La modélisation souligne surtout l'influence des pertes de compétitivité-prix sur le marché intérieur dans la dynamique des importations en produits manufacturés depuis 2001.

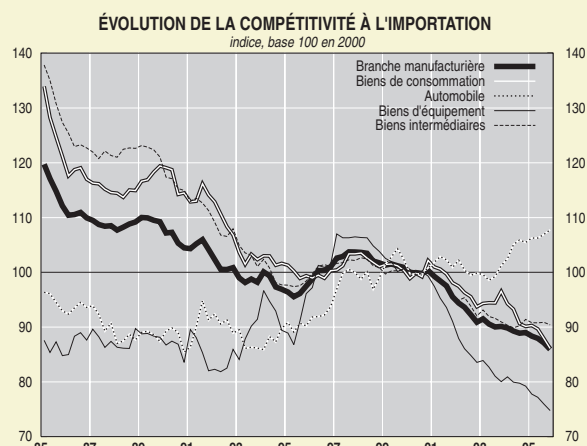
La perte globale de compétitivité-prix à l'importation de la France, tendancielle mais contrastée sectoriellement, peut relever de facteurs explicatifs multiples

Des pertes de compétitivité-prix à l'importation sont en effet enregistrées depuis 5 ans. Le ratio « prix des importations sur prix de la demande intérieure » diminue d'environ 2,5 % par an. La perte de compétitivité-prix à l'importation contribuerait en moyenne à hauteur de 1,6 point par an à la croissance des importations manufacturières depuis 2000.

1



2



Pour autant, aucune accélération du phénomène n'est perceptible en 2005. Les pertes de compétitivité-prix à l'importation sont certes élevées (-2,1 %), mais elles s'inscrivent dans la tendance des 5 dernières années.

L'évolution de la compétitivité-prix à l'importation apparaît toutefois très contrastée selon les sous-branches de production manufacturière. Ainsi, le secteur automobile aurait plutôt eu tendance à gagner de la compétitivité-prix à l'importation depuis 5 ans, autrement dit les prix sur le marché intérieur de ce secteur auraient évolué moins rapidement que les prix des importations. Au contraire les pertes de compétitivité-prix à l'importation des biens d'équipement sont deux fois plus rapides que celle de la

branche globale. Les pertes de compétitivité-prix à l'importation des biens de consommation s'inscrivent, quant à eux, dans la tendance moyenne.

Pour autant, aucune interprétation simple de ces pertes de compétitivité-prix à l'importation n'est possible. Elles peuvent à la fois retracer des limites de mesure statistique des prix du commerce extérieur, des effets de structure de la demande des importations françaises (déformation en faveur de produits peu fabriqués en France) ou, plus problématiquement, une évolution défavorable de la compétitivité-coût de la France.

Au total, en dépit des pertes de compétitivité-prix apparentes, **il n'est pas possible, à ce stade, de conclure à une substitution directe des produits français par des produits étrangers importés.** ■

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

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

Marlène Bahu

José Bardaji

Division Enquêtes de conjoncture

Laurent Clavel

Frédéric Tallet

Division Synthèse conjoncturelle

D'après le célèbre adage, « quand le bâtiment va, tout va ! ». En effet, même si le secteur du bâtiment ne représente que 9 % de la production nationale en 2005, ses évolutions sont observées de près par les conjoncturistes.

Comme pour les autres secteurs, l'Insee recourt aux enquêtes de conjoncture afin de disposer d'une information précoce. À un rythme mensuel, l'Insee interroge un échantillon représentatif

d'entreprises du bâtiment. Il collecte notamment des informations sur l'activité, les effectifs et les carnets de commandes. Ces données se sont avérées des indicateurs fiables de l'évolution de l'activité du secteur du bâtiment car elles sont directement recueillies auprès des acteurs économiques, disponibles dès la fin du mois de référence et soumises à de très faibles révisions.

Après une analyse rétrospective de l'activité du bâtiment depuis 25 ans, ces données sont mobilisées pour construire un indicateur de retournement du secteur. Le manque de recul ne permet de valider cet indicateur que sur un faible nombre de retournements conjoncturels. Nonobstant, la confrontation de l'indicateur à une datation de référence est satisfaisante. Plus encore, l'utilisation de cet indicateur sur le passé aurait permis d'améliorer la qualité du diagnostic conjoncturel.

Enfin, la dernière information transmise par cet indicateur continue de signaler la bonne tenue du bâtiment.

Une datation de la conjoncture du secteur du bâtiment

Le bâtiment : un secteur qui contribue à l'activité

La production annuelle du bâtiment ne représente que 9 % du produit intérieur brut (PIB) de la France en 2005. Sur la période 1980-2005, ses variations contribuent très faiblement à la croissance moyenne du PIB (0,3 %)⁽¹⁾. En revanche, ce secteur contribue pour 4 % aux fluctuations trimestrielles. Ceci est dû à la variabilité et à sa corrélation au PIB⁽²⁾ (cf. graphique 1).

L'essentiel de la production du bâtiment correspond à de l'investissement (72 % en 2005), ou formation brute de capital fixe (FBCF). Le deuxième poste (cf. graphique 2) est à attribuer à la consommation intermédiaire (21 %). L'investissement des mé-

nages contribue à hauteur de 37% via leur investissement en logement. S'agissant de bâtiment non résidentiel, l'investissement des entreprises non financières (ENF) et des administrations publiques (APU) présentent des niveaux comparables : 16 % et 15 % respectivement.

La production du bâtiment est rythmée par le comportement d'investissement des différents agents économiques⁽³⁾. Le pouvoir d'achat, le taux d'intérêt de long terme, le prix relatif de l'ancien par rapport au neuf, la rentabilité et les aides des pouvoirs publics déterminent largement le comportement des ménages. Les entreprises sont plus sensibles à la croissance économique globale, à la dynamique du taux d'intérêt et au profil des taux de marge. Enfin, les variations de l'investissement des administrations publiques et notamment des collectivités locales sont fortement

corrélées aux cycles électoraux, en particulier municipaux, et au phénomène de décentralisation.

Datation économique du cycle conjoncturel du bâtiment

Les analyses a posteriori de l'Insee⁽⁴⁾ et du ministère de l'Équipement⁽⁵⁾ permettent de résumer la conjoncture du bâtiment et de construire une datation dans une perspective économique depuis 25 ans.

Il importe au préalable de définir le cycle conjoncturel. Plusieurs définitions existent. Si toutes s'accor-

(1) Voir Gregoir et Laroque (1992).

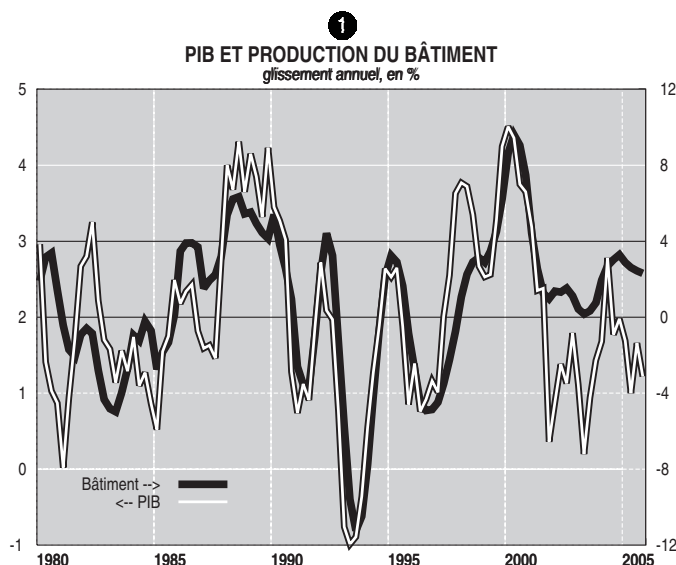
(2) Cette corrélation est de 0,77 sur la période 1980-2005.

(3) Voir Berthier (1992).

(4) Voir Berthier (1992) et Louvot (1996).

(5) Voir « Activité et emploi dans le BTP » du Bureau d'Analyse des Secteurs Professionnels de 1994 à 2005.

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement



dent pour définir un cycle comme la période qui sépare deux creux ou deux pics successifs, des variantes existent sur la détermination des points de retournement. En général, les conjoncturistes définissent deux cycles : le cycle des affaires et le cycle de croissance par rapport à la tendance (cf. encadré 1 pour une présentation de ces différents cycles). Le choix de retenir le cycle de croissance défini à partir de l'écart à la tendance de la production du bâtiment est motivé par son intérêt manifeste : l'information

conjoncturelle est plus fine que celle fournie par le cycle des affaires⁽⁶⁾.

Les années 1980 marquées par un cycle long : ralentissement jusqu'en 1985 suivi par un fort rebond

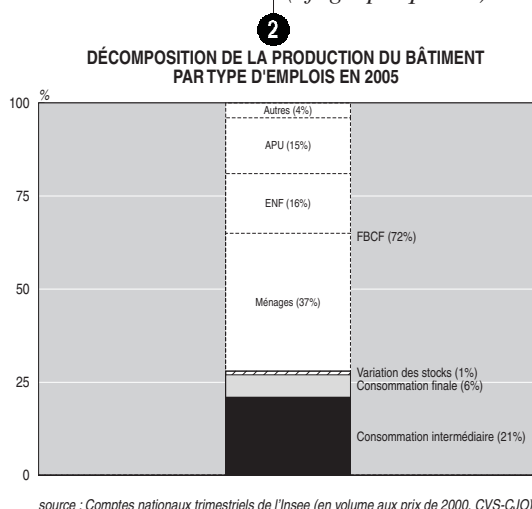
Après une période plus soutenue, le bâtiment connaît une phase de ralentissement entre 1982 et le premier trimestre de 1985. Les ménages sont à la source de ce ralentissement (cf. graphique 3a). Leur pouvoir d'achat diminue fortement (glissement annuel négatif entre le premier trimestre 1983 et le deuxième trimestre 1985) tandis que le taux d'intérêt réel reste élevé (environ 4 %) après la période de désinflation qu'a connue la France jusqu'au début des années 1990 (cf. graphique 3b).

Cette période de ralentissement se termine à la fin de l'année 1985. L'ensemble des agents économiques contribue à ce redressement. Le revenu des ménages progresse et l'activité liée à la construction de logements retrouve son dynamisme. La hausse du nombre des transactions immobilières de 1985 à 1990 et des changements de locataires, qui engendrent surtout des travaux d'aménagement, amplifie cette évolution favorable. Ce phénomène reflète également l'évolution de la qualité des constructions neuves.

Le retour à une croissance globale de l'économie permet aux entreprises de reconstituer leurs marges. Elles réalisent des investissements productifs : acquisitions d'ateliers ou d'usines dans l'industrie, acquisitions de commerces ou de bureaux dans les autres branches. La progression de l'investissement des entreprises se traduit par une forte poussée des mises en chantier de bâtiments non résidentiels (cf. graphique 5a).

Enfin, à l'approche des élections municipales de mars 1989, les dépenses des collectivités locales en bâtiments administratifs sont en hausse, soutenant l'activité de la branche qui atteint un pic au premier trimestre 1990 : hausse de 25 % de l'investissement des APU entre 1986 et 1989.

(6) Notons que la détermination du cycle de croissance s'appuie sur un choix délicat. La détermination de la tendance dépend d'un paramètre de lissage λ (cf. encadré 2 pour une discussion sur ce paramètre). Plus ce dernier est grand, plus la tendance est lisse.

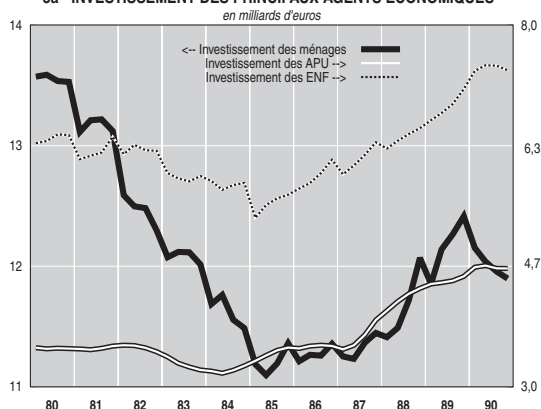


Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

3

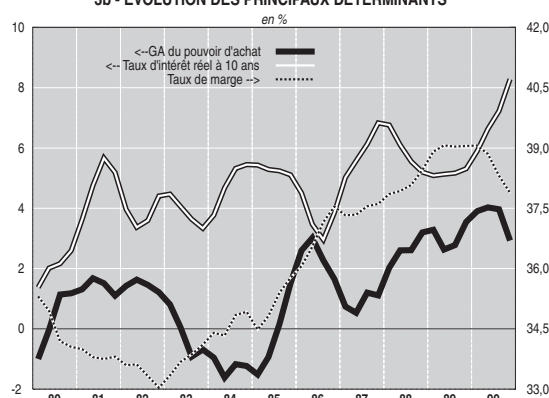
L'ACTIVITÉ DU BÂTIMENT PENDANT LES ANNÉES 1980

3a - INVESTISSEMENT DES PRINCIPAUX AGENTS ÉCONOMIQUES



sources : Comptes nationaux trimestriels - Insee

3b - ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX DÉTERMINANTS



sources : Comptes nationaux trimestriels - Insee

De 1990 à 1997 plusieurs phases courtes se succèdent

Après la forte croissance de la deuxième moitié des années 1980, le marché atteint une certaine saturation. La très forte hausse des prix entraîne la constitution puis l'éclatement de la bulle immobilière. Entre le premier trimestre 1990 et la mi-1991, les ménages réduisent leur investissement en bâtiment de près de 10 % (cf. graphique 4a).

L'activité repart brièvement à la hausse à partir du second semestre 1991 grâce à une augmentation sensible de l'investissement des

entreprises non financières (+20 % en un an). Les ménages ne soutiennent pas cette reprise malgré l'amélioration de la conjoncture. En effet, leur pouvoir d'achat augmente faiblement et les taux d'intérêt réels élevés (environ 6 %) font plus que compenser la baisse des prix du foncier observée depuis 1991 (cf. graphiques 4b et 5b).

Dès le second semestre 1992 et jusqu'à la fin de 1993, le bâtiment subit une phase de ralentissement sévère entretenue par une récession de l'économie française. La baisse de l'investissement des entreprises entraîne l'effondrement

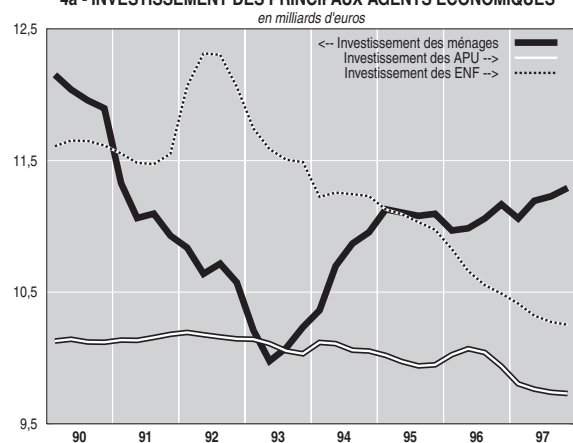
des mises en chantier des bâtiments non résidentiels (cf. graphique 5a). Par ailleurs, la baisse du revenu des ménages rajoute encore à la diminution de l'investissement.

Dès le début de l'année 1994, l'activité française renoue avec la croissance et le bâtiment tire profit de la reprise économique générale jusqu'à la mi-1995. En effet, le regain d'activité favorise le revenu des ménages et améliore le taux de marge des entreprises (cf. graphique 4b). Aussi, l'investissement des ménages s'accroît de plus de 10 % sur l'ensemble de la pé-

4

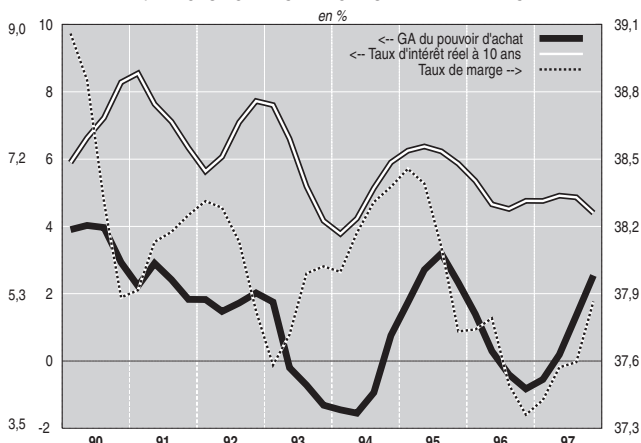
L'ACTIVITÉ DU BÂTIMENT DE 1990 À 1997

4a - INVESTISSEMENT DES PRINCIPAUX AGENTS ÉCONOMIQUES



sources : Comptes nationaux trimestriels - Insee

4b - ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX DÉTERMINANTS



Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

TABEAU 1 : COEFFICIENTS DE CORRÉLATION DES VARIABLES UTILISÉES

	Activité prévue	Activité passée	Jugement sur les carnets	Carnets de commandes	Goulots de production	Effectifs passés	Effectifs prévus	TUC
Activité prévue	1,00	0,95	0,82	0,65	0,69	0,90	0,90	0,69
Activité passée	0,95	1,00	0,84	0,60	0,71	0,91	0,89	0,70
Jugement sur les carnets de commandes	0,82	0,84	1,00	0,83	0,95	0,95	0,96	0,93
Carnets de commandes	0,65	0,60	0,83	1,00	0,85	0,79	0,85	0,90
Goulots de production	0,69	0,71	0,95	0,85	1,00	0,87	0,90	0,95
Effectifs passés	0,90	0,91	0,95	0,79	0,87	1,00	0,97	0,86
Effectifs prévus	0,90	0,89	0,96	0,85	0,90	0,97	1,00	0,90
Taux d'utilisation des capacités de production	0,69	0,70	0,93	0,90	0,95	0,86	0,90	1,00

Source : Enquête de conjoncture dans le bâtiment - données cvs, Insee.

riode. L'important dispositif de relances arrêté par les pouvoirs publics pendant l'été 1993⁽⁷⁾ y contribue également.

Le dynamisme pré-électoral des collectivités locales (municipales de 1995) prend notamment la forme de mises en chantier de bâtiments administratifs. Mais l'invest-

(7) Crédits supplémentaires dégagés par l'État, incitations fiscales, progression des financements, Prêts d'Accession à la Propriété (PAP), Prêts Locatifs Aidés (PLA), Prêts à l'Accession Sociale (PAS). Les Primes à l'Amélioration des Logements à Usage Locatif et à Occupation Sociale (PALUOS) et les Prêts à l'Amélioration de l'Habitat (PAH) relancent l'entretien et l'amélioration des logements. La majoration de l'enveloppe de l'Agence Nationale pour l'Amélioration de l'Habitat (ANAH) relance les réhabilitations.

tissement des entreprises ne suit pas le même mouvement : du fait de leur sous-équipement en matériel informatique, le renouvellement et la modernisation des équipements sont privilégiés, au détriment du bâtiment.

Du second semestre 1995 à l'été 1997, malgré la réforme de l'accession à la propriété, le secteur du bâtiment connaît de nouveau une phase de ralentissement. L'État réduit l'enveloppe budgétaire consacrée aux prêts, PLA et PAP (baisse de l'investissement des APU en construction de 6 % entre la mi-1995 et le début de l'année 1997). La faiblesse passée de la construction neuve hors logement conduit à une moindre activité de travaux d'entretien des bâtiments

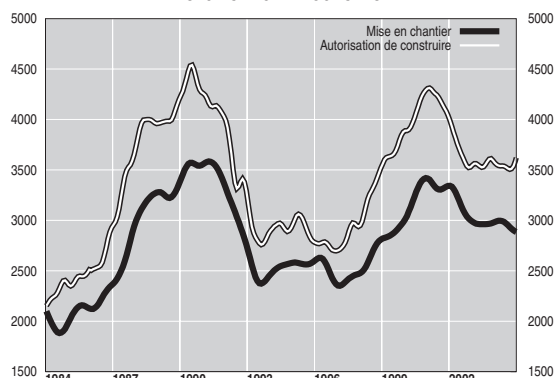
non résidentiels, pénalisée par les contraintes de financement de l'État et des collectivités locales. Enfin, la baisse du revenu disponible des ménages et la remontée des taux entraîne une stagnation de leur investissement.

À partir de 1997 le bâtiment connaît une longue période de croissance, soutenue jusqu'en 2001, plus modérée depuis

La fin de l'année 1997 est marquée par une phase de stabilisation. Grâce à la baisse progressive des taux d'intérêt, la modification du champ d'application du prêt à taux zéro et l'amortissement fiscal de l'achat d'un logement neuf destiné à la location, les ménages recommencent à investir dans le loge-

5

5a - MISES EN CHANTIER DE BÂTIMENTS NON RÉSIDENTIELS ET AUTORISATION DE CONSTRUIRE

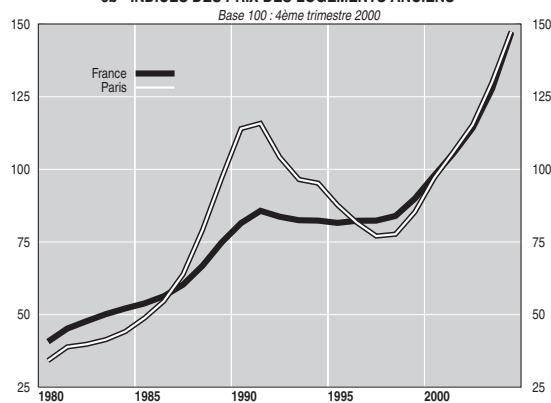


source : Ministère des Transports, de l'Équipement, du Tourisme et de la Mer - DAEI - Sitadel (cvs Insee)

Note de lecture :

Les autorisations de construire ne sont connues qu'à partir de 1986

5b - INDICES DES PRIX DES LOGEMENTS ANCIENS



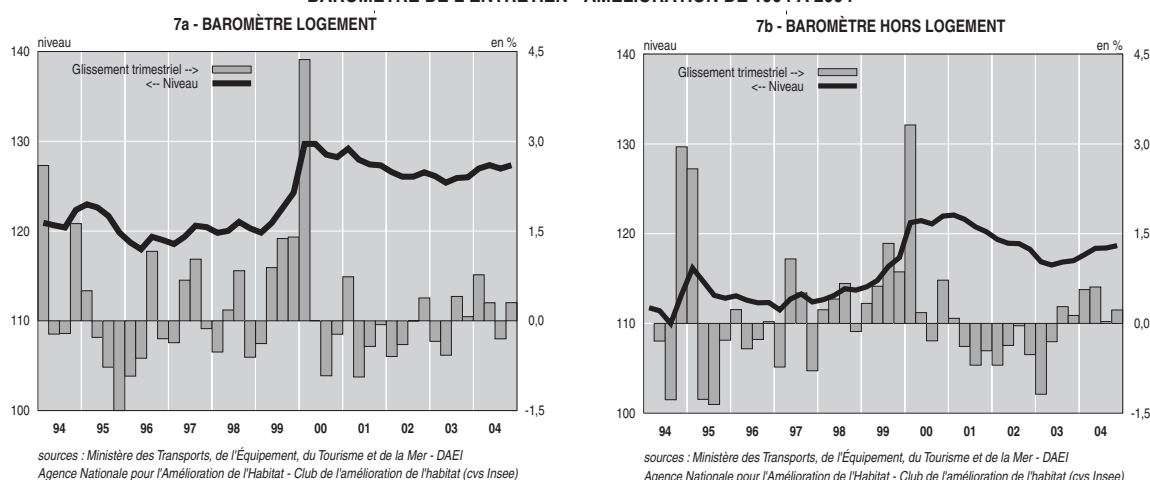
source : Friggit (2001) jusqu'en 1991 pour Paris et 1995 pour la France et Insee, Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris, Perval (à partir de 1992 et 1996 respectivement).

#

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

7

BAROMÈTRE DE L'ENTRETIEN - AMÉLIORATION DE 1994 À 2004



Détermination des points de retournement à l'aide d'une datation statistique du cycle conjoncturel du bâtiment

La datation précédente des points de retournement est imprécise, de l'ordre du trimestre ou du semestre. L'analyse de la production de la branche du bâtiment issue des comptes nationaux de l'Insee permet d'établir une datation mensuelle de référence de la conjoncture du bâtiment en utilisant une méthode proche de celle employée au NBER⁽¹⁰⁾ (cf. enca-

(10) National Bureau of Economic Research.

dré 2). La production de la branche bâtiment est définie dans la comptabilité nationale à partir de la demande, c'est-à-dire principalement à partir de l'investissement et des consommations intermédiaires. Les indicateurs pris en compte sont les mises en chantier réparties à l'aide d'une grille de délais, ainsi que le baromètre d'entretien.

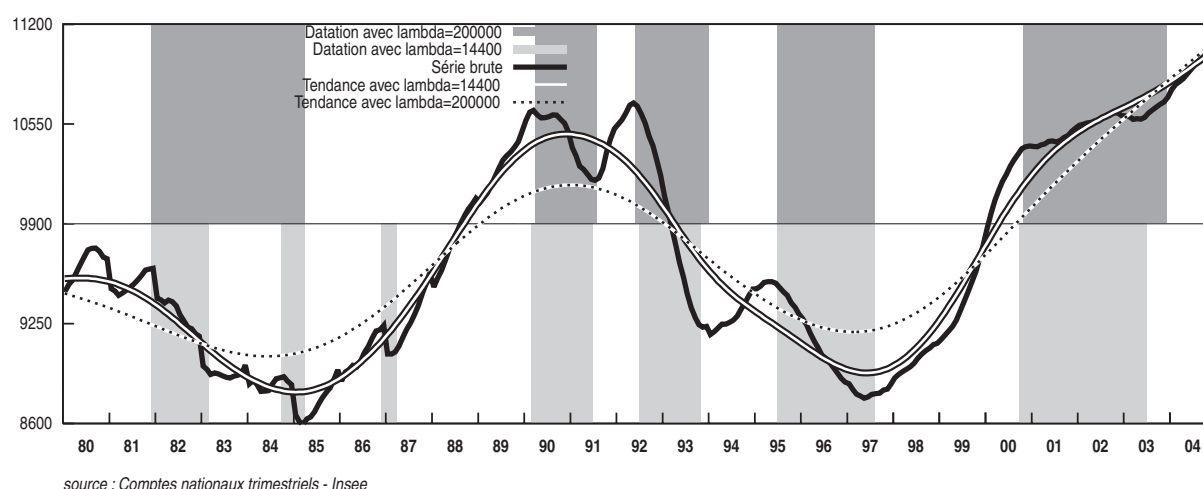
Les périodes d'accélération (sur fond blanc) et de ralentissement de l'activité (sur fond grisé) sont représentées dans le graphique 8. Cette datation tirée d'une analyse conjoncturelle de ce secteur présentée ci-devant. Elle présente l'a-

vantage de dater mensuellement les retournements conjoncturels. Jusqu'en 1990, le choix du paramètre de lissage a une forte influence sur le cycle retenu. Selon la valeur de ce paramètre, la phase d'accélération entre février 1983 et septembre 1984 et la phase de ralentissement entre novembre 1986 et mars 1987 disparaissent. À partir de 1990, le choix du paramètre joue marginalement. Les deux datations sont très proches. Seuls les points de retournement diffèrent de quelques mois.

La spécificité du secteur étudié plaide pour l'utilisation de la datation établie à partir du paramètre de

8

DATATION DE LA PRODUCTION DU BÂTIMENT DE 1985 À 2004



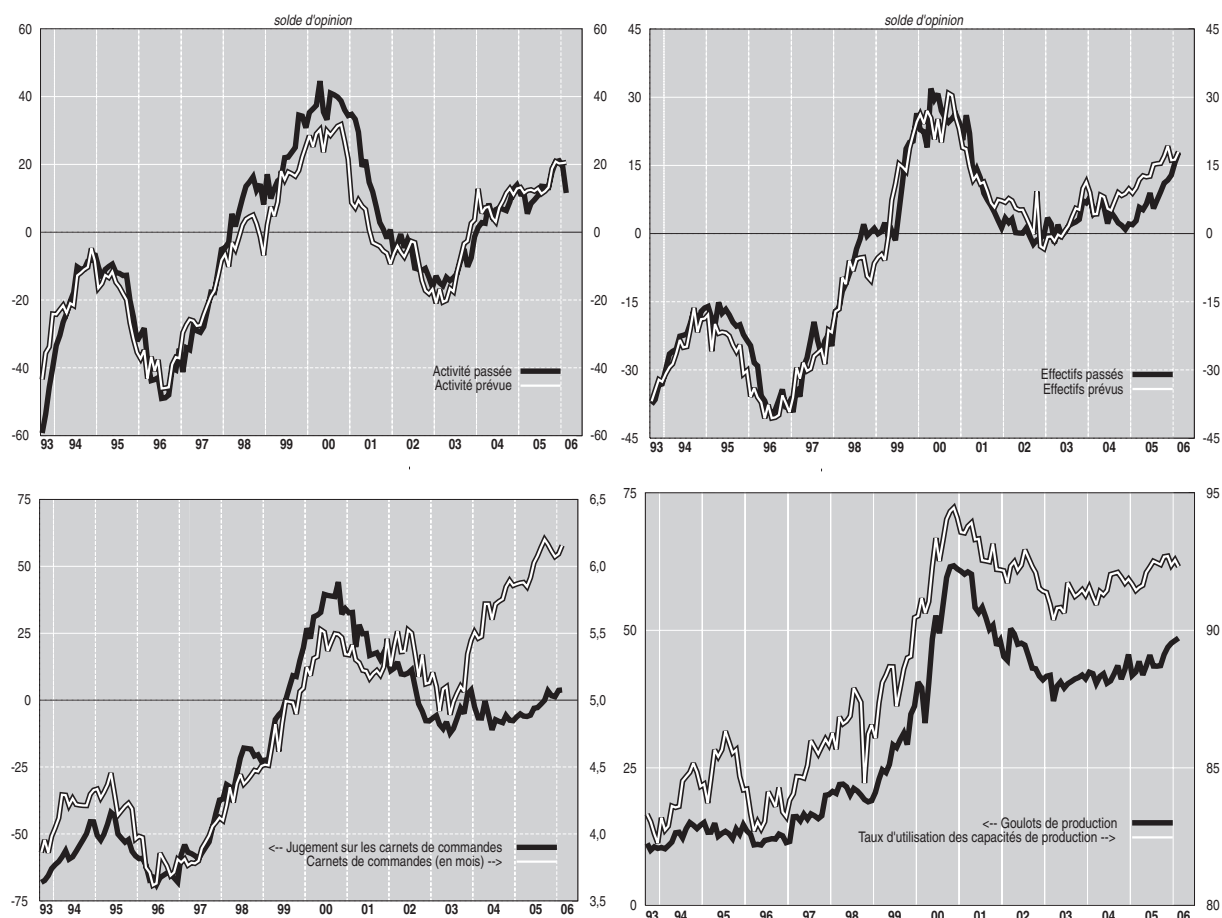
Note de lecture :

Les périodes grisées claires et foncées (resp. blanches) correspondent aux périodes de ralentissement (resp. d'accélération) de la croissance du secteur du bâtiment.

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

9

LES DONNÉES DE L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE DANS LE BÂTIMENT DE L'INSEE - CVS



lissage le plus grand. Cette dernière datation sera considérée comme étant la référence sur laquelle nous étudierons la bonne adéquation d'un indicateur de retournement.

Construction d'un indicateur de retournement

Les informations contenues dans l'enquête de conjoncture dans le bâtiment peuvent être synthétisées en un indicateur qui retrace la phase conjoncturelle du secteur. Il vaut +1 (resp. -1) si le secteur se trouve en phase d'accélération (resp. de ralentissement) de l'activité. Les informations tirées de l'enquête de conjoncture dans le bâtiment sont tout d'abord analysées. L'indicateur de retournement est ensuite présenté.

Les soldes d'opinion

Les variables utilisées (cf. graphique 9) sont issues de l'enquête de conjoncture sur la situation et les perspectives dans l'industrie du bâtiment. De quadrimestrielle depuis sa création en 1962, l'enquête est devenue trimestrielle en 1975 puis mensuelle en septembre 1993.

Les soldes d'opinion portant sur l'activité passée et prévue, sur l'évolution du carnet de commandes et sur les effectifs passés et prévus sont calculés comme la différence entre la proportion d'entrepreneurs déclarant une hausse et celle déclarant une baisse. Les goulots de production sont définis par la part des entrepreneurs ne pouvant accroître leur production. Toutes ces questions sont qualitatives. D'autres

questions conjoncturelles sont quantitatives, comme l'évaluation du nombre de mois de travaux permis par le niveau du carnet de commandes, ou le taux d'utilisation des capacités de production (TUC).

Les coefficients de corrélations entre les huit séries sont présentés dans le tableau 1. Ils se révèlent très élevés.

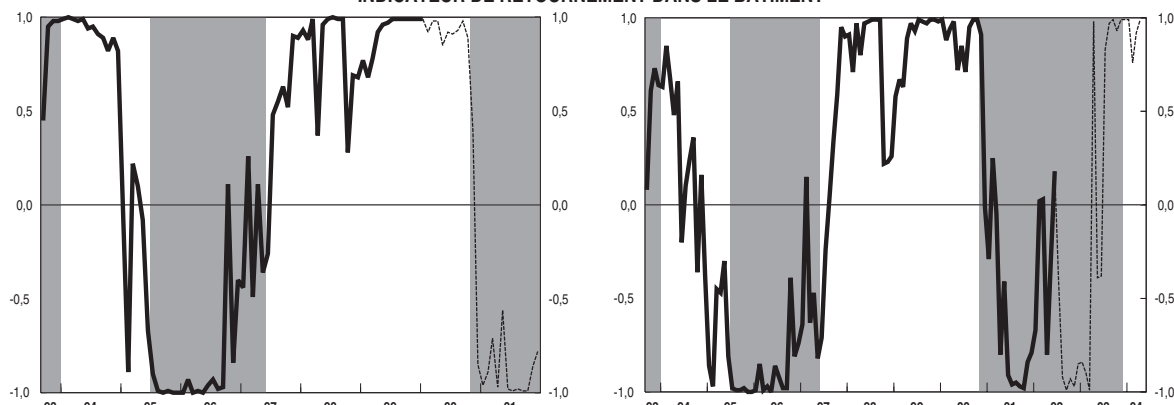
... permettent de construire un indicateur de retournement ...

La construction d'un indicateur de retournement nécessite de travailler sur des données homogènes. L'analyse est, de ce fait, conduite uniquement depuis septembre 1993, date à laquelle l'enquête de

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

10

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DANS LE BÂTIMENT



sources : Enquête de conjoncture dans le bâtiment, Insee pour l'indicateur
Comptes nationaux, Insee pour la datation

sources : Enquête de conjoncture dans le bâtiment, Insee pour l'indicateur
Comptes nationaux, Insee pour la datation

Note de lecture :

Le trait plein de l'indicateur filtré correspond à l'estimation sur l'ensemble de la période, le trait en pointillé représente ce qu'aurait donné l'indicateur en temps réel au cours de l'année qui suit.

conjoncture est devenue mensuelle⁽¹¹⁾. La méthodologie est présentée dans l'encadré 3.

Toutes les variables ne sont pas forcément informatives. Il est possible que certaines d'entre-elles n'apportent que peu d'informations sur la variable cachée sensée représenter l'état de la conjoncture. Il est également possible que d'autres brulent le signal. Partant de ce constat, il est intéressant de regarder les modèles plus parcimonieux, à une, deux, ... jusqu'à sept variables⁽¹²⁾. A partir des huit séries initiales, 255 sous-ensembles de variables possibles peuvent être utilisés, soit autant d'indicateurs correspondants.

(11) La construction d'un indicateur de retournement se fait à partir de l'information nouvelle contenue dans les données auxiliaires. Cette information nouvelle est déterminée très finement. Elle correspond à l'innovation tirée d'un processus auto-régressif (cf. encadré 3). Mensualiser une série trimestrielle reviendrait à travailler sur des données simulées qui par nature ne contiennent pas de surprises conjoncturelles. Il est donc impossible d'utiliser cette méthodologie à partir de données pour parties simulées.

(12) Le nombre de modèle testé est égal à 255 (soit $2^8 - 1$, le modèle ne retenant aucune variable n'est pas intéressant !).

(13) Environ dix modèles répondent à ces critères. La visualisation des indicateurs de retournement permet ensuite de sélectionner le meilleur modèle tant en prévision que sur la période récente.

Un bon indicateur de retournement doit prévoir en avance ou en temps réel l'avènement d'un pic ou d'un creux. Pour simuler ce qu'aurait donné l'indicateur en temps réel dans le passé, la prévision hors échantillon sur données tronquées est indispensable (cf. tableau 2).

En sortie d'estimation, la quantité d'information recueillie est très importante. L'application de deux critères quantitatifs (cf. encadré 4), l'un représentant la lisibilité, l'autre la bonne adéquation à la datation de référence, permet d'écarter la majorité des modèles⁽¹³⁾.

Notons que ce choix présente des faiblesses :

- il s'appuie sur une validation effectuée que sur deux points de retournement. La faible plage de données et la longueur des cycles ne donnent pas la possibilité de tester sur un plus grand nombre de retournements.

- la stabilité de l'indicateur restera à tester lors de la réestimation annuelle des coefficients CVS des soldes d'opinion.

... à partir de six séries issues de l'enquête de conjoncture dans le bâtiment

Le modèle définitif doit détecter au mieux les retournements, de façon synchrone ou légèrement avancée et le signal doit être franc. Finalement, l'indicateur de retournement retenu s'appuie sur les six variables suivantes : l'activité passée et prévue, les effectifs passés et prévus, les carnets de commande et les taux d'utilisation des capacités de production.

Les résultats sont présentés dans les graphiques ci-après, en prévision et en estimation sur l'ensemble de la période. Les phases déterminées par l'indicateur de retournement s'avèrent assez proches de celles de la datation de la production dans le bâtiment.

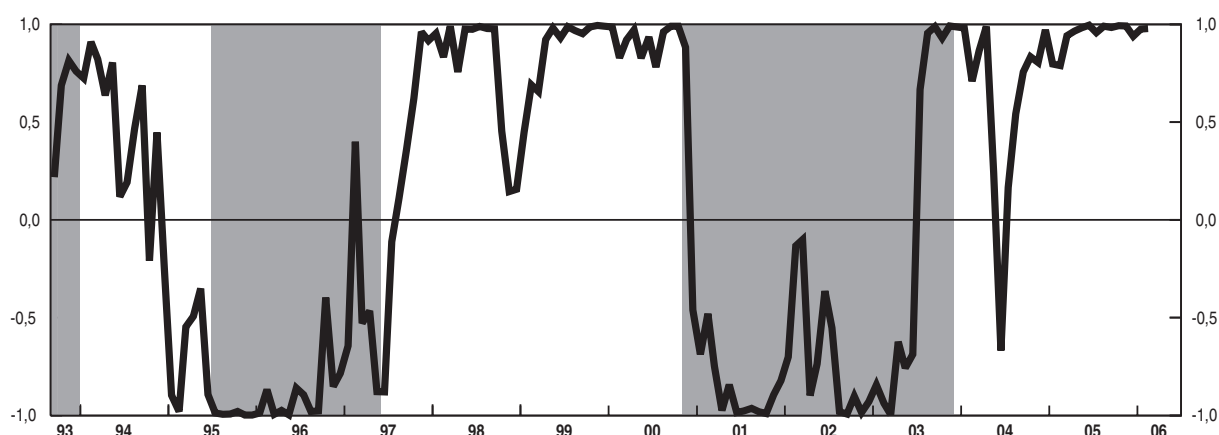
TABLEAU 2 : MODÈLES TESTÉS POUR CHAQUE JEU DE VARIABLES

	Période d'estimation	Période de prévision au mois le mois
Graphique 10 gauche	Septembre 1993 à décembre 1999	Janvier 2000 à décembre 2001
Graphique 10 droite	Septembre 1993 à juin 2002	Juillet 2002 à juillet 2004
Graphique 11	Septembre 1993 à décembre 2005	Aucune

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

11

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DANS LE BÂTIMENT



sources : Enquête de conjoncture dans le bâtiment, Insee pour l'indicateur - Comptes nationaux, Insee pour la datation

Dans le passé (cf. traits pleins du graphique 10 et 11), l'indicateur de retournement coïncide avec les cycles de croissance, soit en avance, soit en phase avec la datation de référence. Pour un intervalle compris entre -0,5 et +0,5 dans lequel l'indicateur est considéré comme renvoyant un signal incertain, interprétable ni à la hausse ni à la baisse, l'indicateur de retournement ne se trompe qu'en juin 2004 et seulement durant un mois.

La simulation en temps réel donne également une très bonne adéquation. Le ralentissement de la croissance de novembre 2000 est détecté avec un mois de retard (cf. graphique 10 à gauche). Dans le cadre de la note de conjoncture de décembre 2000, la prévision de croissance de la production de la branche construction s'appuyait sur un léger ralentissement. L'utilisation en temps réel de cet indicateur aurait permis de prévoir et de confirmer le retournement conjoncturel du secteur et le ralentissement de l'activité bien visible dans la comptabilité nationale a posteriori.

Enfin, la sortie du ralentissement datée en décembre 2003 est signalée 5 mois plus tôt par l'indicateur (cf. graphique 10 à droite). Dans le cadre du point de conjoncture d'octobre 2003, la prévision de croissance s'appuyait sur une hypothèse de poursuite du rythme

passé du secteur du bâtiment. L'utilisation de l'indicateur de retournement aurait permis d'anticiper le retournement à la hausse et le dynamisme de la production du bâtiment en 2004.

Ainsi, cet indicateur donne, à partir des données d'enquête, une datation en temps réel des phases de croissance et de ralentissement qui pourra être confirmée plus tardivement par les données de la comptabilité nationale. La performance de l'indicateur est validée à la fois par la datation a posteriori sur le passé et par la simulation en temps réel.

Sur la période récente, l'indicateur de retournement se maintient à un niveau élevé, proche de 1, signe du dynamisme actuel du secteur du bâtiment (cf. graphique 11).

Conclusion

Le secteur du bâtiment jouant un rôle important dans l'économie française, il est intéressant de repérer en temps réel l'évolution de ses différentes phases conjoncturelles. La construction d'un indicateur de retournement permet de répondre de façon très satisfaisante à ce besoin. En donnant un signal conjoncturel qualitatif, cet indicateur met en évidence les phases d'accélération ou de ralentissement de l'activité.

La démarche adoptée ici consiste en deux étapes :

- Déterminer les périodes de croissance forte et faible à partir de l'analyse économique a posteriori du secteur du bâtiment en France et ainsi valider la datation statistique basée sur la production du bâtiment issue des comptes nationaux trimestriels.
- Mettre en œuvre l'indicateur de retournement en utilisant les données les plus pertinentes de l'enquête de conjoncture dans le bâtiment. Ces dernières données sont sélectionnées suivant la qualité du signal qu'elles renvoient notamment au niveau de l'adéquation à la datation de référence.

L'étude en temps réel de l'indicateur de retournement est très satisfaisante. L'entrée et la sortie de la dernière période de ralentissement sont détectées remarquablement. La chute de l'indicateur est synchrone à l'essoufflement de la croissance de la fin de l'année 2000. De plus, la sortie de ralentissement fin 2003 est anticipée par l'indicateur de quelques mois. Ce test est toutefois limité à la dernière phase conjoncturelle en raison de la nécessité de disposer d'un nombre suffisant d'observations pour l'estimation de l'indicateur. Cette limite ne pourra être levée

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

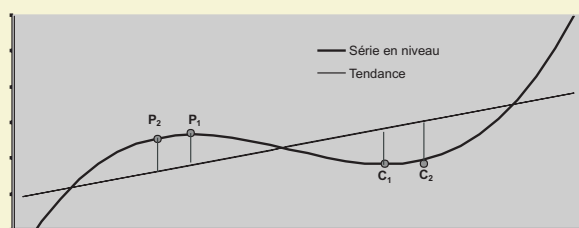
qu'ultérieurement, lorsque le nombre d'observation et de cycles sera plus important.

Aujourd'hui, l'indicateur transmet un signal positif. Ne prévoyant pas de retournement conjoncturel, il suggère que la très bonne santé de

l'activité du bâtiment observée au cours de la période récente devrait se maintenir, au moins à court terme. ■

ENCADRÉ 1 : PRÉSENTATION DES DIFFÉRENTS CYCLES CONJONCTURELS

Le cycle des affaires détermine les phases de croissance et de récession. Les pics et les creux sont déterminés comme étant les maxima et les minima d'une série de référence prise en niveau (points P1 et C1 respectivement sur la figure). Ce type de cycle est peu intéressant car les décideurs économiques ont besoin d'une information plus fine. Cette dernière est donnée par les cycles de croissance, soit par rapport à la tendance soit par rapport au taux de croissance.



En effet, sur moyenne période, l'économie française se trouve sur un sentier de croissance moyen de l'ordre de 2 % l'an. L'information intéressante consiste à savoir si la croissance se trouve en deçà (période de ralentissement) ou au-delà (période d'accélération) de ce niveau tendanciel. Le cycle de croissance par rapport à la tendance s'appuie sur des points de retournement correspondant aux maxima et aux minima de la déviation de la série de référence (points P2 et C2 sur la figure).

Il est intéressant de remarquer que dans le cas de la production dans le secteur du bâtiment, le cycle des affaires et le cycle de croissance sont peu différents dans la mesure où le taux de croissance tendanciel est faible, de l'ordre de 0,7 % sur les 20 dernières années. Dans la suite de cette étude, le cycle retenu est le cycle de croissance par rapport à la tendance. Sa détermination est délicate dans la mesure où elle dépend de la définition de la tendance. Néanmoins, il constitue le cycle le plus intéressant pour les acteurs de la vie économique. ■

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

ENCADRÉ 2 : MÉTHODE DE DATATION DES POINTS DE RETOURNEMENT

La procédure de Bry et Boschan (1971), notamment utilisée par le NBER, permet la datation des points de retournement (pics et creux) pour des séries mensuelles. L'idée principale est de déterminer les expansions et les contractions à partir des pics et des creux. Les phases (définies comme les périodes séparant un pic à un creux ou un creux à un pic) et les cycles (entre deux creux ou deux pics) en découlent. La procédure contient les différentes étapes retracées ci-dessous :

étape 1 - récupération de la déviation de la série (écart à la tendance). Il s'agit de supprimer la tendance via l'application d'un filtre Hodrick-Prescott. Ce filtre présente deux difficultés.

D'abord, le filtre nécessite de prévoir la série aux bords. En conséquence, la connaissance de la tendance et de la déviation aux bords de la période d'étude est souvent fragile. Les deux premières années 1978-1979 et la dernière année 2005 ne sont pas représentées dans la datation.

De plus, le filtre dépend d'un paramètre λ dit de lissage. Plus ce dernier est grand, plus la tendance est lisse. Le choix de λ est fonction de propriétés statistiques et économiques que l'on souhaite retenir pour le cycle. Souvent, le paramètre retenu dans le cas de séries mensuelles est de 14 400. Mais, dans le cas de figure présenté ici, les cycles conjoncturels sont assez longs, proches de ceux de la croissance. Il est donc préférable de retenir un paramètre plus élevé (Bouthevillain [2002]) afin d'effacer les

cycles les plus courts (d'une durée inférieure à deux ans). La valeur du paramètre λ finalement retenue est de 200 000.

Cette dernière étape se termine par la correction des valeurs aberrantes de la déviation.

étape 2 - construction de la courbe de Spencer : celle-ci est obtenue en appliquant une moyenne mobile à la déviation.

étape 3 - détermination d'un premier ensemble de points de retournement à l'aide de la règle suivante :

pic en t si $y_t > \max(y_{t-k}, y_{t+k})$ pour $k=1, \dots, 5$
creux en t si $y_t < \min(y_{t-k}, y_{t+k})$ pour $k=1, \dots, 5$.

étape 4 - application de deux règles de censure : la première règle consiste à vérifier l'alternance des pics et des creux (pour deux pics successifs, le pic retenu sera associé à la valeur la plus élevée). La seconde règle de censure se rapporte à la durée minimale d'un cycle et d'une phase. La durée minimale est fixée à 24 mois pour un cycle et à 8 mois pour une phase.

étape 5 - détermination plus fine des points de retournement. Il s'agit de trouver un deuxième ensemble de points de retournement au voisinage du premier ensemble à partir de la déviation. Plus précisément, nous retenons une moyenne mobile d'ordre 3 de la déviation corrigée des valeurs aberrantes afin d'atténuer le bruit inhérent aux séries. L'application des deux règles de censure permet de valider définitivement ce deuxième ensemble de points de retournement. ■

ENCADRÉ 3 : CONSTRUCTION D'UN INDICATEUR DE RETOURNEMENT

Un indicateur de retournement a pour objectif de déterminer pour une économie donnée les probabilités de se trouver dans une phase d'expansion ou de récession. Il peut permettre de signaler les changements de phase sur les derniers mois.

La méthode employée pour réaliser l'indicateur de retournement dans le bâtiment est directement inspirée de celle de Gregoir et Lenglard (2000) avec cependant quelques variantes qui se sont révélées plus adaptées au cas présent. Seuls les principes généraux de cette méthode sont rappelés ici.

La modélisation

Le régime de l'économie est représenté à chaque date par une variable inobservée discrète Z_t , qui prendra la valeur +1 pour une phase de croissance et la valeur -1 pour une récession. Z_t possède la dynamique d'une chaîne de Markov homogène d'ordre 1 dont les paramètres de la matrice de transition sont estimés (ce sont les probabilités $P(Z_t | Z_{t-1})$). Par ailleurs, on observe un ensemble de P séries d'observations quantitatives mensuelles, noté $Y = (Y_t^p)$, où t est le mois entre 1 et T , et p l'indice de la série. Ces séries observées sont codées en variables qualitatives (X_t^p) qui à chaque date t et pour chaque série p ne peuvent prendre que deux valeurs possibles (+1 ou -1). L'idée sous-jacente de ce codage est d'extraire les « surprises conjoncturelles » des observations pour percevoir au mieux les retournements. En pratique, chaque série Y_t^p est représentée sous une forme autorégressive (dont l'ordre est déterminé par minimisation d'un critère d'information) et le signe de l'innovation obtenue ε_t^p donne le codage : $X_t^p = +1$ (resp. -1) si $\varepsilon_t^p > 0$ (resp. < 0).

Disposant d'un ensemble d'observations mensuelles codées X_t^p , où t est le mois entre 1 et T , et p l'indice de la série, il faut déterminer à chaque date les probabilités d'être dans un état caché de l'économie, sachant l'information disponible jusqu'à cette date ou sachant l'information totale : ce sont respectivement les probabilités filtrées $P(Z_t | I_t)$ ou lissées $P(Z_t | I_T)$, l'information I_t étant l'ensemble des observations codées jusqu'à la date t , $I_t = (X_1, \dots, X_t)$. Les probabilités filtrées représentent plutôt la pertinence de l'indicateur pour le diagnostic conjoncturel

tandis que les probabilités lissées donnent une lecture simplifiée de l'évolution de la construction sur toute la période d'étude.

Les lois d'observations des X_t^p dépendent des variables cachées Z_t , et cette dépendance est représentée par des probabilités conditionnelles $P(X_t^p | Z_t)$ constantes, constituant le second ensemble de paramètres du modèle qui devra être estimé. D'un point de vue heuristique, si le régime caché est la croissance ($Z_t = +1$), la probabilité d'obtenir une « surprise conjoncturelle » positive ($X_t^p = +1$) est plus grande que si le régime caché est la récession ($Z_t = -1$).

L'estimation et le résultat

Le modèle présenté, du type espace-état, s'estime par un algorithme *E-M* (*Expectation-Maximisation*) permettant d'obtenir, par maximisation itérative de la vraisemblance, l'estimation de l'ensemble des paramètres ainsi que les probabilités filtrées et lissées des états cachés. La procédure utilise les filtres de Kitagawa-Hamilton. De plus, la variable de Markov cachée est en fait le produit de deux chaînes indépendantes Z_t ($= +1$ ou -1) et W_t ($= 0$ ou 1). Il y a alors 2×2 états cachés de la variable de Markov (Z_t, W_t) : $\{(+1, 1); (-1, 1); (+1, 0); (-1, 0)\}$. La variable W_t représente une orientation franche de l'économie (valeur 1) ou incertaine (valeur 0). Dans le cas $W_t = 0$, l'effet de la variable Z_t sur les X_t^p est annulé par une hypothèse d'équiprobabilité conditionnelle, à savoir,

$$P(X_t^p | Z_t = +1, W_t = 0) = P(X_t^p | Z_t = -1, W_t = 0) = 1/2.$$

Enfin, comme il faut tirer des probabilités conditionnelles un indicateur de retournement unidimensionnel, on choisit de coder l'indicateur de probabilités filtrées comme suit :

$$\begin{aligned} Ind_t &= P(Z_t = +1 | I_t) - P(Z_t = -1 | I_t) \\ &= P(Z_t = +1, W_t = 1 | I_t) + P(Z_t = +1, W_t = 0 | I_t) \\ &\quad - P(Z_t = -1, W_t = 1 | I_t) - P(Z_t = -1, W_t = 0 | I_t) \end{aligned}$$

Cet indicateur fournit ainsi une grille de lecture de l'alternance des régimes d'expansion et de ralentissement de la construction, et en fin de période d'estimation il donne une évaluation de la conjoncture en cours dans ce secteur. ■

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

ENCADRÉ 4 : CRITÈRES QUANTITATIFS APPLIQUÉS AUX 255 MODÈLES

Deux critères, d'importances inégales, ont été développés sur la période comprise entre septembre 1993 et décembre 2004. Le premier représente la lisibilité de l'indicateur (facilité d'interprétation). Le second traduit la bonne adéquation du modèle à la datation de référence.

Critère de lisibilité

Pour chaque jeu de variable k , le critère est calculé comme suit :

$$I_{lisibilité, prev}^{(k)} = \sum_t 1_{-\alpha < Ind_ret_t^{prev} < \alpha}$$

où α est un paramètre variant strictement entre 0 et 1. Ce critère comptabilise le nombre de fois où la série se trouve dans la partie médiane du graphique. Dans ce cas, l'interprétation est rendue difficile. Ce critère doit être minimisé.

Critère de bonne adéquation à la datation de référence

$$I_{adéquation, prev}^{(k)} = \sum_t |1_{accélération\ de\ la\ croissance} - (1_{Ind_ret_t^{prev} > \beta} - 1_{Ind_ret_t^{prev} < -\beta})|$$

où β est un paramètre variant strictement entre 0 et 1. Il représente le seuil à partir duquel nous dirons si l'indicateur de retournement signale une période d'accélération ou de ralentissement de la croissance. Le critère somme à chaque date le défaut d'ajustement. Ce dernier vaut 0 si l'indicateur signale la même information que la datation de référence. Il vaut 1 s'il ne signale ni une phase d'accélération ni une phase de ralentissement de la croissance. Enfin, il vaut 2 s'il se trompe. Comme précédemment, plus ce critère est petit, plus l'adéquation sera bonne.

Critère synthétique

Les deux critères précédents sont synthétisés en les pondérant comme suit :

$$I^{(k)} = \gamma \sum_{mod} \delta_{mod} \times I_{adéquation, mod}^{(k)} + (1 - \gamma) \sum_{mod} \delta_{mod} \times I_{lisibilité, mod}^{(k)}$$

où γ permet de pondérer les deux critères et δ_{mod} permet de pondérer l'ensemble des six modèles présentés dans le tableau 2.

L'idée est de retenir les meilleurs modèles suivant différents paramètres α , β , γ et δ_{mod} . Ce sont très souvent les mêmes modèles qui minimisent le critère synthétique. ■

Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement

Bibliographie

BARDAJI J. et TALLET F. (2005) : « Le modèle DEREK - DEtection des REtournements Conjoncturels - Manuel d'utilisateur », note n°225/G121, Insee.

BERTHIER J.-P. (1992) : « Une Analyse sur 20 ans de l'activité du Bâtiment-Travaux Publics », Economie et Statistique, n°253.

BOUTHEVILLAIN C. (2002) : « Filtre de Hodrick-Prescott et choix de la valeur du paramètre λ », Banque de France, NER # 89.

BRY G. et BOSCHAN C. (1971) : « Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs », NBER, Technical Paper, n°20.

Bureau d'Analyse des Secteurs Professionnels (1994-2005) : « Activité et Emploi dans le BTP », n°1 à 42.

BUSY (2003) : « Tools and Practices for Business Cycle Analysis in the European Union », Programmes et documents disponibles sur www.jrc.cec.eu.int/uasa/prj-busy.asp.

FRIGGIT J. (2001) « Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques », éditions Economica.

GREGOIR S. et LAROQUE G. (1992) : « La place des stocks dans les fluctuations conjoncturelles », Annales d'économie et statistique, n° 28.

GREGOIR S. et LENGART F. (1998) : « Un nouvel indicateur pour saisir les retournements de conjoncture », Economie et Statistique, n° 314.

GREGOIR S. et LENGART F. (2000) : « Measuring the Probability of a Business Cycle Turning Point by Using a Multivariate Qualitative Hidden Markov Model », Journal of Forecasting, vol. 19, 81-102.

LOUVOT C. (1996) : « Le BTP depuis 1945 », Insee Première, n°472.

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

Bertrand Pluyaud

Division synthèse conjoncturelle

Les taux à long terme des obligations publiques atteignent actuellement des niveaux historiquement bas dans les principaux pays industrialisés. Si les taux longs apparaissent en ligne avec les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro ou au Japon, ceci paraît moins évident aux États-Unis. Il semble que la faiblesse des taux longs américains soit liée à une baisse de la prime obligataire, qui résulte de divers phénomènes, dont le plus important est certainement la forte croissance des achats de titres publics par des opérateurs étrangers, et notamment par les banques centrales de certains pays asiatiques. Aux États-Unis, l'inertie des taux longs face à la remontée des taux courts s'est traduite par une inversion partielle de la courbe des taux. Si une courbe des taux inversée est historiquement un indicateur d'un ralentissement économique à venir, la situation actuelle est cependant différente. En effet, l'inversion de la courbe des taux constatée actuellement correspond à une baisse de la prime obligataire. Enfin, le risque d'un ajustement brutal des taux longs à la hausse semble lié à l'abandon par certains pays asiatiques, notamment la Chine, de leurs politiques d'achats d'obligations à long terme du Trésor américain.

Le débat autour des causes de la faiblesse des taux longs : l'énigme obligataire

Dans les principaux pays industrialisés, les taux d'intérêt obligataires à long terme ont fortement baissé au cours de ces dernières années. Ils atteignent aujourd'hui des niveaux historiquement bas (cf. graphique 1). Aux États-Unis, les taux à 10 ans étaient inférieurs aux taux à 6 mois au début de l'année 2006. Cette situation, correspondant à une inversion partielle de la courbe des taux⁽¹⁾, suscite quelques inquiétudes, dans la mesure où, par le passé, une courbe des taux inversée a souvent précédé un ralentissement économique. Au Royaume-Uni, la courbe des taux était entièrement inversée au début de l'année 2006.

Dans un discours prononcé en février 2005 (Federal Reserve Board, 2005a), Alan Greenspan, alors président de la Réserve fédérale, passait en revue les différents facteurs susceptibles d'expliquer le niveau

actuel des taux longs. Cependant, après avoir énoncé diverses explications potentielles, il concluait qu'elles ne permettaient pas de comprendre la situation actuelle, qu'il qualifiait de « conundrum » (« énigme »). Ce terme de « conundrum » a depuis été abondamment repris dans la presse économique et financière et le débat sur les causes de la faiblesse des taux d'intérêt à long terme s'est amplifié.

L'évolution des perspectives de croissance et d'inflation ne suffit pas à expliquer la baisse des taux longs, au moins dans le cas américain

Pour analyser le phénomène actuel, il est nécessaire de comprendre les mécanismes qui président habituellement à la fixation des taux longs obligataires.

(1) La courbe des taux présente le rendement d'un type d'actif en fonction de ses diverses échéances.

Les taux obligataires résultent de l'équilibre de l'offre et de la demande de titres sur le marché. Le rendement d'une obligation est fonction inverse de son prix. De manière simplifiée, si une obligation donnant lieu au paiement d'un montant M à échéance est achetée sur le marché à un prix P, son rendement sur la période séparant l'achat de l'échéance sera

$$r = M/P - 1$$

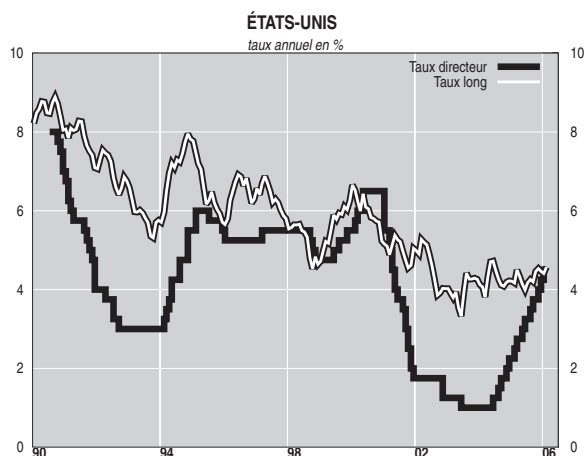
Ainsi, une hausse de la demande d'obligations par rapport à l'offre fera monter le prix des obligations, mais fera baisser leur rendement.

Les arbitrages réalisés par les agents sur le marché de l'épargne impliquent que la rémunération d'un emprunt à long terme est égale à celle d'une succession d'emprunts à court terme sur une période équivalente. Le taux d'intérêt à 10 ans qui résulte de l'équilibre entre l'offre et la demande de titres sur le marché peut donc être vu comme une moyenne de taux à court terme présents et anticipés, à

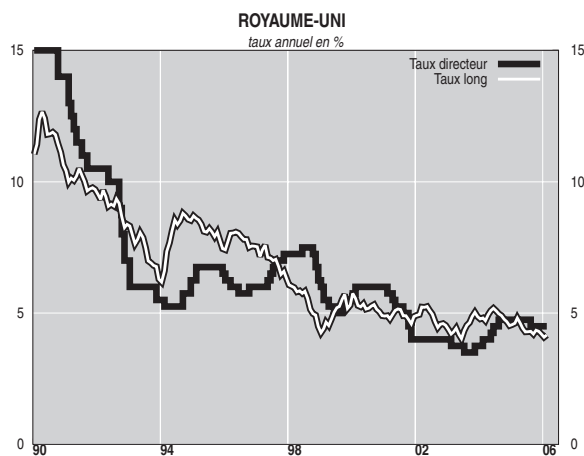
Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

1

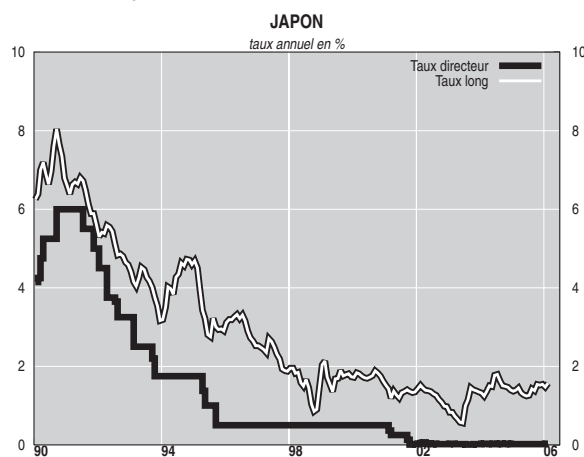
TAUX LONGS (TAUX DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS) ET TAUX DIRECTEURS



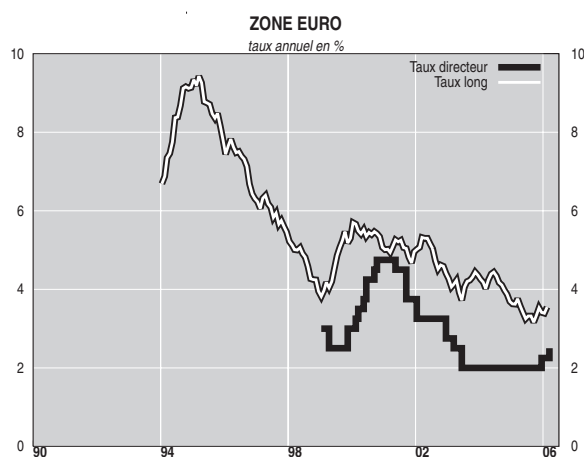
sources : DataInsight, Réserve fédérale



sources : DataInsight, Banque d'Angleterre



sources : DataInsight, Banque du Japon



sources : DataInsight, BCE

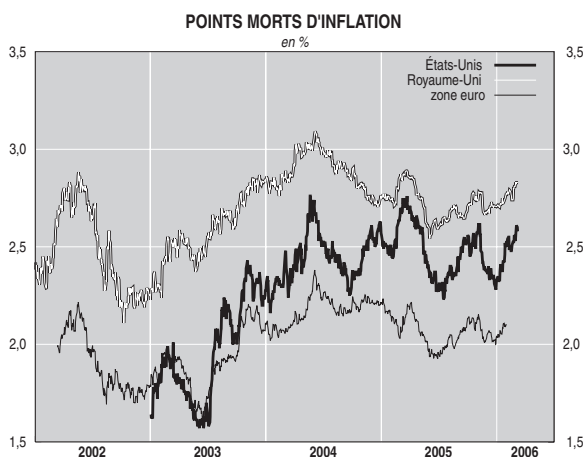
laquelle vient s'ajouter une prime de risque obligataire. La prime de risque associée à une obligation, qui n'est pas mesurable directement, reflète l'attrait des agents pour ce titre par rapport à d'autres types d'actifs, et dépend de ses caractéristiques (liquidité du titre, risque de défaut de paiement, incertitude sur les rendements anticipés, etc.).

Si l'on suppose une prime de risque obligataire constante, une baisse des taux longs par rapport aux taux courts actuels correspond à une baisse des taux courts anticipés, ce qui signifie que les opérateurs s'attendent à ce que la politique monétaire s'assouplisse à l'avenir.

Une baisse des taux directeurs peut être liée à un repli de l'inflation. De fait, l'inflation a eu tendance à baisser ou est restée contenue dans les principaux pays industrialisés aux cours des dernières années. En particulier, la hausse récente du prix du pétrole n'a pour l'instant pas engendré un dérapage généralisé des prix comme cela a été le cas lors des premier et second chocs pétroliers. Dans tous les pays industrialisés, la composante énergétique de l'inflation s'est redressée, mais l'inflation sous-jacente est restée maîtrisée. Ceci a pu résulter de plusieurs facteurs : moindre dépendance énergétique, concurrence accrue, moindre importance des mécanismes d'indexation des salaires et des prix, etc. Plus généralement, la faiblesse de l'inflation

dans les pays industrialisés au cours des dernières années résulte en grande partie de la meilleure intégration des marchés au niveau mondial. En particulier, la concurrence accrue des pays émergents s'est traduite par une progression limitée, voire une baisse, des prix des produits manufacturés. La faible hausse des prix résulte également pour partie de l'action des banques centrales, qui ont démontré au cours des années passées leur résolution à combattre l'inflation. La crédibilité acquise par les banques centrales dans ce domaine est certainement un des principaux facteurs permettant d'expliquer le maintien des anticipations d'inflation à un bas niveau, qui se lit notamment dans le faible niveau des

2



sources : DataInsight, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Agence France Trésor

points morts d'inflation⁽²⁾ (cf. graphique 2). Cependant, les taux des obligations à long terme indexées sur l'inflation atteignent également des niveaux historiquement bas (cf. graphique 3). La baisse des anticipations d'inflation ne permet donc d'expliquer qu'une partie de la faiblesse des taux longs.

On peut également supposer que les agents anticipent une baisse des taux directs, en réaction non seulement à une faible inflation, mais également à un ralentissement de l'activité économique. Cette explication peut être avancée

(2) Le point mort d'inflation correspond à la différence entre le taux des obligations à long terme et le taux des obligations à long terme indexées sur l'inflation. Il reflète donc les anticipations d'inflation par le marché.

dans le cas de la zone euro, où la reprise économique tarde à se confirmer. Au Japon, l'activité économique a été longtemps chaotique. Enfin, au Royaume-Uni, l'économie a connu une phase de ralentissement en 2005. Dans ces trois zones, l'évolution durant ces dernières années des taux d'intérêt réels semble cohérente avec celle de l'activité économique (cf. graphique 4). En revanche, l'hypothèse d'une baisse des taux longs, liée à un ralentissement de la croissance ou à une baisse des anticipations de croissance aux États-Unis sur la période récente, apparaît peu convaincante. Ainsi, les trois dernières années ont été marquées par une déconnexion entre l'évolution des taux d'intérêt réels et celle de l'activité, avec des taux longs réels nettement inférieurs au glissement

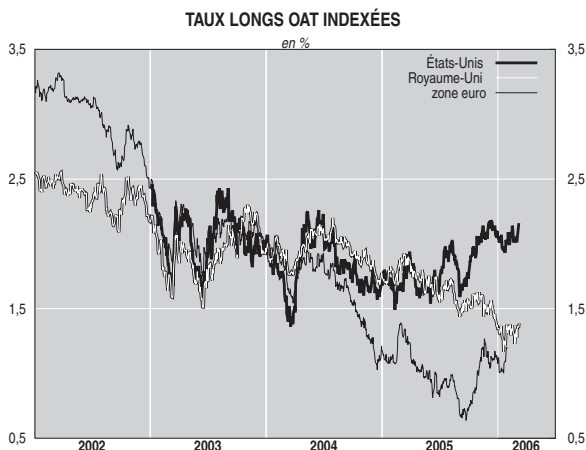
annuel du PIB. De plus, sur la période récente, les indicateurs économiques et les résultats des enquêtes d'opinion ont montré que l'économie américaine demeurerait très dynamique et que les agents anticipaient majoritairement que cette situation allait perdurer. Certaines fluctuations des taux longs ont pu correspondre à la parution d'indicateurs d'activité plus ou moins bons. Ainsi, la chute de 60 points de base du taux des obligations d'État à 10 ans américaines entre juin et septembre 2004 a coïncidé avec des statistiques décevantes concernant l'emploi et l'activité aux États-Unis. Le passage de l'ouragan Katrina a également engendré un repli des taux longs. Mais sur une période plus longue, la bonne tenue de l'activité réelle ou anticipée contraste avec la faiblesse des taux longs. Par ailleurs, les cours boursiers ont progressé, ce qui correspond généralement à l'anticipation par le marché de bons résultats des entreprises. Enfin, les écarts de rendement entre les obligations d'entreprises et les obligations d'État sont demeurés réduits, ce qui indique que les agents jugeaient que les risques de défaillance des entreprises étaient limités.

Au total, la faiblesse des taux longs ne peut pas s'expliquer, au moins dans le cas américain, par une baisse des taux courts anticipés, qui serait liée à une baisse des anticipations de croissance ou d'inflation (cf. graphique 5). Par ailleurs, les interrogations sur la faiblesse des taux longs américains sont justement apparues au vu de leur inertie face à un resserrement de la politique monétaire qui était clairement annoncé par la Réserve fédérale et anticipé par les marchés.

Divers facteurs expliqueraient la baisse de la prime de risque obligataire

La baisse des taux longs aux États-Unis serait donc liée, au moins en partie, à une baisse de la prime de risque sur les obligations à long terme. Si cette prime de

3

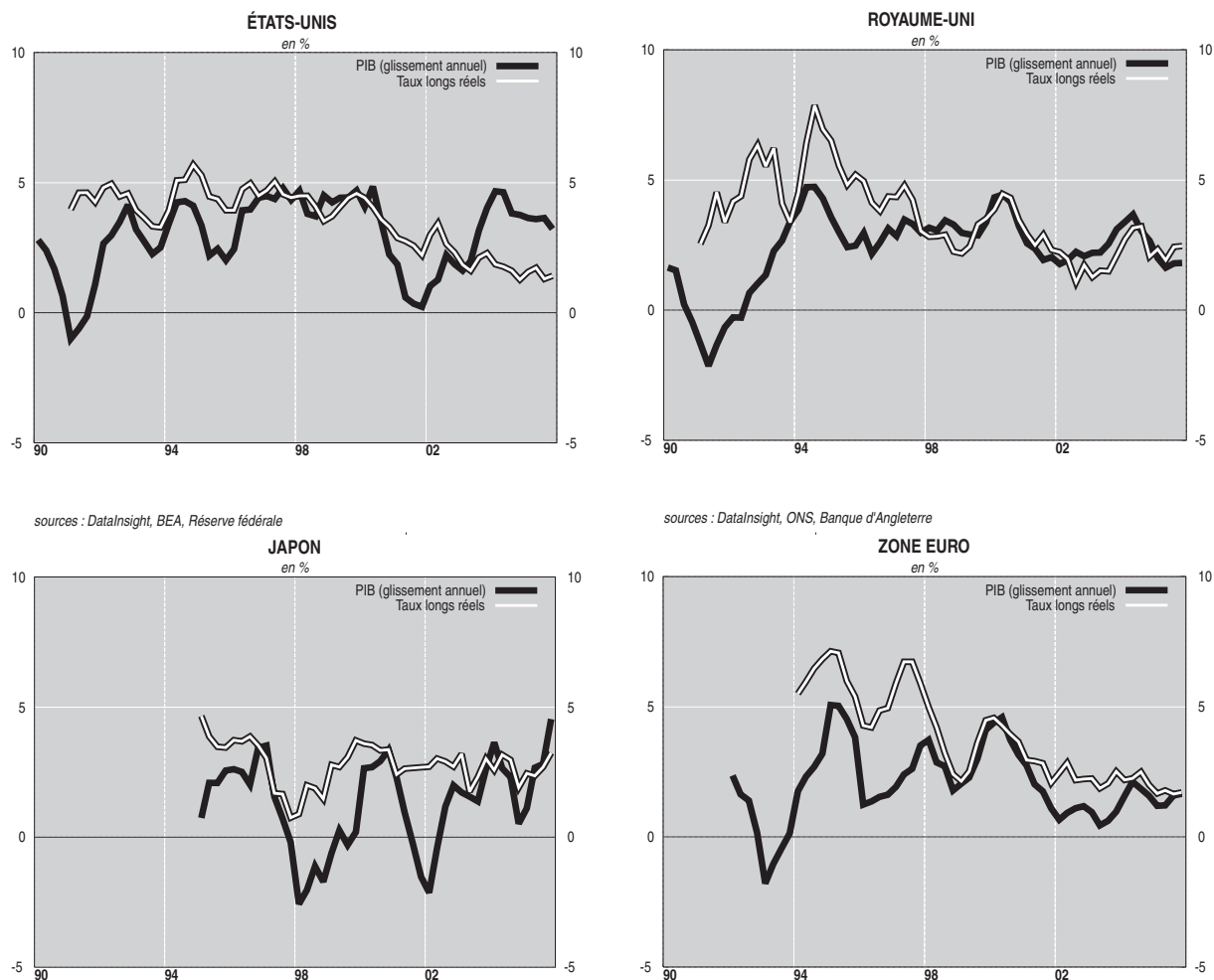


sources : DataInsight, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Agence France Trésor

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

4

TAUX LONGS RÉELS ET TAUX DE CROISSANCE DU PIB (EN VOLUME)



sources : DataInsight, BEA, Réserve fédérale

sources : DataInsight, ONS, Banque d'Angleterre

sources : DataInsight, Cabinet Office, Banque du Japon

sources : DataInsight, Eurostat, BCE

Note de lecture :

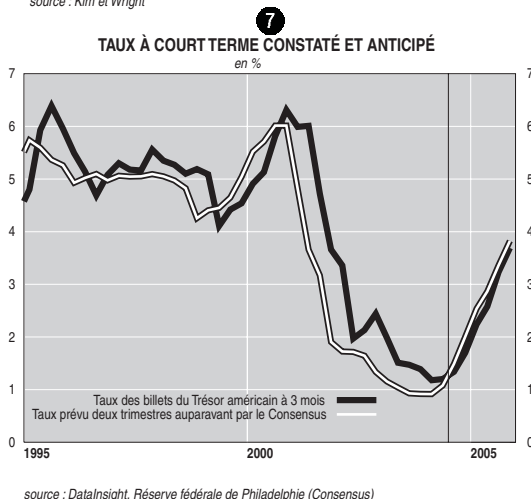
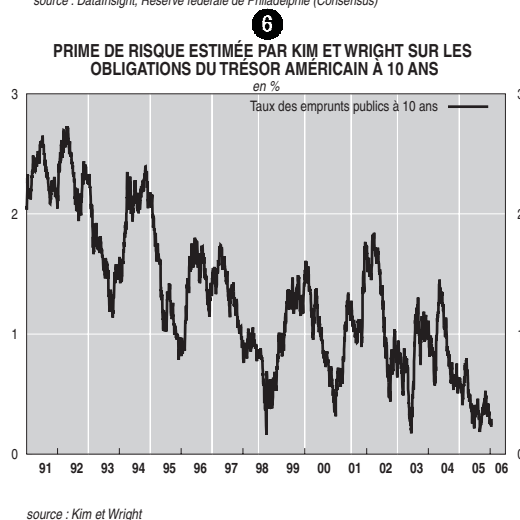
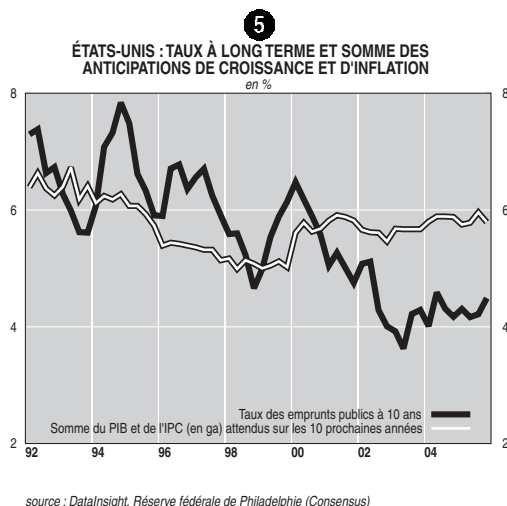
Les taux longs réels présentés ici correspondent à la différence entre le taux à long terme des obligations d'État et le glissement annuel du déflateur du PIB. Ceci constitue une approximation, dans la mesure où le véritable taux d'intérêt réel correspond à la différence entre son rendement nominal et l'inflation réalisée en moyenne sur la période séparant l'achat du titre de son échéance.

risque n'est pas directement observable, elle peut néanmoins être estimée, notamment grâce aux taux sur les marchés à termes. Selon Kim et Wright (2005), de la Réserve fédérale, la prime de risque sur les titres publics américains à 10 ans aurait suivi une tendance à la baisse au cours de ces dernières années, pour atteindre 20 points de base au début de 2006 contre plus de 200 points de base au début des années 1990 (cf. graphique 6). Selon Dudley (2006) et Meyer et Sack (2004), la baisse de cette

prime de risque obligataire aurait été plus marquée encore, avec une prime qui serait désormais proche de zéro. Cette baisse de la prime de risque obligataire pourrait résulter de plusieurs facteurs.

En premier lieu, elle pourrait être liée à une baisse de l'incertitude sur l'évolution des variables macroéconomiques. Les États-Unis connaissent ainsi une phase particulièrement longue de croissance forte et d'inflation contenue, qui a été seulement interrompue par une

courte récession en 2001. Par ailleurs, la faible volatilité de l'inflation enregistrée dans les principaux pays industrialisés au cours de ces dernières années a convaincu les opérateurs de marché de la capacité des banques centrales à atténuer les variations des prix. De plus, au cours de ces dernières années, les banques centrales se sont efforcées de mieux communiquer sur leurs décisions de politique monétaire. Ainsi, la Réserve fédérale publie des communiqués dans lesquels elle jus-



tifie ses décisions de politiques monétaires et donne des indices sur ses décisions futures. Elle publie également les minutes de ses réunions. La Banque centrale européenne justifie elle aussi ses décisions, au travers de communiqués, mais également de conférences de presse. Ces efforts de

clarification de la politique monétaire permettent une meilleure lisibilité de l'évolution des taux courts, qui a par exemple été mieux anticipée aux États-Unis durant le dernier cycle de relèvement des taux directeurs que par le passé : sur le graphique 7, le taux court et le taux court anticipé deux trimes-

tres auparavant se rapprochent significativement à partir de la mi-2004 (partie à droite du trait vertical). Enfin, la meilleure intégration des marchés financiers au niveau mondial et le développement des produits dérivés ont permis aux investisseurs de diversifier leurs risques. L'ensemble de ces facteurs a induit une tendance générale à la baisse de la volatilité, aussi bien sur les marchés monétaires et obligataires que sur les marchés d'actions.

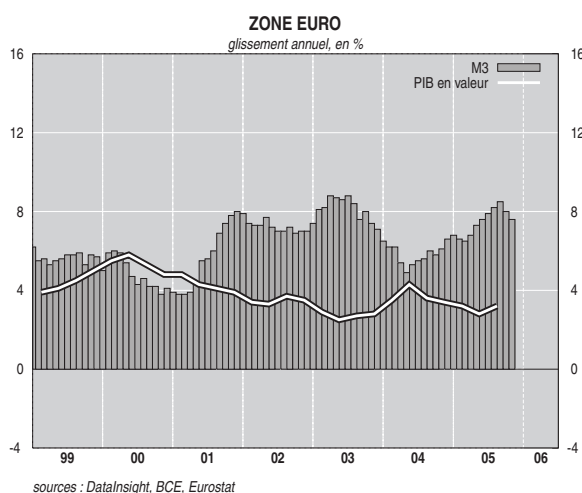
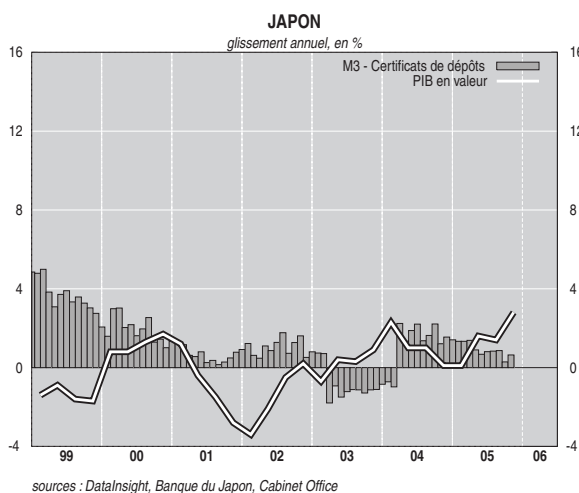
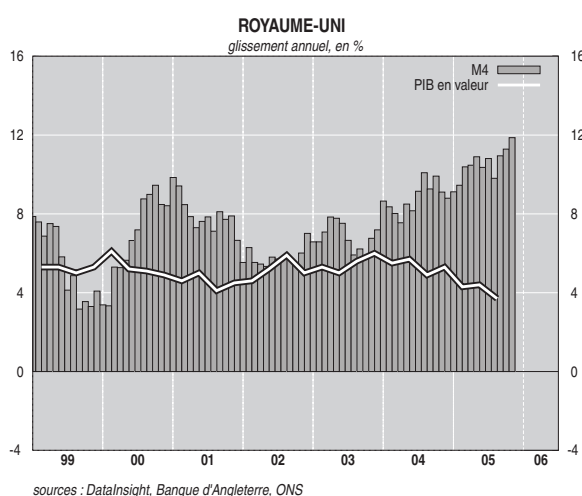
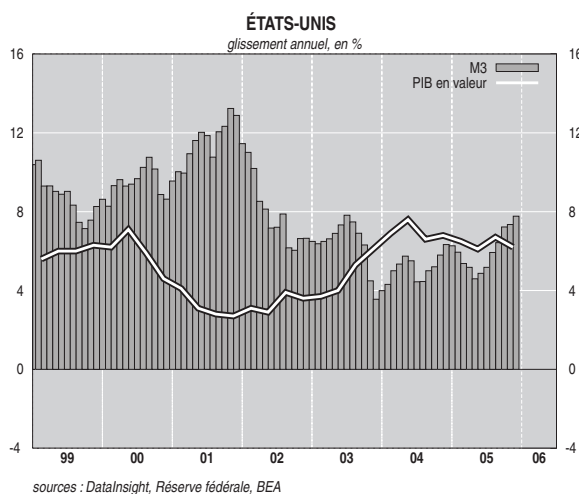
De nombreux analystes estiment que la baisse de la prime de risque exigée sur les obligations pourrait également être liée à un « excès d'épargne mondiale » (« global savings glut »). Cette expression a été popularisée par le nouveau président de la Fed, Ben Bernanke, et abondamment reprise depuis.

Tout d'abord, l'hypothèse d'un excès d'épargne mondiale doit être vue dans le contexte des politiques monétaires très souples mises en place dans les principaux pays industrialisés après la récession de 2001. En effet, le niveau historiquement faible des taux directeurs a initié, par le jeu des arbitrages, un mouvement général de baisse des taux d'intérêt. Ce mouvement a favorisé le recours au crédit, avec comme conséquence une très forte croissance de la liquidité dans les principaux pays industrialisés, à l'exception du Japon (cf. graphique 8). Dans les pays de l'OCDE, l'agrégat monétaire M1 a progressé en moyenne de 7,8% en 2004 et de 8,7% en 2005.

Or, ces capitaux disponibles en abondance seraient majoritairement orientés vers des placements financiers et non vers de l'investissement productif, dans un mouvement de « recherche du rendement »⁽³⁾, qui ferait monter l'ensemble des prix des actifs et ferait notamment chuter les taux longs obligataires. L'excès d'épargne mondiale sur l'investissement serait donc lié non seulement

(3) Le thème de la « recherche du rendement » ("search for yield") a notamment été mis en avant par le FMI (2005 a et b) et par la BCE (2004, 2005 c et d).

CROISSANCE DES AGRÉGATS MONÉTAIRES LARGES ET DU PIB (EN VALEUR)



à la croissance rapide de la liquidité, mais également à une moindre propension des entreprises à investir, qui s'expliquerait par une détérioration des perspectives d'activité ou par une pression croissante de la part d'actionnaires de plus en plus prudents et exigeants sur le rendement de ces investissements. Le déclin de l'investissement dans les pays industrialisés a été particulièrement marqué après l'éclosion de la bulle sur les nouvelles technologies en 2000. Aux États-Unis, la reprise de l'investissement des entreprises à partir de 2003 reste bien modeste au regard de l'évolution de leur épargne : les entreprises

américaines sont ainsi devenues des prêteurs nets sur la période récente (cf. graphique 9). Dans la zone euro et au Japon, l'investissement a été limité par des perspectives de croissance modeste. De plus, après l'effondrement des marchés d'actions en 2000, les investisseurs ont eu tendance à privilégier les achats d'actifs moins risqués, comme les obligations, dans un mouvement vers la qualité (« flight to quality »). Ceci a eu tendance à faire baisser l'ensemble des rendements obligataires, en particulier ceux des titres les moins risqués, comme les obligations d'État.

Par ailleurs, la capacité de financement dégagée par les entreprises les a amenées à plus recourir à l'autofinancement et à moins se financer par émission d'emprunts obligataires. Cette baisse de l'offre obligataire de la part des entreprises permettrait d'expliquer la baisse des écarts de rendement entre titres d'entreprises et titres d'État. De plus, elle implique un report de la demande d'obligations vers les titres d'État, qui a pu contribuer à la baisse des rendements associés à ces titres.

Dans les pays les plus industrialisés, l'excès d'épargne pourrait aussi trouver son origine dans le

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

9



vieillesse de la population, qui imposerait au niveau national d'épargner plus pour compenser la baisse du rapport entre le nombre d'actifs et le nombre de retraités. Ceci impliquerait une forte croissance de placements peu risqués, liée au développement de l'épargne retraite, notamment via les fonds de pension. De fait, le comportement des fonds de pension, mais également des sociétés d'assurance-vie, a souvent été mis en avant pour expliquer le phénomène de baisse des taux longs. En effet, ces organismes, dont les dettes sont essentiellement constituées d'engagements à long terme,

pourraient être amenés à augmenter la part des obligations à long terme dans leurs avoirs, de manière à équilibrer les échéances de leurs actifs et de leurs passifs. Ce mouvement pourrait notamment être la conséquence de réformes visant à réduire les risques d'insolvabilité qui ont été ou doivent être mises en oeuvre en Europe comme aux États-Unis (cf. *Fonds monétaire international, 2005a*, par exemple). Au Royaume-Uni, ces réformes ont déjà été réalisées et expliquent certainement en grande partie le maintien des taux d'intérêt à long terme à un niveau faible depuis la fin des années 90. Aux États-Unis, en re-

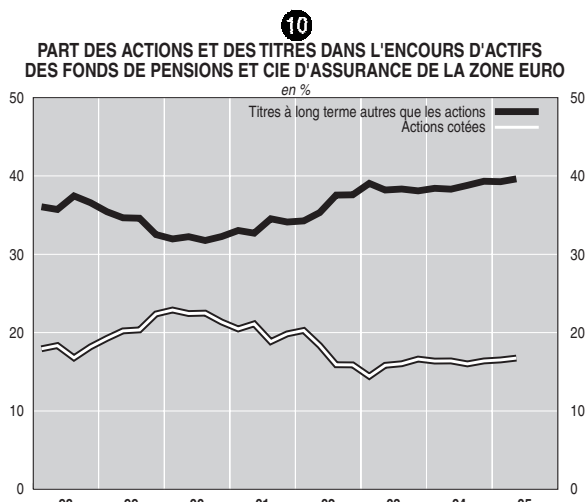
vanche, les réformes sont à un stade bien moins avancé et leur effet est moins évident. Il faut par ailleurs noter que les fonds de pension et les compagnies d'assurance américains ont joué un rôle mineur sur le marché de la dette publique américaine, avec des achats nets de 43,5 milliards de dollars depuis le début de l'année 2002, contre 962,8 milliards de dollars pour les opérateurs étrangers (toutes catégories confondues). Enfin, dans la zone euro, la part des titres à long terme autres que les actions a augmenté ces dernières années dans l'encours d'actif des fonds de pension et des compagnies d'assurance, tandis que celle des actions cotées, a baissé (cf. *graphique 10*). Cependant, ces mouvements traduisent probablement en grande partie des effets de valorisation des titres.

Dans les pays émergents, notamment asiatiques, la croissance de l'épargne par rapport à l'investissement serait la conséquence directe des crises enregistrées dans les années 1990. Après ces crises, les flux financiers vers ces pays se sont inversés : d'importateurs de capitaux, ils sont devenus exportateurs. Ceci a été rendu possible par un développement du commerce extérieur au détriment de la de-

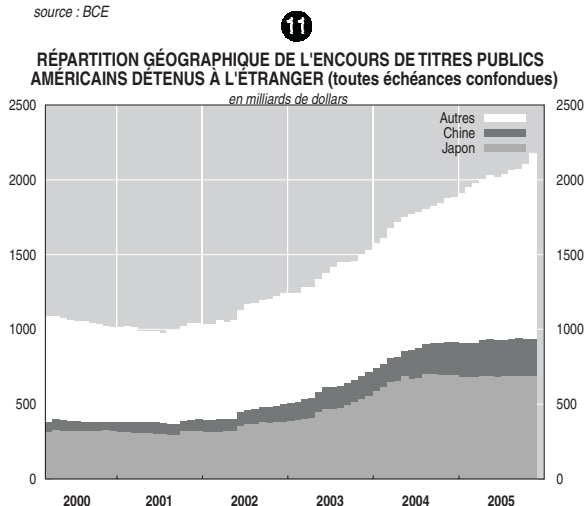
Tableau 1 : Titres de la dette américaine détenus par des opérateurs étrangers

Encours de titres de la dette publique américaine		Novembre 2000		Novembre 2005		Évolution Nov. 2005 / Nov. 2000	
		Montant en Mds \$	Part du total (en %)	Montant en Mds \$	Part du total (en %)	Montant en Mds \$	Part du total (en point)
Échéance inférieure à un an (T-Bills)	Détenus par des opérateurs étrangers	258	38	275	28	18	-10
	dont : secteur officiel	155	23	215	22	60	-1
	En circulation	682	100	987	100	305	
Échéance supérieure à un an (T-Notes et T-Bonds)	Détenus par des opérateurs étrangers	763	32	1899	59	1136	27
	dont : secteur officiel	455	19	1043	33	588	13
	En circulation	2355	100	3198	100	844	
Toutes échéances	Détenus par des opérateurs étrangers	1021	34	2174	52	1153	18
	dont : secteur officiel	610	20	1258	30	648	10
	En circulation	3037	100	4185	100	1149	

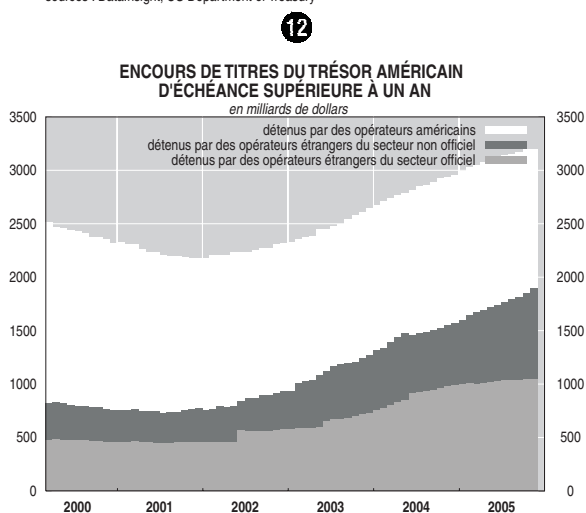
Source : US Department of Treasury, calculs Insee



source : BCE



sources : DataInsight, US Department of Treasury



sources : DataInsight, Réserve fédérale, US Department of Treasury

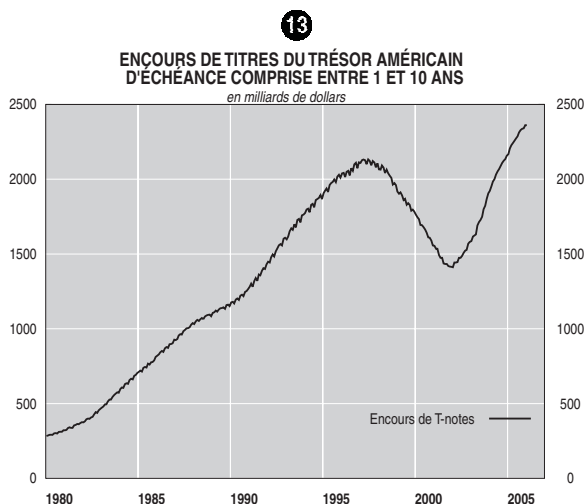
crises économiques ont de plus incité ces pays à accumuler des réserves de change afin de se prévenir de nouvelles crises. Par ailleurs, cette accumulation de réserves en devises peut également s'inscrire dans le cadre de politiques de change : en achetant massivement des devises étrangères, et en particulier des titres libellés en dollars, les banques centrales de certains pays asiatiques, comme la Chine, stabilisent le cours de leurs monnaies, alors que celui-ci aurait dû augmenter du fait d'un fort excédent commercial. En conservant une monnaie faible, ces pays favorisent ainsi leurs exportations. De fait, le comportement des banques centrales étrangères, et en particulier japonaise⁽⁴⁾ et chinoise (cf. graphique 11), a souvent été évoqué comme l'une des explications les plus crédibles à la baisse des taux longs américains. En effet, les banques centrales étrangères constituent leurs réserves de change essentiellement en titres d'État, et détiennent majoritairement des dollars, la devise américaine restant la principale monnaie utilisée dans les échanges internationaux. Par ailleurs, les banques centrales étrangères ont affiché ces dernières années une préférence pour les titres longs (cf. tableau 1). Entre novembre 2000 et novembre 2005, les achats nets de titres du Trésor à plus d'un an par des opérateurs étrangers du secteur officiel se sont ainsi élevés à 588 milliards de dollars, pour des émissions nettes de 844 milliards de dollars sur la même période.

Indépendamment de ce mécanisme qui tend à favoriser, de manière structurelle, les achats de bons du Trésor américain, les évolutions, plus conjoncturelles, des politiques monétaires aux États-Unis et dans la zone euro, ont contribué à faire baisser les taux aux États-Unis avant 2004, dans la phase d'assouplissement de la politique monétaire américaine, mais

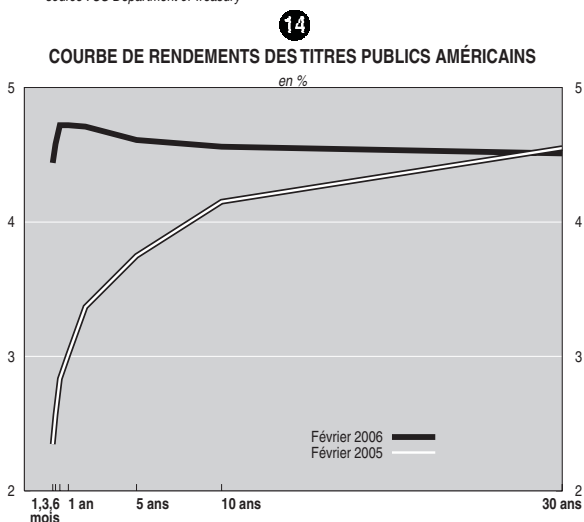
mande intérieure, qui leur a permis de dégager des excédents commer-

ciaux parfois gigantesques, comme dans le cas de la Chine. Les

(4) La Banque du Japon a cessé d'intervenir massivement sur le marché des changes après mars 2004.



source : US Department of Treasury



source : Réserve fédérale

également à limiter leur remontée par la suite, dans la phase de relèvement des taux directeurs.

Ainsi, à partir 2001, les opérateurs de marché ont pu profiter de la baisse des taux directeurs aux États-Unis comme dans la zone euro, pour emprunter à court terme afin d'acheter des titres à long terme rémunérés à des taux plus élevés. Ceci s'est traduit par une hausse de la demande de titres longs, qui a eu tendance à faire baisser les rendements de ces titres. A partir de la mi-2004, les taux directeurs américains ont été relevés, mais les taux directeurs de la zone euro sont restés stables à des niveaux historiquement bas. L'écart qui s'est ainsi créé entre les taux courts aux États-Unis et dans la

zone euro s'est partiellement transmis à l'ensemble des échéances : avec le resserrement de la politique monétaire américaine, les taux longs américains n'ont certes pas progressé, mais ils ont cessé de chuter, contrairement aux taux longs européens. La perspective d'une rémunération supérieure des placements aux États-Unis a incité les investisseurs à se tourner vers des titres libellés en dollars, tels que les bons du Trésor américain. On constate ainsi, sur le graphique 12, une forte croissance des achats de titres du Trésor américain par des opérateurs étrangers du secteur non officiel en 2005. Dans le même temps les achats du secteur officiel s'essouffaient, notamment parce que les banques centrales asiatiques n'avaient plus à assumer seu-

les les achats de titres en dollars nécessaires à leur politique de change.

Ces opérations de portage (ou « carry trade »), consistant à vendre des titres pour acheter d'autres titres libellés dans une devise mieux rémunérée, ont eu tendance, toutes choses égales par ailleurs, à faire monter le prix des titres libellés en dollars et donc à faire baisser leur rendement. Ce phénomène a ainsi contribué à limiter le redressement des taux longs américains qui aurait du suivre le resserrement de la politique monétaire américaine et à limiter le creusement de l'écart entre les taux longs américains et européens.

Enfin, si les facteurs évoqués précédemment ont essentiellement trait à la demande de titres américains, la baisse des taux longs pourrait en théorie être également liée à une réduction de l'offre de titres à long terme par le Trésor américain. Cependant, si l'on a pu constater une baisse de l'encours de titres du Trésor américain d'échéance comprise entre 1 et 10 ans en circulation entre 1998 et 2001, celui-ci a fortement progressé depuis 2002 (cf. graphique 13).

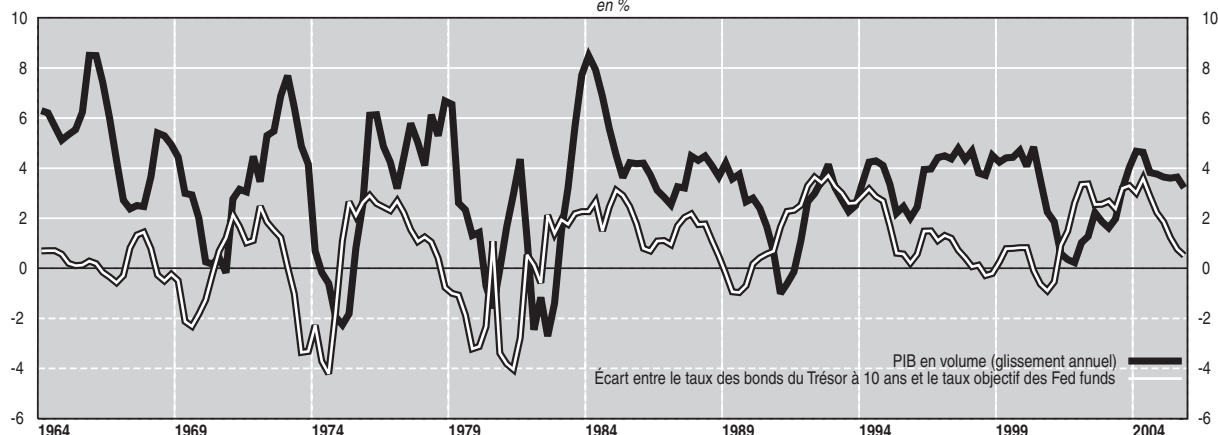
Au total, divers facteurs permettent d'expliquer la baisse de la prime obligataire aux États-Unis au cours des dernières années. Il est difficile de quantifier l'impact de chacun de ces facteurs. Toutefois, il semble que la hausse des achats de titres publics américains par des opérateurs étrangers ait joué un rôle prépondérant, comme le montre le graphique 12 et comme le confirment les estimations économétriques présentées dans l'encadré. Ces achats ont été principalement le fait :

- des banques centrales de 2002 à 2004, notamment de la Banque du Japon (jusqu'en mars 2004) et de la banque centrale de Chine ;
- des opérateurs privés en 2005, lorsque les rendements des titres publics américains sont devenus

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

15

CROISSANCE DU PIB ET INVERSION DE LA COURBE DES TAUX AUX ÉTATS-UNIS
en %



sources : DataInsight, Réserve fédérale, BEA

intéressants, notamment par rapport aux rendements des titres publics européens.

Un aplatissement ou une inversion de la courbe des taux n'implique pas une récession aux États-Unis

Depuis le début de l'année 2006, la courbe des taux des emprunts publics américains s'est partiellement inversée, avec des taux à 10 ans inférieurs aux taux à 6 mois (cf. graphique 14).

Cette situation, qui résulte de l'inertie des taux longs face à la remontée des taux directs, engendre une certaine inquiétude

parmi les analystes économiques. En effet, une inversion de la courbe des taux, mesurée par un taux directeur supérieur au taux des emprunts d'État à 10 ans, est historiquement un bon indicateur d'un prochain ralentissement économique aux États-Unis (cf. graphique 15).

Deux explications à ce phénomène sont avancées. D'une part, l'aplatissement de la courbe des taux traduit généralement l'anticipation par le marché d'un assouplissement futur de la politique monétaire (en supposant une prime de risque obligataire constante) correspondant à l'anticipation d'un ralentissement économique. D'autre part, le resserrement de l'écart

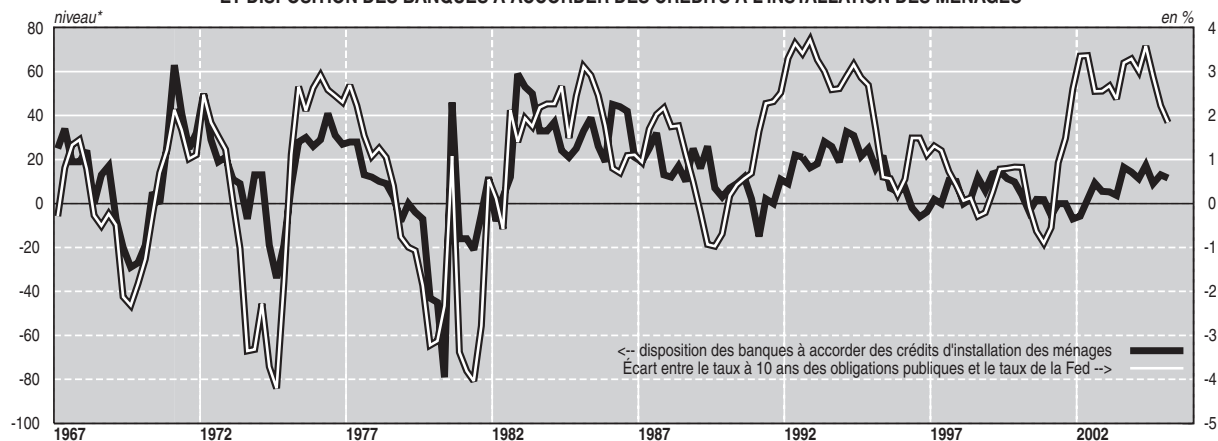
entre taux courts et taux longs pèse sur la situation des banques⁽⁵⁾. Ce mouvement peut inciter les banques à ne pas réaliser des prêts qui s'avèreraient non rentables.

Cependant, dans le cas actuel, il n'est pas évident qu'une inversion de la courbe des taux implique une récession. En effet, il semble qu'aujourd'hui, aux États-Unis, l'aplatissement de la courbe des taux ne corresponde pas à l'anticipation d'un ralentissement économique par les agents, comme cela a

(5) Les taux des prêts effectués par les banques sont différents des taux des obligations publiques, mais les évolutions de ces taux sont liées par le jeu des arbitrages.

16

ÉCART ENTRE LE TAUX À 10 ANS DES OBLIGATIONS PUBLIQUES AMÉRICAINES ET LE TAUX DE LA FED ET DISPOSITION DES BANQUES À ACCORDER DES CRÉDITS À L'INSTALLATION DES MÉNAGES



sources : DataInsight, Réserve fédérale

* Le niveau correspond au pourcentage des répondants se montrant plus disposés à accorder des crédits qu'au trimestre précédent

pu être le cas par le passé, mais au moins en partie à une réduction de la prime de risque obligataire.

De plus la relation entre la pente de la courbe des taux et les conditions d'octroi des crédits par les banques s'est dégradée au cours du temps. Le graphique 16 représente d'une part l'écart entre le taux à 10 ans des obligations publiques américaines et le taux de la Fed, et, d'autre part, la disposition des banques à accorder des crédits à l'installation des ménages, retracée dans l'enquête de la Fed sur les conditions d'octroi de crédits par les banques (Federal Reserve Board, 2005c). La corrélation entre les deux variables était de 80% entre 1967 et 1985, mais est tombée à 24% entre 1985 et 2005. En effet, les banques ont été confrontées depuis les années 1980 à la libéralisation et à l'internationalisation des marchés financiers, ainsi qu'au développement de nouveaux types d'instruments financiers. Elles ont désormais plus de facilité pour se couvrir contre les risques liés aux crédits qu'elles accordent, soit en titrisant les crédits, c'est-à-dire en les transformant en

titres négociables sur un marché, soit en les revendant à d'autres institutions. Elles ont de plus élargi le champ de leur activité et l'arbitrage entre les échéances de leurs créances et de leurs dettes n'est plus le seul moyen pour les banques de conserver leurs marges.

Le risque d'un « atterrissage brutal » semble lié à l'abandon par les pays asiatiques de leurs politiques d'achats d'obligations à long terme du Trésor américain.

Plus encore que le faible niveau des taux d'intérêt à long terme, c'est la menace d'un effondrement du marché obligataire et d'une remontée brutale des taux longs, qui est inquiétante. En effet, le redressement des taux d'intérêt à long terme pèserait sur la demande de crédit et l'investissement. En particulier, elle freinerait la demande de crédit immobilier et pourrait initier une chute du prix des actifs immobiliers. Ceci pourrait être particulièrement pénalisant pour l'économie américaine, car une partie de la consommation des mé-

nages américains est alimentée par des crédits adossés à la valeur des biens immobiliers. De plus, une remontée des taux longs des emprunts d'État rendrait plus difficile le financement du déficit public américain.

Ce scénario « d'atterrissage brutal » (« hard landing ») pourrait se produire si les opérateurs privés et les banques centrales des pays étrangers arrêtaient simultanément d'acheter des titres longs libellés en dollars. Les achats de titres publics par le secteur officiel ont ralenti aux cours des derniers mois (*cf. graphique 12*), mais les rendements des titres publics ont peu augmenté, car dans le même temps les achats des opérateurs privés se sont accrus. Si les achats privés donnaient à leur tour des signes de faiblesse, le maintien des taux longs américains à un niveau peu élevé serait conditionné à l'action des banques centrales étrangères. Il y aurait alors un risque d'ajustement brutal des taux longs à la hausse si les banques centrales ne renforçaient pas leurs achats d'obligations à long terme du Trésor américain. ■

ENCADRÉ : ESTIMATION D'UNE ÉQUATION DE TAUX LONGS AMÉRICAINS INCLUANT L'IMPACT DE LA HAUSSE DE LA PART DES TITRES PUBLICS AMÉRICAINS DÉTENUE PAR DES OPÉRATEURS ÉTRANGERS

Le taux d'intérêt à 10 ans peut être vu comme une moyenne de taux à court terme présents et anticipés, à laquelle vient s'ajouter une prime de risque. Nous utilisons donc comme variable explicative le taux à trois mois des titres du Trésor américain (T-bills), mais également la croissance du PIB et des prix de PIB, ces deux variables étant censées orienter la politique monétaire et donc les anticipations de taux court. De plus, la baisse des anticipations d'inflation, souvent évoquée pour expliquer le bas niveau des taux longs, doit être au moins partiellement prise en compte par l'introduction dans l'équation de la variation constatée des prix de PIB.

Nous ajoutons comme variable explicative la part des titres publics américains détenue par des opérateurs étrangers, qui permet de prendre en compte le choc sur la demande de titres publics américains que constitue l'internationalisation croissante du marché de ces titres à partir du milieu des années 90. Ce phénomène, lié en partie à la constitution d'importantes réserves de change par les banques centrales asiatiques, représente a priori, par son ampleur, l'une des explications les plus convaincantes du bas niveau actuel des taux d'intérêt aux États-Unis.

Equation n°1 (estimée de 1985T1 à 2005T4, les statistiques de Student sont indiquées sous les coefficients)

$\Delta(txlong) =$

$$1,29 - 0,29 \left[txlong(-1) - 0,40 tx3m(-1) - 0,23 gta_pib(-1) - 0,69 gta_prixpib(-1) + 0,09 peustr(-1) \right]$$

3,62 -6,18 -5,38 -2,82 -4,52 5,59

$$+ 0,28 \Delta(txlong(-1)) + 0,56 \Delta(tx3m) - 0,50 \Delta(tx3m(-1)) + 0,07 \Delta(gta_pib) + 0,15 \Delta(gta_prixpib)$$

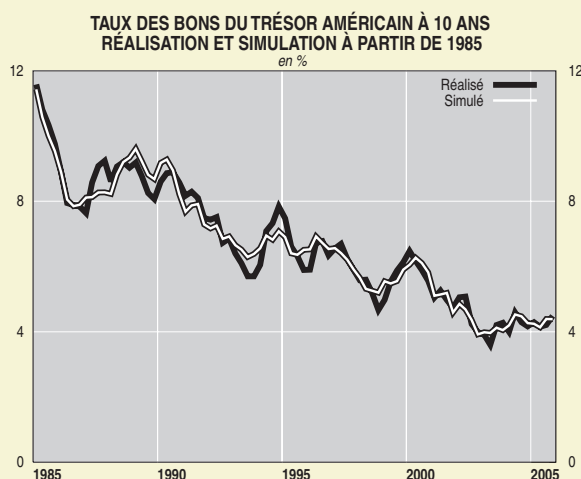
3,22 5,32 -4,20 4,20 3,91

$$\overline{R^2} = 0,58 \quad \hat{\sigma} = 0,27 \quad DW = 2,22 \quad LM(4) = 1,15 (34\%) \quad ARCH(4) = 0,12 (98\%) \quad JB = 3,38 (18\%)$$

Avec :

- txlong* Taux des obligations d'État à 10 ans aux États-Unis
- tx3m* Taux à 3 mois des billets du Trésor américain (T-bills)
- gta_pib* Glissement trimestriel annualisé du PIB américain
- gta_prixpib* Glissement trimestriel annualisé du déflateur du PIB américain
- peustr* Part des titres du Trésor américain détenue par des opérateurs étrangers

A



La simulation dynamique de l'équation paraît satisfaisante, en particulier sur la période récente (cf. graphique A).

Si l'on exclut de l'estimation la variable « part des titres publics américains détenue par des opérateurs étrangers », l'estimation paraît acceptable à certains égards. Néanmoins, on constate des résidus fortement négatifs sur la période récente (l'équation tend à surestimer les taux longs). De plus, l'hypothèse de normalité des résidus est rejetée par le Test de Jarque-Bera. Enfin, une simulation dynamique effectuée avec cette équation donne une valeur du taux à 10 ans au qua-

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

ENCADRÉ (SUITE) : ESTIMATION D'UNE ÉQUATION DE TAUX LONGS AMÉRICAINS INCLUANT L'IMPACT DE LA HAUSSE DE LA PART DES TITRES PUBLICS AMÉRICAINS DÉTENUE PAR DES OPÉRATEURS ÉTRANGERS

trième trimestre de 2005 supérieure de 100 points de base environ à la valeur prévue avec l'équation précédente, qui est très proche de la valeur effectivement constatée. Ainsi, l'introduction de cette variable permet avant tout de mieux expliquer pourquoi les taux à 10 ans n'ont pas progressé dans la phase récente de hausse du taux directeur (*cf. graphique B*).

Equation n°2 (estimée de 1985T1 à 2005T4)

$$\Delta(txlong) = 0,04 - 0,15 \left[txlong(-1) - 0,58 tx3m(-1) - 0,29 gta_pib(-1) - 0,99 gta_prixpib(-1) \right]$$

0,25 -4,50 -4,81 -1,78 -3,12

$$+ 0,28 \Delta(txlong(-1)) + 0,59 \Delta(tx3m) - 0,51 \Delta(tx3m(-1)) + 0,07 \Delta(gta_pib) + 0,14 \Delta(gta_prixpib)$$

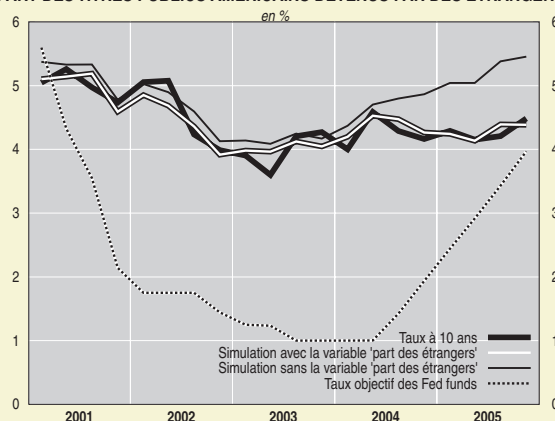
2,94 5,16 -5,13 3,70 3,28

$$\overline{R^2} = 0,50 \quad \hat{\sigma} = 0,30 \quad DW = 2,10 \quad LM(4) = 0,34 (85\%) \quad ARCH(4) = 0,04 (100\%) \quad JB = 11,7 (0\%)$$

Les contributions dynamiques de l'équation n°1 sont présentées dans le graphique C. On note la contribution de plus en plus négative de la variable « part des titres publics américains détenue par des étrangers ». La variation de cette contribution entre le début de l'année 2002 et la fin de l'année 2005 est un peu supérieure à 100 points de base, et représente une estimation de l'impact sur les taux longs américains de l'internationalisation croissante du marché des titres publics sur cette période.

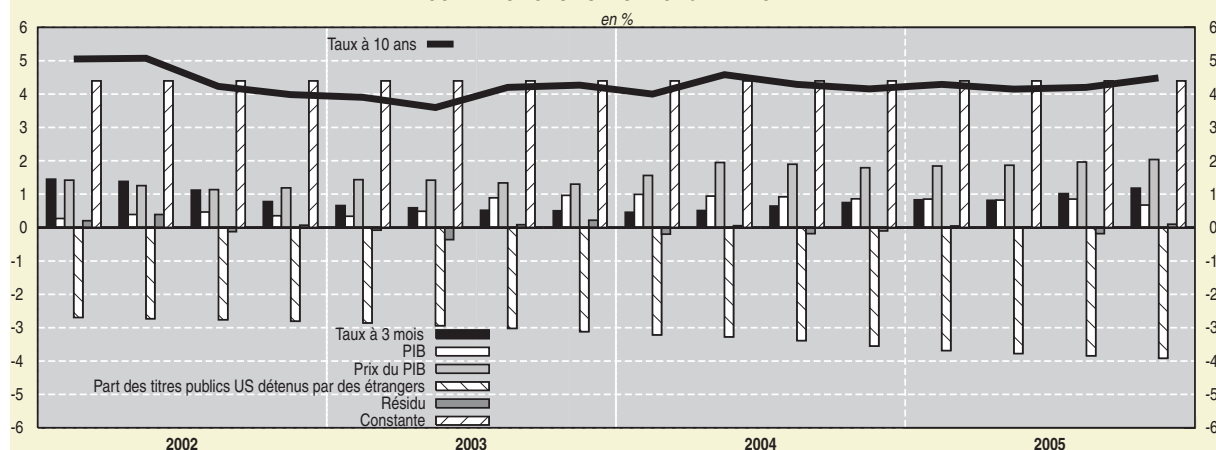
B

**SIMULATION DU TAUX À 10 ANS AVEC ET SANS LA VARIABLE
'PART DES TITRES PUBLICS AMÉRICAINS DÉTENUS PAR DES ÉTRANGERS'**



C

CONTRIBUTIONS AU TAUX LONG AMÉRICAIN



Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

D'autres auteurs ont tenté d'estimer l'impact sur les taux longs américains des achats de titres publics par les opérateurs étrangers. Warnock et Caddac Warnock (2005) ont estimé en septembre 2005 qu'en l'absence d'achat de la part d'opérateurs étrangers, le rendement des titres publics américains à long terme aurait été supérieur de 150 points de base sur la période récente. En juillet 2005, Artus estimait que l'introduction dans une équation de taux de la part des titres publics américains détenue par des étrangers permettait de corriger un résidu négatif de 80 points de base sur le début de l'année 2005.

Certains auteurs se sont intéressés plus spécifiquement aux achats de titres publics américains par les banques centrales étrangères. En février 2005, Roubini et Setser estimaient leur impact sur les taux longs à environ 200 points de base. Selon Frey et Moëc (2005), cet impact serait de l'ordre de 115 points de base sur le second semestre de 2004. A l'opposé, Dudley (2006) considère que l'impact de ces achats serait négligeable. Loeys et alii (2005) estimaient pour leur part cet impact à 35 points de base seulement en juin 2005 et attribuaient l'essentiel de

Bibliographie :

Artus P. (2005), "Le bas niveau des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis : causes domestiques ou causes internationales ? ", Flash CDC-IXIS, n°2005-269, 28 juillet 2005.

Artus P. (2006a), "Courbes des taux plates, est-ce inquiétant ? ", Flash CDC-IXIS, n°2006-35, 26 janvier 2006.

Artus P. (2006b), "Si on veut construire un scénario catastrophe, quelles en sont les composantes ? ", Flash CDC-IXIS, n°2006-61, 10 février 2006.

Banque centrale européenne (2004), "Financial stability review", décembre 2004.

Banque centrale européenne (2005a), "évolutions récentes des taux d'intérêt réels à long terme", bulletin mensuel, avril 2005.

Banque centrale européenne (2005b), "structure par terme des volatilités implicites de taux d'intérêt", bulletin mensuel, décembre 2005.

Banque centrale européenne (2005c), "Financial stability review", juin 2005.

Banque centrale européenne (2005d), "Financial stability review", décembre 2005.

Banque des Règlements Internationaux (2005), "75th annual report", 27 juin 2005.

Bernanke B (2005) "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit - Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond", 10 mars 2005.

Bernanke B., V. Reinhart et B. Sack (2004), "Monetary Policy alternatives at the zero bound : an empirical assessment", FEDS Working Paper 2004-48, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Berry J. M. (2005), "Greenspan puzzled and worried about global rates", article publié par Bloomberg, 10 juin 2005.

Crédit Agricole (2005), "Comment sortir du Conundrum des taux longs", CA Eclairages n°92, septembre 2005.

Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System (2004), "Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities", 30 juin 2004.

Dudley B. (2005), "The flatter yield curve does not signal a sharp slowdown", Goldman Sachs Economic Research, US Economics Analyst, n°05/25, 24 juin 2005.

Dudley B. (2006), "Low Bond Risk Premia : the collapse of inflation volatility. US Economist Analyst n°06/01, Goldman Sachs US Economic Research Group, 6 Janvier 2006

Federal Reserve Board (2005a), "Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate" (Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress), 16 février 2005.

Faut-il avoir peur de la faiblesse des taux longs obligataires ?

Federal Reserve Board (2005b), “Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate” (Federal Reserve Board’s semiannual Monetary Policy Report to the Congress), 20 juillet 2005.

Federal Reserve Board (2005c), “The January 2005 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”, Janvier 2005

Fonds monétaire international (2005a), “Global Financial Stability Report“, avril 2005

Fonds monétaire international (2005b), “Global Financial Stability Report“, septembre 2005

Fonds monétaire international (2005c), “World Economic Outlook“, avril 2005

Fonds monétaire international (2005d), “World Economic Outlook“, septembre 2005

Frey L. et G. Moëc (2005), “Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères”, Bulletin de la Banque de France, n°138 juin 2005.

Frey L. et G. Moëc (2006), “Global imbalances, saving glut and investment strike“, Banque de France, Occasional paper n°1, février 2006.

Hissler S. (2005), “Les déterminants des taux longs nominaux aux États-Unis et dans la zone euro ?“, Diagnostics Prévisions et Analyses Economiques n°65, mars 2005.

Kim Don H. et Jonathan H. Wright (2005), “An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates”, FEDS Working Paper 2005-33, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Loeys J., D. Mackie, P. Meggyesi et N. Panigirtzoglou (2005), “Corporates are driving the global saving glut“, J Morgan Research, 24 juin 2005.

Meyer L., et B. Sack (2004), “Foreign Official Purchases and Treasury Yields“. Monetary Policy Insights, Macroeconomic Advisers, décembre 2004.

Organisation de Coopération et de Développement Economiques (2005), Financial Market Trends n°89, novembre 2005.

Roubini N. et B. Setser (2005), “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006”, article écrit pour le Symposium “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” organisé à San Francisco le 4 février 2005 par la Réserve Fédérale de San Francisco et l’Université de Californie Berkeley.

Warnock F. E., et V. Cacadac Warnock (2005), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates“, International Finance Discussion Papers n°840, Board of Governors of the Federal Reserve System.



Fiches Thématiques

International

Conjoncture internationale

Bien que confrontée à des prix énergétiques encore élevés, l'économie mondiale resterait allante au premier semestre de 2006. La bonne orientation des perspectives d'activité dans toutes les régions du monde confirme bien que l'effet du choc pétrolier resterait largement amorti à cet horizon. En particulier, les pressions concurrentielles continueraient de limiter les risques de développement généralisé de l'inflation. Pour autant, les divergences de performance entre pays industrialisés perdureraient, ce qui alimenterait les décalages d'évolution des soldes extérieurs.

Des perspectives mondiales d'activité stabilisées à un haut niveau

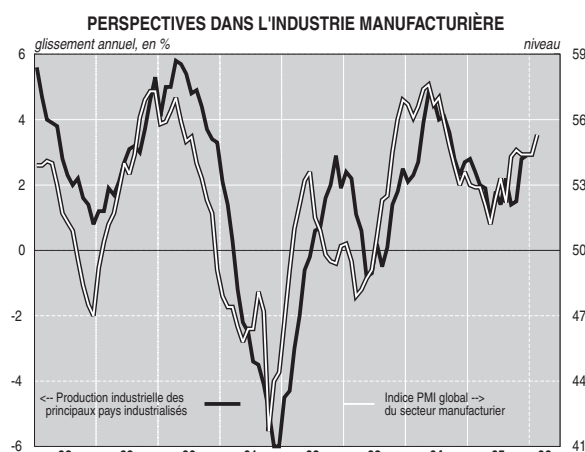
En fin d'année 2005, la croissance d'ensemble des économies industrialisées (États-Unis, Japon, Royaume-Uni et zone euro) est restée ferme. Le ralentissement temporaire de l'économie américaine ainsi que la performance encore modeste enregistrée en zone euro ont été contrebalancés par le très vif rebond de l'économie nipponne, qui atteste de la solidité de la reprise des composantes internes de la demande.

Actuellement, dans toutes les régions du monde, les perspectives de production s'inscrivent à de relativement hauts niveaux. Dans l'industrie manufacturière, les perspectives globales d'activité sont restées pratiquement stables entre novembre 2005 et janvier 2006 et se sont même redressées en février. Ceci serait cohérent avec un maintien du rythme de progression de la production industrielle des principaux pays industrialisés aux alentours de 3% en glissement annuel (cf. graphique 1). Quant à l'indice PMI⁽¹⁾ global dans le secteur des services, il s'inscrit encore à un haut niveau au mois de février.

Ces différents éléments plaident pour un maintien du taux de croissance moyen du PIB dans les grandes zones industrialisées entre 2½ et 3½ % l'an. L'activité industrielle restant très florissante en Asie, ce dynamisme rejaillirait sur l'ensemble des économies. Le commerce mondial resterait ainsi bien orienté, si bien que la demande mondiale adressée à la France serait proche, voire légèrement au-dessus de sa moyenne de longue période.

(1) Le Purchasing Managers' Index (PMI) est un indice conjoncturel qui retrace le climat des affaires.

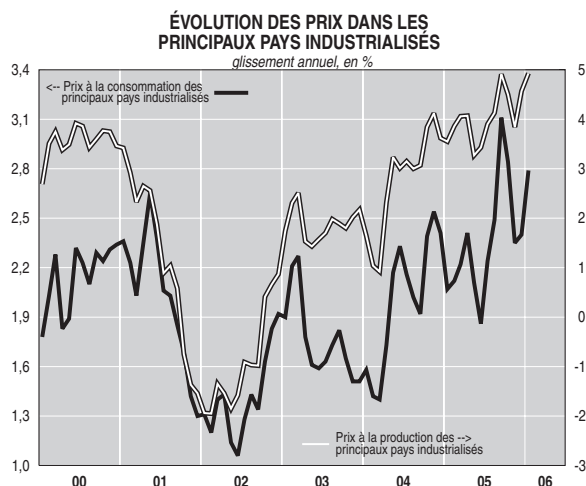
1



Un impact de la hausse des cours pétroliers qui se limite aux effets de diffusion aux prix d'autres consommations intermédiaires

L'effet « assourdi » du choc pétrolier semble devoir se confirmer. Le cours du baril de Brent s'affiche encore légèrement au-dessus de 60 dollars début mars. D'autres matières premières continuent d'enregistrer de fortes progressions : c'est notamment le cas des produits dérivés du pétrole, mais aussi des métaux. Dans ce contexte, les prix à la production augmentent sensiblement depuis la mi-2005 dans la plupart des pays industrialisés. Mais les tensions sur les prix à la consommation apparues à la fin de l'été dernier se sont quelque peu détendues (cf. graphique 2), y compris dans la plupart des pays d'Asie. Ce reflux de l'inflation devrait d'ailleurs se poursuivre à l'horizon de la mi-2006. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du Brent aux alentours de 60 dollars le baril, le repli des composantes énergétiques se poursuivrait en effet. La modération des inflations sous-jacentes perdurerait également car, en dépit de la hausse passée des prix, la progression des salaires reste jusqu'à présent modérée dans les zones industrialisées. Ce phénomène suggère que l'effet du choc énergétique ne dépasserait pas le stade des effets de diffusion aux prix d'autres consommations intermédiaires.

2



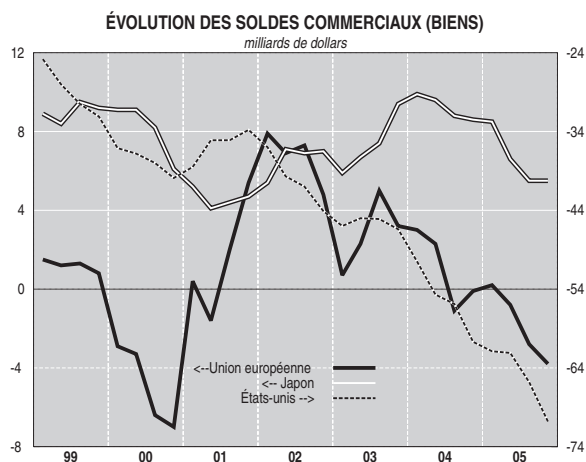
Alors que les conditions de financement resteraient globalement attractives, les décalages de demande entre pays de l'OCDE persisteraient, ce qui se traduirait par une poursuite des déséquilibres commerciaux

Les marchés des changes ont connu peu d'évolutions marquantes ces derniers mois, à l'exception de la légère dépréciation du dollar en termes effectifs réels depuis novembre 2005. Dans ce contexte, le taux de change euro/dollar a été stabilisé à 1,20 sur l'ensemble de la période de prévision, soit un niveau proche de son cours actuel.

Par ailleurs, les conditions de financement demeureraient globalement attractives. Sur la période récente, les taux d'intérêt à court terme se sont certes nettement redressés aux États-Unis mais ils sont restés plus inertes dans les autres zones industrialisées. A l'horizon de la mi-2006, de nouvelles remontées de taux d'intérêt sont probables de part et d'autre de l'Atlantique. Néanmoins, comme c'est le cas jusqu'à présent, les taux d'intérêt à long terme demeureraient peu affectés par les hausses de taux directeurs jusqu'en milieu d'année.

En dépit de ce contexte plutôt favorable, les écarts de performance entre pays industrialisés resteraient marqués à l'horizon de la mi-2006. Les ressorts des demandes intérieures américaine, et dans une moindre mesure nippone et britannique, contrasteraient toujours avec ceux attendus en zone euro. Ce sont avant tout les divergences dans les dynamiques des revenus réels et, plus marginalement, dans l'amplitude des cycles d'investissement qui seraient à l'origine de ces différences. Ainsi, alors que le rythme annuel de croissance de l'activité évoluerait autour de 4,2% aux États-Unis et de 3,0% au Japon, il continuerait de se limiter à 2,0% en zone euro.

3



En miroir de ce décalage de demande, une poursuite des tendances récentes est à attendre sur l'évolution des soldes commerciaux des différentes zones (cf. graphique 3) : nouveau creusement du déficit américain, stabilisation - voire amélioration - de l'excédent japonais grâce notamment à la dépréciation continue du yen depuis un an, et enfin, lente détérioration de la position de l'Union européenne sous l'effet notamment de la facture pétrolière. ■

Environnement international de la zone euro

L'envolée des cours pétroliers a rapidement affecté l'évolution de l'inflation à l'échelle mondiale. Néanmoins, les conséquences de ce choc se limiteraient toujours aux effets de premier tour - impact direct des composantes énergétiques - et aux effets de diffusion aux prix de quelques autres consommations intermédiaires. L'impact sur l'activité a été de son côté très circonscrit, comme en témoigne le dynamisme des secteurs industriels, même dans les pays à forte dépendance énergétique. La remarquable résistance des économies asiatiques est à ce titre particulièrement emblématique.

Alors même que les prix des matières premières industrielles demeurent élevés (cf. fiche « Pétrole et matières premières »), l'environnement international de la zone euro resterait porteur tout au long du premier semestre de 2006. En effet, aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, les demandes intérieures se renforceraient. Dans les trois pays, les créations d'emplois s'intensifieraient et les salaires conserveraient leur élan, ce qui permettrait une accélération des rémunérations salariales. Dans le même temps, les tensions inflationnistes s'atténueraient dans les pays anglo-saxons, à la faveur du ralentissement des prix de l'énergie. Les gains de pouvoir d'achat ainsi dégagés stimuleraient la demande des ménages. Ce contexte favorable serait propice à l'investissement, d'autant que les perspectives des entrepreneurs à l'exportation demeurent elles aussi globalement bien orientées.

Au total, les rythmes de croissance annualisés seraient de 4,2% aux États-Unis, 3,0% au Japon et 2,2% au Royaume-Uni au premier semestre de cette année.

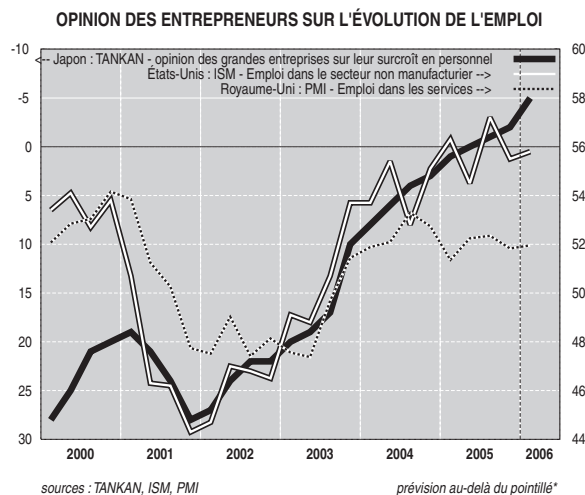
Le dynamisme des revenus réels favoriserait les dépenses des ménages américains, britanniques et japonais

Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, le marché du travail devrait être favorable aux revenus des ménages au cours des prochains mois. Sous l'effet du raffermissement attendu de l'activité dans ces pays (cf. tableau 1), l'emploi gagnerait en vigueur. Ainsi, après un fléchissement en grande partie imputable au passage des ouragans à la fin de l'été 2005, les créations d'emplois accéléreraient aux États-Unis (déjà plus de 200 000 postes créés en moyenne par mois en janvier et février). Au Japon, alors que l'emploi a reculé de 0,4% au quatrième tri-

mestre de 2005, les résultats de la dernière enquête Tankan soulignent que les entreprises auraient mis fin à leur situation de sureffectif (cf. graphique 1). Les tensions sur le marché de l'emploi se font d'ailleurs croissantes : même si le taux de chômage a légèrement progressé au quatrième trimestre de 2005 (4,5% contre 4,3% au trimestre précédent), le nombre des demandes d'emploi a, en décembre et en janvier, dépassé celui des offres d'emploi, phénomène jamais observé depuis septembre 1992. Enfin, après avoir reculé pour la première fois depuis cinq ans (-0,2% au quatrième trimestre de 2005), l'emploi devrait redémarrer au Royaume-Uni : la dernière enquête sur la main-d'œuvre parue en mars est d'ailleurs de bon augure pour le début de l'année.

Dans le même temps, une légère accélération des salaires s'opérerait dans les trois pays. Le mouvement, déjà entamé en seconde partie d'année 2005 outre-Atlantique et outre-Manche, se poursuivrait. Plus précisément, aux États-Unis, le glissement annuel du salaire horaire moyen, qui est passé de 2,7% en août 2005 à 3,5% en février 2006, augmenterait encore jusqu'en milieu d'année. Ce mouvement est à relier à la remontée passée de l'inflation sous-jacente. Elle a en effet gagné près de trois quarts de point en glissement annuel entre le troisième trimestre de 2003 et le quatrième trimestre de 2005. En outre, le bas niveau du taux de chômage (4,8% en février) est de nature à accroître les revendications salariales. Les augmentations de salaires resteraient cependant contenues, ne serait-ce qu'en raison de la modération constatée des anticipations d'inflation,

①



* Prévision pour le Japon, stabilisation au point de février pour les autres pays.

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2004		2005				2006		2004	2005	2006 acquis
	3° T.	4° T.	1 ^{er} T.	2° T.	3° T.	4° T.	1 ^{er} T.	2° T.			
ÉTATS-UNIS (37,2%) ⁽¹⁾											
PIB	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,4	1,2	0,9	4,2	3,5	2,9
Consommation	1,1	1,1	0,9	0,8	1,0	0,3	1,2	0,9	3,9	3,6	2,9
Investissement privé ⁽²⁾	2,0	1,7	1,7	2,3	2,0	1,1	1,6	1,5	9,7	8,1	5,2
<i>Investissement privé hors logement</i>	2,8	2,5	1,4	2,1	2,0	1,3	1,8	1,6	9,4	8,7	5,7
<i>Investissement logement</i>	0,7	0,4	2,3	2,6	1,8	0,6	1,3	1,3	10,3	7,1	4,4
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,5	0,2	0,5	0,6	0,7	-0,2	0,6	0,6	2,2	1,8	1,5
Exportations	1,3	1,7	1,8	2,6	0,6	1,4	1,5	1,4	8,4	7,0	4,6
Importations	1,1	2,7	1,8	-0,1	0,6	3,0	2,0	1,8	10,7	6,4	6,0
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	0,3	1,3	1,0	4,6	4,1	3,1
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,7	-0,3	-0,5
ROYAUME-UNI (5,6%) ⁽¹⁾											
PIB	0,4	0,6	0,2	0,5	0,4	0,6	0,5	0,6	3,2	1,8	1,8
Consommation	0,9	0,5	0,0	0,3	0,6	0,7	0,4	0,8	3,6	1,9	2,0
Investissement total	-0,3	0,9	0,8	0,2	2,8	-0,8	0,8	1,4	5,2	3,3	2,7
<i>Investissement des entreprises</i>	1,8	-0,2	-0,3	1,0	0,6	-1,0	0,5	1,0	3,3	1,6	1,0
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	-0,8	1,6	-3,9	4,4	0,3	1,0	1,0	1,0	6,5	1,0	3,8
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	-9,8	4,3	19,3	-12,6	20,2	-10,0	2,0	4,0	12,7	16,6	2,7
Consommation publique ⁽⁵⁾	0,3	0,4	0,3	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5	3,0	1,9	2,0
Exportations	0,9	0,9	0,4	3,4	0,7	1,1	1,2	1,2	4,6	5,2	4,2
Importations	1,4	2,3	-1,3	2,5	2,1	0,3	1,0	1,8	6,7	4,8	4,3
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	0,6	0,5	0,2	0,3	1,1	0,5	0,5	0,8	3,9	2,2	2,1
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,2
<i>Commerce extérieur</i>	-0,2	-0,4	0,5	0,1	-0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,0	-0,2
JAPON (14,8%) ⁽¹⁾											
PIB	0,1	-0,2	1,3	1,4	0,2	1,3	0,8	0,7	2,3	2,7	2,8
Consommation	0,4	-0,6	1,3	0,8	0,4	0,9	0,5	0,5	1,9	2,2	1,9
Investissement total	-0,5	0,6	1,8	1,4	1,3	0,0	1,4	1,1	1,0	3,4	3,3
<i>Investissement privé</i>	0,4	0,8	2,4	1,5	1,5	0,7	1,4	1,1	4,1	6,2	4,0
<i>Investissement privé hors logement</i>	0,5	0,8	3,3	2,3	1,5	0,4	2,0	1,5	4,6	7,9	4,8
<i>Investissement logement</i>	0,1	0,4	-1,3	-1,9	1,6	2,1	1,0	1,0	2,0	-0,7	3,7
<i>Investissement public</i>	-3,8	0,1	-0,5	1,0	0,3	-2,7	0,0	0,0	-8,8	-5,9	-1,6
Consommation publique	-0,2	0,6	0,8	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	2,0	1,8	0,8
Exportations	0,5	1,2	-0,3	3,5	3,1	3,5	3,0	2,5	13,9	6,9	10,1
Importations	1,7	2,3	0,0	2,2	3,2	-0,9	2,2	1,8	8,5	6,2	5,1
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	-0,1	1,3	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	1,7	2,3	2,0
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,0	0,1	0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,6	0,1	0,1	0,8	0,2	0,8

Prévision

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissement publics.

(4) 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.

induite par l'accalmie intervenue sur les prix de l'essence et du gaz. Les salaires perçus par les ménages japonais ont de leur côté fortement progressé au quatrième trimestre de 2005 (+2,9% après -3,3% au troisième trimestre), essentiellement sous l'effet des bonus exceptionnellement élevés distribués en cette fin d'année. L'embellie sur les salaires devrait d'ailleurs se poursuivre au premier semestre de 2006. En effet, les négociations salariales de printemps (*shunto*) qui ont débuté à la mi-janvier devraient être l'occasion pour les syndicats d'obtenir des hausses de rémunérations.

La situation sur le marché du travail serait donc globalement favorable à la progression des revenus d'activité dans les trois pays (*cf. tableau 2*). Cependant, deux facteurs viendraient limiter la hausse du revenu réel au Japon. Le pays ne sortant que progressivement de la déflation, le déflateur de la consommation resterait encore négatif, ce qui constituerait un frein à la progression salariale. En outre, la suppression de certains abattements fiscaux accordés aux ménages en 1999 pour un montant total de 1 600 milliards de yens entre en vigueur à partir de janvier 2006. A l'inverse, le reflux de l'inflation américaine, sous l'effet du repli de la composante

TABLEAU 2 : ÉTATS-UNIS, ROYAUME-UNI ET JAPON : COMPTES DES MÉNAGES

(en %)

	Moyennes annuelles			
	2003	2004	2005	2006 (*)
États-Unis				
Emploi salarié non agricole	-0,3	1,1	1,5	1,3
Salaire moyen par tête	2,9	4,3	4,6	2,9
Revenu disponible brut nominal	4,3	6,1	4,3	4,8
Déflateur de la consommation privée	1,9	2,6	2,8	1,6
Taux d'épargne en niveau	2,1	1,8	-0,4	-0,1
Royaume-Uni				
Emploi salarié	1,0	1,0	1,0	0,2
Salaire moyen par tête	3,5	3,6	3,7	3,2
Revenu disponible brut nominal	4,7	3,5	4,5	3,4
Déflateur de la consommation privée	1,9	1,2	2,0	1,5
Taux d'épargne	5,4	4,4	5,3	5,0
Japon				
Emploi total	-0,2	0,2	0,4	-0,1
Salaire moyen par tête	-1,3	-1,5	0,8	1,5
Revenu disponible brut nominal	-1,2	0,4	1,1	1,3
Déflateur de la consommation privée	-0,9	-0,6	-0,8	-0,4
Taux d'épargne	4,0	3,1	3,0	2,8

■ Prévission

(*) Pour les États-Unis et le Royaume-Uni : acquis à la fin du deuxième trimestre de 2006.

(*) Pour le Japon : moyenne annuelle 2006.

énergétique, constituerait un facteur supplémentaire de soutien du pouvoir d'achat. Ce dernier s'inscrirait ainsi en nette accélération par rapport à la seconde partie de l'année 2005. Au Royaume-Uni, c'est également la poursuite de la dynamique des salaires, conjointement à la baisse de l'inflation, qui viendrait alimenter la progression du revenu réel. Les prix à la consommation ont d'ailleurs ralenti pour le quatrième mois consécutif en janvier (+1,9% en glissement annuel).

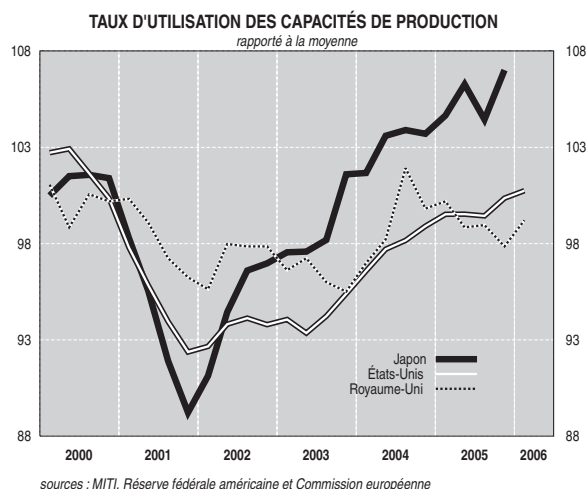
Ainsi, portée par les gains de pouvoir d'achat, la demande des ménages accélérerait au premier semestre de cette année dans les principaux pays industrialisés partenaires de la zone euro. Deux facteurs ponctuels supplémentaires favoriseraient le comportement de dépense des ménages américains. D'une part, le choc temporaire à la baisse directement imputable à l'arrêt des rabais automobiles intervenu fin 2005, cesserait de jouer : les ventes au détail présentent d'ailleurs un acquis de croissance très favorable à la fin février (+2,1% en volume). D'autre part, l'investissement résidentiel serait dynamisé par l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans, comme en atteste déjà le rebond des mises en chantier observé en début d'année. Outre-Manche, le principal facteur à l'origine du rebond des ventes au détail serait la reprise du marché de l'immobilier intervenue depuis la mi-2005 (cf. encadré « Comparaison des performances économiques Royaume-Uni/Zone euro »). Par ailleurs, le maintien du taux directeur de la Banque d'Angleterre à 4,50%, après la baisse de 0,25 point intervenue en août 2005, aurait pour effet d'estomper progressivement les effets passés de la hausse des taux. À noter cependant que, même si la

confiance des consommateurs britanniques se restaure, la faiblesse des ventes au détail (-0,6% d'acquis fin février contre une progression de +1,6% au dernier trimestre de 2005) laisse présager un léger ralentissement des dépenses au premier trimestre de 2006. Parallèlement, l'investissement en logement reprendrait, bénéficiant lui aussi de l'accélération du revenu réel et d'un taux d'intérêt hypothécaire bas. Cette reprise transparaît d'ores et déjà dans l'essor des transactions immobilières.

La relativement bonne tenue des perspectives d'activité et les conditions de financement encore globalement favorables soutiendraient la progression de l'investissement

Le dynamisme de la demande, tant domestique qu'étrangère, motiverait les projets d'investissement des entreprises. Le raffermissement des dépenses en équipement est d'ailleurs suggéré par un faisceau d'indicateurs, au premier rang desquels figure la remontée générale des taux d'utilisation des capacités de production (cf. graphique 2). Les commandes en biens d'équipement sont également très bien orientées aux États-Unis depuis la fin de l'année 2005. C'est également le cas au Japon, où la vétusté du parc de biens d'équipement induirait une recrudescence des investissements de remplacement.

Par ailleurs, les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des entreprises sont encourageants. Aux États-Unis, après trois mois consécutifs de baisse, les perspectives d'activité ont augmenté au mois de



Note de lecture :

Les taux d'utilisation des capacités de production sont centrés sur la période 1995-2005 de façon à permettre une comparaison entre les trois pays.

février dans l'industrie et sont demeurées à un relativement haut niveau dans le secteur non manufacturier. L'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans constituerait en outre un facteur de soutien à l'investissement des entreprises. Au Royaume-Uni, les dernières enquêtes CBI dans l'industrie de janvier et février révèlent une amélioration des anticipations de production au cours des trois prochains mois. De la même façon, au Japon, l'enquête Tankan pour le quatrième trimestre de 2005 atteste de l'intention des entrepreneurs d'accroître leurs investissements en biens d'équipement au cours des trimestres à venir, et ce malgré des anticipations de profits revues à la baisse.

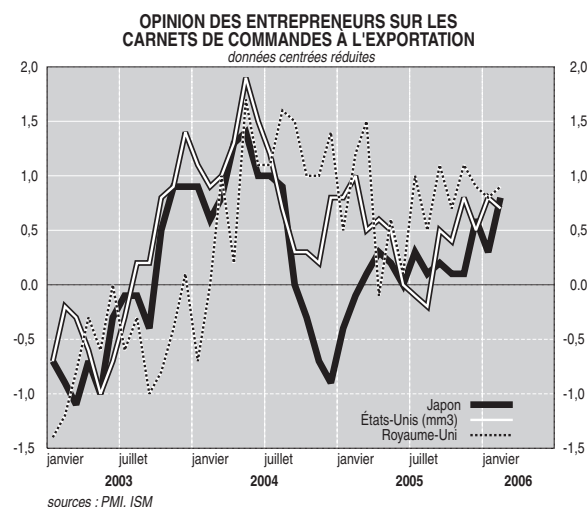
Enfin, les conditions de financement resteraient globalement attractives. Aux États-Unis, en dépit du cycle de relèvement des taux directeurs, ininterrompu depuis juin 2004, la dernière enquête réalisée par la Réserve fédérale indique que le pourcentage de banques durcissant les conditions de financement auprès des entreprises tend à se stabiliser. En outre, les profits dégagés dans le passé récent et la restauration des capacités d'autofinancement faciliteraient le financement des projets d'investissement. Les entreprises nippones ont également amélioré leur situation financière. Elles ne seraient donc pas affectées à court terme par la décision de la Banque du Japon d'abandonner sa politique d'injection massive de liquidités dans le système bancaire. Au Royaume-Uni, les conditions de crédit restent toujours aussi attractives avec un taux de prêt accordé aux entreprises quasiment stable et à un relativement bas niveau (autour de 5%, à comparer avec les 13% du début des années 1990). Néanmoins, les décisions d'investissement ont été largement affectées dans le passé récent par le repli de la production industrielle (-0,6% et -0,8% sur les deux derniers trimestres de 2005) et le redressement de l'industrie apparaît encore fragile. Dans ce contexte, la crois-

sance de l'investissement des entreprises britanniques devrait donc rester contenue, permettant une simple stabilisation du taux d'investissement.

Les ressorts internes de la croissance alimenteraient la progression des importations et donc du commerce mondial

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les importations conserveraient leur élan en raison du dynamisme recouvré des demandes intérieures. Cependant, en dépit de la progression des exportations, les échanges extérieurs y pénaliseraient la croissance dans les trimestres à venir. À l'inverse, les exportations japonaises bénéficieraient pleinement du dynamisme de l'activité des principaux partenaires asiatiques, dont l'activité industrielle semble pour le moment peu affectée par les cours élevés du pétrole. Elles tireraient également parti du mouvement de dépréciation du yen engagé depuis près d'un an.

L'effet d'entraînement joué par l'environnement international de la zone euro sur le commerce mondial, qui se lit d'ores et déjà dans la bonne orientation des carnets de commandes à l'exportation (cf. graphique 3), risquerait de se trouver affaibli si les aléas à la baisse sur les rythmes d'activité de ces trois pays venaient à se concrétiser. En particulier, l'augmentation de la pression fiscale sur les ménages japonais pourrait à terme peser sur leurs dépenses. Au Royaume-Uni, l'aléa pourrait se matérialiser sous la forme d'un éventuel resserrement monétaire, motivé par le redémarrage tangible de l'activité. Aux États-Unis, il résiderait dans un atterrissage plus brutal que prévu du marché immobilier, dans un contexte où les demandes de prêts hypothécaires montrent des signes de fléchissement et où l'accessibilité au logement se dégrade en raison de la flambée des prix. ■



Note de lecture :

mm3 = moyenne mobile sur 3 mois

Depuis plus de quatre ans, le Royaume-Uni a su dégager un rythme de croissance supérieur à celui de ses principaux partenaires européens. Ainsi, de la mi-2001 à la mi-2005, le différentiel de croissance moyen entre le Royaume-Uni et la zone euro a été de 1,2 point en faveur de l'économie britannique. Cet écart s'explique essentiellement par des divergences de dynamiques des demandes intérieures, et plus précisément de consommation privée. Néanmoins, depuis peu, il tend à se réduire, puisque les dépenses des ménages outre-Manche ont ralenti avec les prix de l'immobilier : le Royaume-Uni et la zone euro évoluent désormais sur des rythmes de croissance tout à fait semblables.

L'année 2001 a marqué un véritable décrochage de rythme d'activité entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale. En effet, à partir de cette date, la croissance de la zone euro a ralenti, passant de 4,0% en 2000 à 1,9% en 2001, pour tomber à 0,7% en 2003. Le Royaume-Uni a en revanche fait preuve d'une étonnante résistance à l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies : bien qu'il ait lui aussi divisé de près de moitié son taux de croissance en 2001 (passant de 4,0% en 2000 à 2,2% l'année suivante), il a ensuite conservé un rythme d'activité au moins aussi dynamique jusqu'en 2004. Cette meilleure performance trouve son explication dans l'évolution plus favorable de la demande intérieure. Certes, la politique budgétaire a été davantage expansionniste outre-Manche, si bien que la progression de la consommation publique, notamment, a été plus forte qu'en zone euro. Mais c'est plus fondamentalement la consommation des ménages qui est à l'origine des écarts de croissance⁽¹⁾ (cf. graphique 1) : celle-ci a évolué sur des rythmes supérieurs à 2% sur toute la période considérée, contre un peu moins de 1% en zone euro.

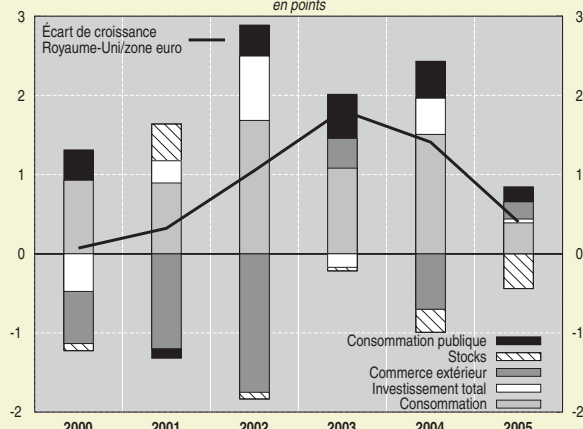
Ce phénomène est d'abord à relier à la progression des rémunérations salariales qui a été plus vive au Royaume-Uni : à l'exception de l'année 2002, les écarts de revenu réel entre les deux économies ont été particulièrement élevés (de l'ordre de 2 points), principalement sous l'effet de la dynamique des salaires. En revanche, les écarts de rythmes de créations d'emplois ont été peu significatifs, alors même que le taux de chômage britannique a baissé de manière quasi continue (passant de 5,1% en 2001 à 4,7% en 2004) contrairement à celui de la zone euro qui n'a cessé d'augmenter sur la même période (7,9% en 2001, 8,9% en 2004). Par ailleurs, suite à l'éclatement de la bulle boursière, la Banque d'Angleterre a baissé son taux directeur de 2 points sur l'ensemble de l'année 2001 (de 6% à 4%), ce qui a pleinement profité aux ménages britanniques puisqu'ils sont majoritairement endettés à taux variables. Dans le même temps, la Banque centrale européenne a diminué son

taux d'1 point (de 4,75% à 3,75%). Ensuite, jusqu'à la mi-2003, les évolutions des politiques monétaires ont été assez similaires au Royaume-Uni et en zone euro. La consommation des ménages britanniques a enfin été soutenue par le niveau élevé du taux d'endettement des ménages, qui n'a cessé de croître depuis 2001 pour atteindre plus de 135% du revenu disponible brut en 2005.

Mais la principale explication du dynamisme de la consommation outre-Manche réside dans l'évolution du marché immobilier résidentiel. L'équation de consommation présentée ci-après permet de bien illustrer combien l'effet de richesse immobilière a joué un rôle moteur dans la bonne tenue des dépenses des ménages britanniques (cf. graphique 2). Lors du dégonflement de la bulle financière, la montée des prix de l'immobilier a en effet plus que compensé la chute de l'indicateur boursier (Footsie), ce qui a largement contribué à soutenir la consommation. À partir de novembre 2003 cependant, la remontée progressive du taux directeur de la Banque d'Angleterre a entraîné une modération des prix de l'immobilier. Les effets de ce ralentissement sur la consommation se sont fait particulièrement sentir en 2005 : celle-ci est ainsi passée de 2,3% de croissance en 2004 à 1,2% en 2005. Les écarts de rythmes d'activité entre le Royaume-Uni et la zone euro s'en sont trouvés mécaniquement réduits.

Enfin, sur l'ensemble de la période 2001-2005, la vigueur des dépenses des ménages britanniques a soutenu la production de services domestiques, si bien que les écarts de croissance entre le Royaume-Uni et la zone euro se sont concentrés sur les activités tertiaires (1,4 point en moyenne). Les écarts de valeurs ajoutées industrielles ont été quant à eux plus faibles (0,4 point en moyenne) et en faveur de la zone euro. Cette faiblesse structurelle du secteur manufacturier britannique s'est traduite par un recours accru aux importations de produits industriels et *in fine* par une contribution presque toujours négative du commerce extérieur à la croissance.

1
DÉCOMPOSITION DES ÉCARTS DE CROISSANCE
ENTRE LE ROYAUME-UNI ET LA ZONE EURO
en points



source : Eurostat

(1) À noter qu'en 2001 et 2002 la contribution du commerce extérieur à l'écart de croissance entre les deux économies a été plus forte que celle de la consommation. Cependant, cette contribution négative s'explique essentiellement par la hausse des importations britanniques, et donc bien par le dynamisme de la demande intérieure au Royaume-Uni.

Au total, l'économie britannique a enregistré de meilleures performances que la zone euro entre 2001 et 2004, essentiellement parce que les ménages ont bénéficié des effets de richesse immobilière, du dynamisme des revenus salariaux et du bas niveau des taux d'intérêt. Depuis 2005 néanmoins, suite à l'atterrissage en douceur du

marché immobilier et par conséquent, à la modération de la consommation britannique, ces écarts de croissance ont commencé à se réduire (0,4 point l'an passé). ■

Estimation de l'équation de consommation des ménages britanniques :

$$\Delta LCONSO = 0,004 + \underset{(4,21)}{0,23 \Delta LCONSO_{-2}} + \underset{(2,57)}{0,14 \Delta LY} - \underset{(2,89)}{0,11 \Delta LY_{-2}} + \underset{(-2,26)}{0,02 \Delta LF} + \underset{(2,89)}{0,24 \Delta LPX} - \underset{(-5,02)}{0,23(LCONSO_{-1})} - \underset{(15,65)}{2,06} - \underset{(9,86)}{0,10 LF_{-1}} - \underset{(33,22)}{0,68 LY_{-1}} - \underset{(15,71)}{0,15 LPX_{-1}}$$

$R^2 = 0,51$

Avec :

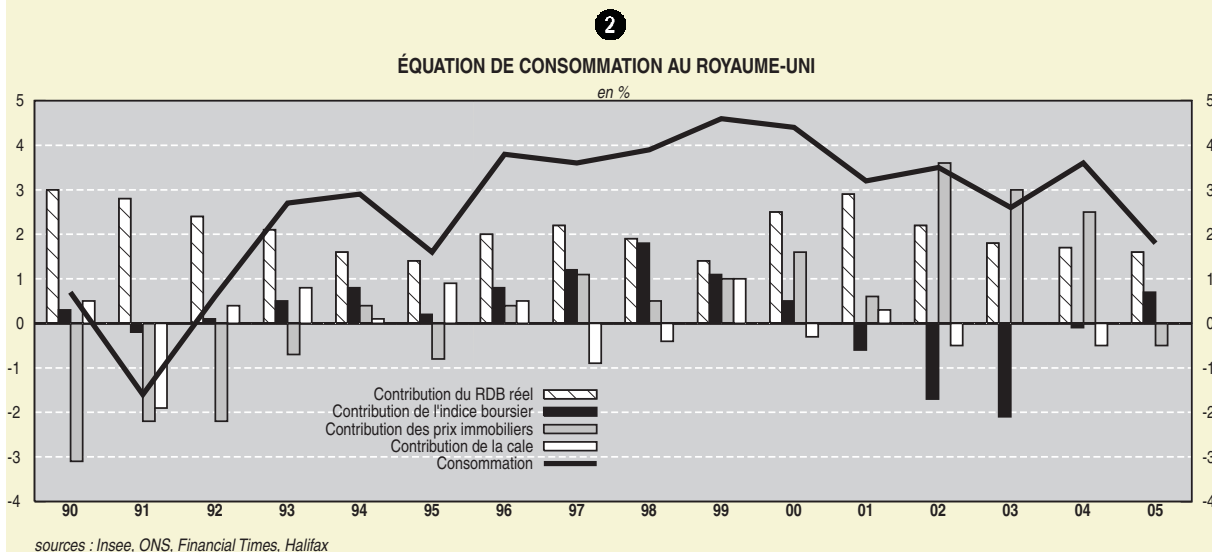
LCONSO : logarithme de la consommation des ménages en volume

LY : logarithme du revenu disponible brut réel

LF : logarithme de l'indice boursier réel

LPY : logarithme du revenu disponible brut réel

LPX : logarithme des prix immobiliers Halifax réels



Conjoncture dans la zone euro

Après trois trimestres d'accélération, le PIB de la zone euro a fléchi au quatrième trimestre (+0,3%). Le ralentissement est plus particulièrement prononcé dans les trois grands pays de la zone, avec notamment une stagnation de la croissance en Allemagne. Au contraire, la croissance dans les autres pays a été encore dynamique. Le repli du commerce extérieur et de la consommation privée après un troisième trimestre exceptionnel explique cette décélération ponctuelle.

Début 2006, la croissance du PIB s'installerait sur un rythme proche de sa tendance (+0,5% par trimestre) avec un acquis de +1,6% à la fin du deuxième trimestre, après une croissance annuelle de 1,4% en 2005. La demande intérieure serait encore fragile (cf. graphique 1) du fait de la modération de la consommation liée à la faiblesse du revenu des ménages. Mais un raffermissement de l'investissement serait perceptible. De plus, la bonne tenue de la demande mondiale continuerait de soutenir les exportations de la zone et les échanges extérieurs contribueraient positivement à la croissance.

Au quatrième trimestre 2005, l'activité dans la zone euro a marqué une pause avec de fortes disparités nationales

Les résultats du quatrième trimestre attestent de la fragilité du rebond amorcé mi-2005, dans l'attente de la consolidation des déterminants internes de la croissance (cf. tableau « PIB de la zone euro » et graphique 2).

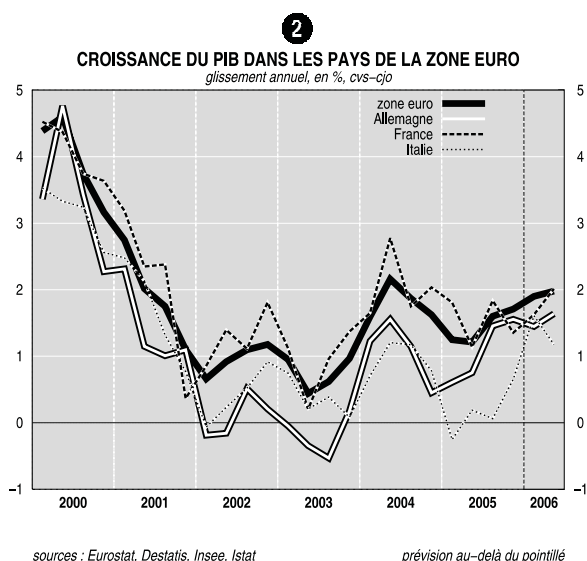
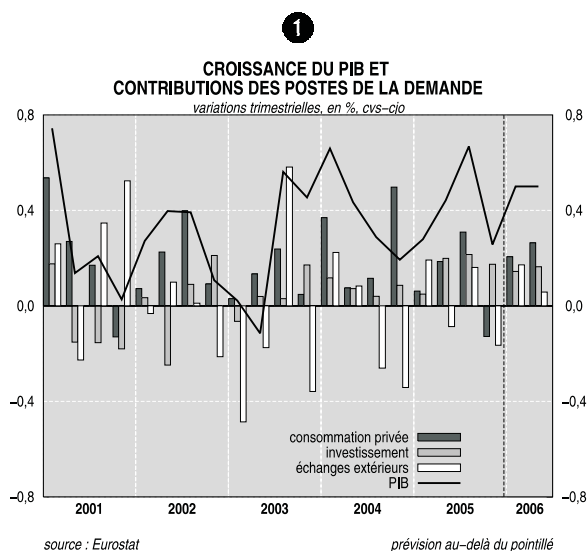
La production industrielle a ralenti (+0,5% au quatrième trimestre, après +0,9%), pénalisée par une demande extérieure moins forte qu'au troisième trimestre. En France et en Italie, l'évolution de la production industrielle a été négative. Au contraire, la production industrielle allemande est restée dynamique, en décalage avec le reste de la zone.

Début 2006, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie continuent de témoigner d'une amélioration du climat des affaires au sein de la zone euro (cf. graphique 3). La croissance du PIB reviendrait sur un rythme proche de sa tendance (+0,5% par trimestre). Elle serait soutenue par la reprise progressive du cycle de l'investissement et par une demande mondiale vigoureuse. Les disparités nationales de croissance s'estomperaient : le PIB allemand progresserait au même rythme que celui de la

zone ; en Italie la croissance serait légèrement inférieure (cf. encadré « Détecte-t-on un décalage conjoncturel entre les grands pays de la zone euro depuis 2005 ? »).

La consommation des ménages progresserait modérément en lien avec la stagnation des salaires réels

La consommation des ménages a reculé au quatrième trimestre (-0,2%). La modération salariale a été maintenue sur l'ensemble de l'année sans que l'amélioration du marché de l'emploi ne permette



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

(en %)

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

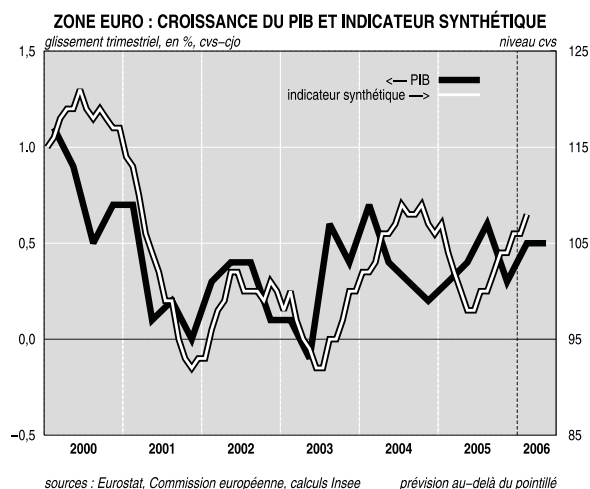
■ Prévvision

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

source : Eurostat

3

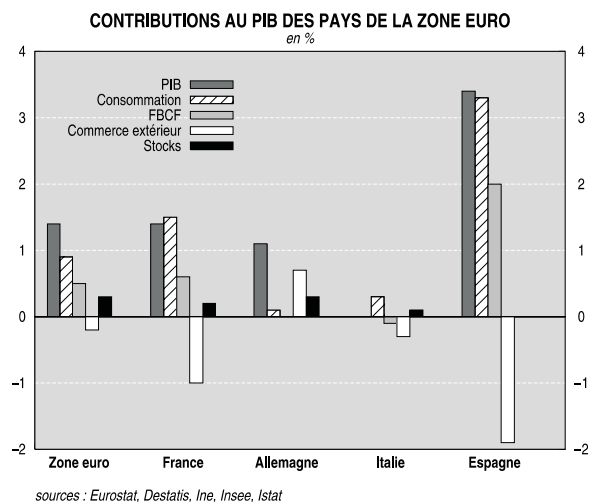


d'augmenter significativement le pouvoir d'achat des ménages (+0,0% sur les deux derniers trimestres de l'année, cf. tableau « comptes des ménages de la zone euro »). En Allemagne, la consommation des ménages s'est effondrée en fin d'année (-0,6%) tandis qu'elle est demeurée le principal moteur des croissances française et espagnole (cf. graphique 4).

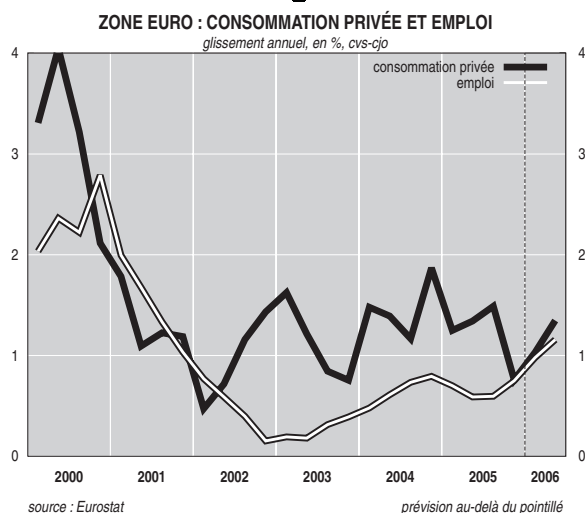
Les fondamentaux n'encourageraient pas un franc redémarrage de la consommation privée. La reprise modérée de l'emploi (environ +0,3 % par trimestre, cf. graphiques 5 et 6) et la stagnation des salaires en termes réels se traduirait par un revenu des ménages peu allant. En revanche, l'inflation devrait graduellement se dégonfler au premier semestre 2006 (+2,1% en juin 2006, contre +2,4% en janvier), renforçant ainsi légèrement le pouvoir d'achat des ménages (+0,3%, puis +0,4% aux deux premiers trimestres de 2006).

Ainsi, la consommation privée accélérerait au premier semestre (+0,4% puis +0,5% en variation trimestrielle), comme en atteste le rebond important des ventes au détail en début d'année, avec un acquis de +0,7% en janvier pour le premier trimestre. Au deuxième trimestre, elle serait ponctuellement dynamisée par l'organisation de la Coupe du Monde

4



5



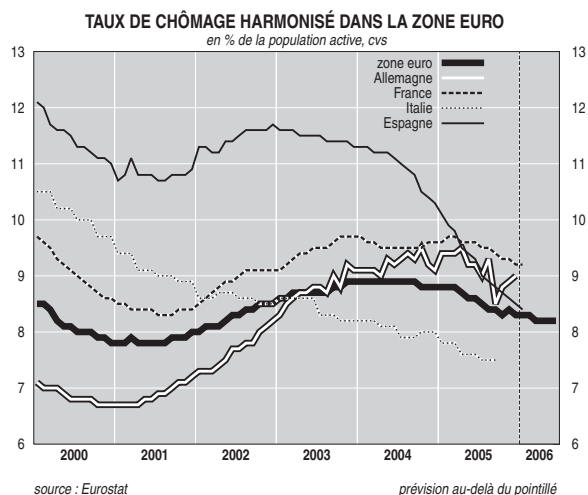
de football en Allemagne. Les grands événements sportifs poussent traditionnellement à la hausse les ventes de biens de consommation et les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration. L'hypothèse d'un surcroît de consommation de 0,3% au deuxième trimestre dans ce pays a ainsi été retenue dans la prévision.

La consommation publique resterait en retrait par rapport à la consommation privée, avec des disparités au sein de la zone euro. Dans les trois grands pays, la maîtrise des dépenses publiques serait renforcée pour se conformer aux critères du Pacte de stabilité et de croissance. Au contraire, en Espagne, l'excédent budgétaire permettrait de dégager des marges de manœuvre pour augmenter la consommation publique.

La zone euro bénéficierait globalement de la forte demande mondiale

Au quatrième trimestre de 2005, les exportations extra-zone ont été limitées par le faible dynamisme de la demande mondiale (+1,0%). Le contre-coup de livraisons exceptionnelles d'Airbus pour la France et l'Allemagne au trimestre précédent a pesé

6

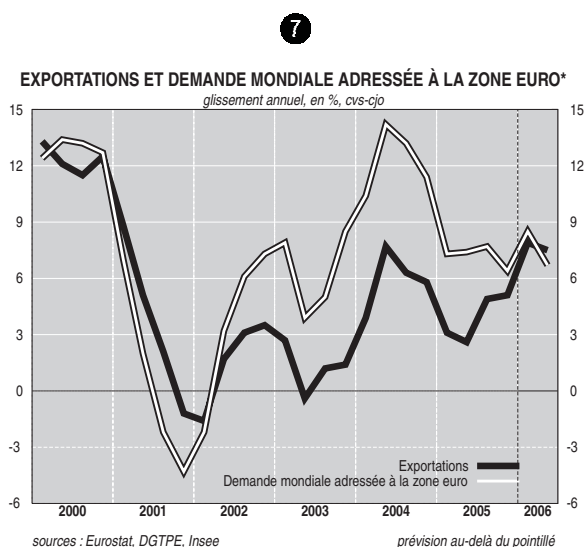


ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %)

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

■ Préviation (modèle MZE)
Sources : Eurostat, calculs Insee



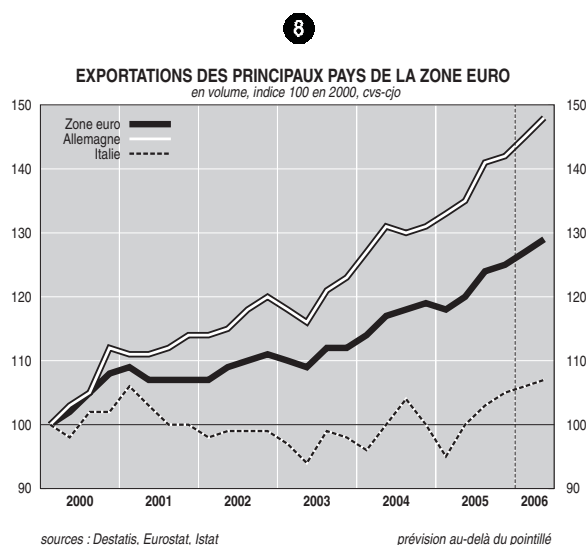
* Somme des importations de ses partenaires pondérées par les parts de marché qu'elle détient chez eux.

sur la progression des exportations en fin d'année. Les échanges intra-zone ont également décéléré, entraînés par le ralentissement de l'activité dans les principaux pays de la zone. Dans l'ensemble, les exportations de la zone euro ont progressé de 0,5%, en repli par rapport à la vigueur des deux trimestres précédents.

Début 2006, la dépréciation passée du taux de change effectif de l'euro (-5,9% entre février 2005 et février 2006 en termes nominaux) constituerait un léger soutien à la compétitivité de l'ensemble de la zone. Ses exportations seraient surtout dynamisées par la bonne orientation des demandes des pays partenaires (cf. fiche « Environnement international de la zone euro »). Elles reviendraient donc sur leurs déterminants traditionnels, tirées par la demande mondiale (cf. graphique 7).

Les spécialisations sectorielle et géographique de l'Allemagne continuent de lui assurer une demande mondiale plus dynamique que le reste de la zone euro. En outre, ses exportations se situeraient toujours au-delà de la demande mondiale qui lui est adressée en raison des gains de compétitivité-coût engendrés par la poursuite de la modération salariale. A l'inverse, l'Italie ferait face à la poursuite de la hausse de ses coûts salariaux. Elle continuerait de perdre des parts de marché dans les secteurs traditionnels de biens de consommation sur lesquels elle se trouve en concurrence avec les pays émergents d'Europe et d'Asie du Sud-Est (cf. graphique 8).

Le commerce extérieur de l'Espagne reste pénalisé par la désynchronisation de sa conjoncture avec celle du reste de la zone euro. Le dynamisme de la consommation alimente la croissance des importations. A l'inverse, les exportations sont limitées par l'atonie de la demande intérieure des autres pays. De plus, le différentiel de progression des coûts salariaux unitaires (de l'ordre d'un point et demi de pourcentage) avec la zone euro se maintiendrait. La dégradation de la compétitivité-coût continuerait de peser sur le solde commercial de l'Espagne.



L'investissement productif serait un peu plus ferme début 2006

En 2005, le taux d'investissement a atteint un point bas en milieu d'année et s'est nettement relevé au troisième trimestre. L'amorce de redémarrage du cycle de l'investissement n'a pas été remise en cause par le ralentissement de l'activité au quatrième trimestre. L'investissement productif aurait atteint +4,1% en glissement annuel après +2,7% au trimestre précédent.

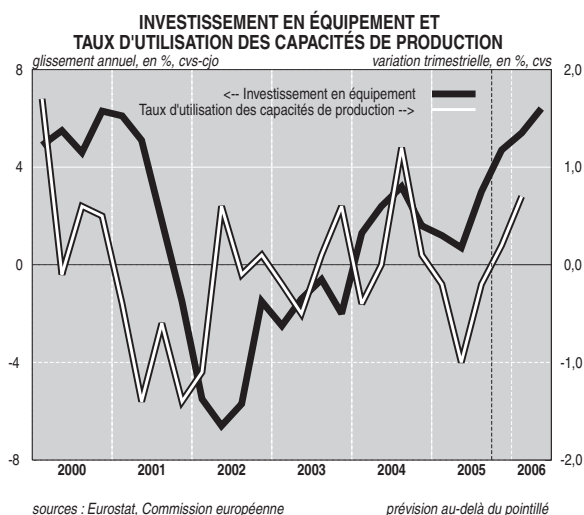
Les entrepreneurs anticipent depuis près d'un an une amélioration de leurs perspectives d'activité et observent fin 2005 des tensions sur les capacités de production (cf. graphique 9). Ils devraient renforcer leur investissement en équipement qui progresserait d'environ +1,0% par trimestre en 2006.

Malgré la hausse récente des taux directeurs de la Banque centrale européenne, les taux longs demeurent à un niveau historiquement bas. Les conditions de financement de l'investissement sont toujours favorables. De plus, la restauration passée des marges des entreprises leur permet d'envisager de nouveaux projets d'investissement par autofinancement. Le taux de marge en 2005 dépasse le niveau atteint en 1998 (cf. graphique 10).

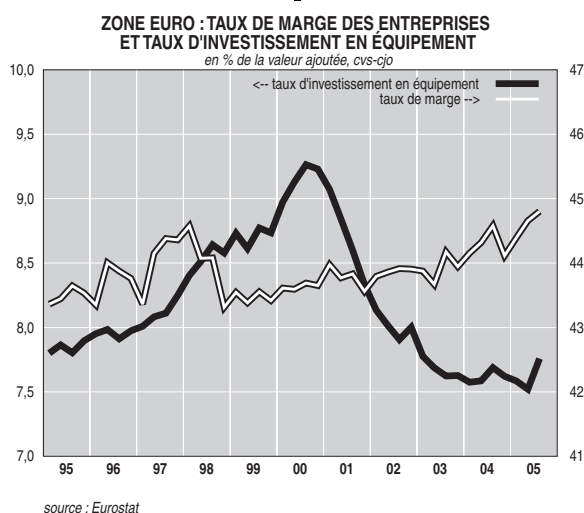
La croissance de l'investissement en construction serait restée légèrement positive au quatrième trimestre (+0,3%). Sur l'ensemble de la zone euro, la conjoncture du secteur de la construction semble s'améliorer. En Allemagne et en Italie, l'embellie conjoncturelle amorcée en fin d'année 2005 se poursuivrait début 2006 (cf. graphique 11). En France et surtout en Espagne, la croissance du secteur BTP serait toujours soutenue par le crédit à l'habitat. Ainsi, l'investissement dans ce secteur croîtrait de 0,3% par trimestre en 2006.

L'investissement total progresserait de 0,8% aux deux premiers trimestres de 2006. ■

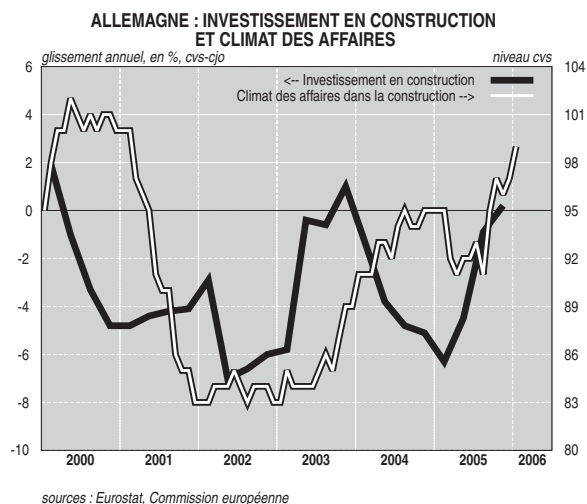
9



10



11



Après une baisse sur la première moitié de l'année 2005, les enquêtes européennes de conjoncture dans l'industrie manufacturière se sont retournées à partir de juillet. Dans les trois grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie), les enquêtes ont atteint un point bas, respectivement en juin, mai et avril. Depuis, les enquêtes se sont améliorées presque sans interruption jusqu'en février 2006 pour atteindre des niveaux historiquement élevés en Allemagne et en Italie notamment. Cependant, ces évolutions globalement similaires recèlent, à un niveau plus fin, des situations assez différentes selon les pays.

Les divergences peuvent être observées sur un diagramme de phase, présentant l'évolution des soldes d'opinions des enquêtes dans l'industrie, ainsi que de l'indicateur synthétique (IS)⁽¹⁾ pour chaque pays et pour l'ensemble de la zone euro (cf. graphique A). Les IS allemand et italien ont progressé plus vite, tirés en Allemagne par les soldes d'opinions sur les perspectives de production et en Italie par les soldes d'opinions sur les carnets de commandes. Le diagramme de la France est en revanche nettement à l'intérieur des diagrammes de l'Allemagne, de l'Italie et de la zone euro. Les enquêtes françaises apparaissent donc en retrait par rapport à celles des deux autres pays et de la zone euro. Ce résultat doit être comparé à la situation de 1999 où la France s'était trouvée en avance sur ses partenaires européens lors de la phase de retournement de conjoncture survenue en mai de cette année-là (cf. graphique B). En se limitant à cette analyse descriptive des enquêtes de conjoncture dans l'industrie, la France connaîtrait depuis le milieu de l'année 2005 une amélioration moins vigoureuse du climat des affaires que ses partenaires européens.

Une mesure plus précise des décalages conjoncturels à partir des enquêtes permet de les replacer dans une perspective historique. Le modèle retenu pour cela est un modèle dynamique à facteurs, variante de l'indicateur de décalage conjoncturel (IDC) développé par Lengart, Mora et Toutlemonde⁽²⁾. Les données utilisées proviennent des cinq soldes d'opinions usuels des enquêtes de

conjoncture dans l'industrie réalisées par l'Ifo en Allemagne, l'Insee en France et l'Isae en Italie. Un Facteur Commun et les IDC propres à chaque pays sont extraits de ces données. L'IDC est un indicateur qualitatif permettant d'estimer les évolutions de l'écart entre le climat des affaires dans l'industrie d'un pays particulier par rapport au climat des affaires dans l'ensemble des pays considérés (l'Allemagne, la France et l'Italie) mesuré par le facteur commun.

L'évolution des IDC de l'Allemagne, de la France et de l'Italie nuancent le résultat obtenu sur les évolutions des soldes d'opinions (cf. graphique C). Au cours du deuxième semestre de 2005, les positions de l'Allemagne et de l'Italie se sont améliorées vis-à-vis de la conjoncture commune des trois grands pays, à mesure que celle-ci s'appréciait. La position de la France s'est ponctuellement appréciée au début de l'été. Sur la base des évolutions des IDC, l'Italie aurait donc rattrapé en 2005 un décalage conjoncturel évalué comme négatif en début d'année, alors que la France serait restée en phase avec la conjoncture commune. En revanche, les anticipations des industriels en Allemagne se seraient améliorées beaucoup plus rapidement que dans les deux autres pays.

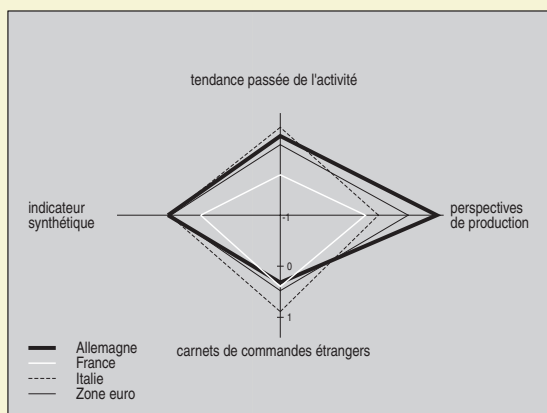
Cependant, les évolutions des IDC comme du facteur commun et les changements de positions conjoncturelles en 2005 apparaissent d'amplitudes bien plus faibles que par le passé (cf. graphique D). En 1999 notamment, la reprise amorcée par la zone euro dans son ensemble avait révélé des décalages conjoncturels conséquents entre les trois pays et une position avancée de la France qui s'étaient traduits par des écarts importants de croissance importantes. En conclusion, il ne semble pas y avoir de véritable décalage entre les secteurs manufacturiers des grands pays de la zone euro en 2005. L'Allemagne présente une légère avance alors que la France et l'Italie se retrouvent début 2006 en phase avec la conjoncture commune. On assiste donc depuis 2001 à une convergence du climat des affaires dans l'industrie de ces trois pays, favorisée par l'absence de cycles bien marqués. ■

(1) L'Indicateur Synthétique est extrait des soldes des réponses aux enquêtes dans l'industrie par analyse factorielle ; il résume l'information concomitante de tous les soldes. Il est publié tous les mois dans l'Information Rapide « Enquêtes européennes de conjoncture mensuelles » de l'Insee.

(2) « Ecart de climat conjoncturel au sein de la zone euro » - Note de Conjoncture, décembre 2002.

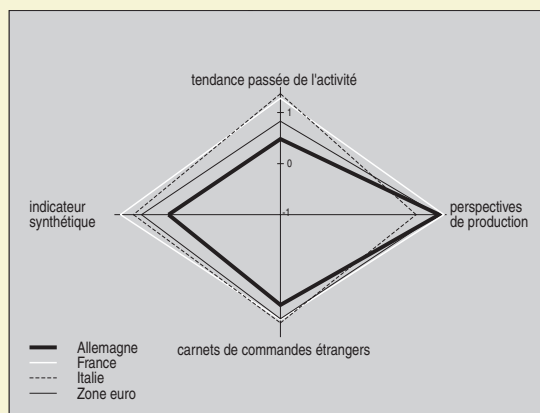
ENCADRE (SUITE) : DÉTECTE-T-ON UN DÉCALAGE CONJONCTUREL DANS L'INDUSTRIE ENTRE LES GRANDS PAYS DE LA ZONE EURO DEPUIS 2005 ?

A
VARIATIONS DES SOLDES D'OPINIONS DE JUILLET 2005 À JANVIER 2006
en points d'écart-type

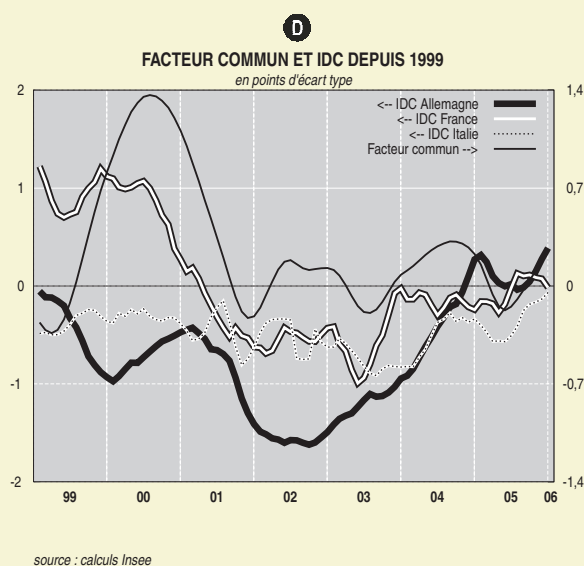
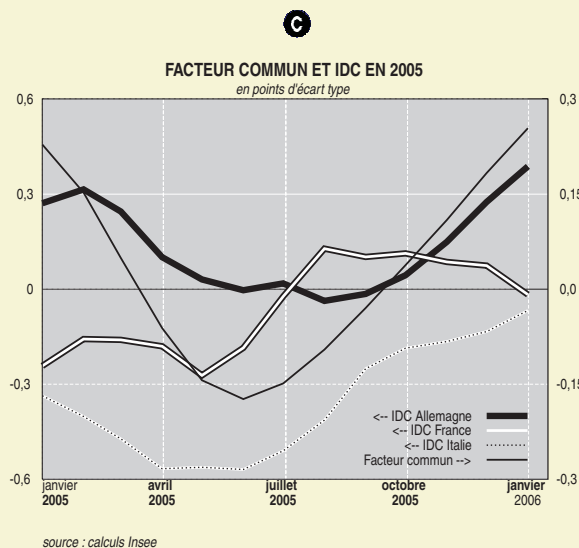


sources : Ifo, Insee, Isae, Commission européenne

B
VARIATIONS DES SOLDES D'OPINIONS DE MAI À NOVEMBRE 1999
en points d'écart-type



sources : Ifo, Insee, Isae, Commission européenne



Prix à la consommation au sein de la zone euro

A la fin de l'année 2005, l'inflation dans la zone euro a épousé le profil du glissement des prix énergétiques pour revenir à +2,2% en décembre. Sous l'effet du dégonflement de ces prix, les écarts d'inflation au sein de la zone ont reflué mais continuent de témoigner de situations cycliques hétérogènes. Ce repli s'est cependant interrompu dès le début de l'année avec le rebond des prix du baril de pétrole : l'inflation s'est ainsi établie à 2,3% en février 2006.

Au premier semestre de 2006, sous les hypothèses d'un prix du Brent stabilisé à 60 dollars le baril et d'un taux de change à 1,20, l'inflation sous-jacente⁽¹⁾ remonterait à 1,5% tandis que le glissement annuel des prix de l'énergie se dégonflerait. Au total, l'inflation diminuerait progressivement à 2,1% en juin 2006.

Les derniers soubresauts du choc pétrolier

A l'occasion d'un nouveau rebond des prix du pétrole en ce début d'année 2006, le glissement annuel des prix s'établit à +2,3% en février. Le mouvement de repli de l'inflation enregistré en fin d'année 2005 (+2,2% en glissement annuel en décembre, après +2,6% en septembre 2005) ne s'est pas confirmé.

Toutefois, sous l'hypothèse d'un prix du Brent stabilisé à 60 dollars le baril et d'un taux de change de 1,20 dollar pour 1 euro sur l'horizon de prévision, l'inflation se replierait légèrement pour s'établir à 2,1% en juin 2006 (cf. graphique 1).

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

Suite aux flambées successives du cours du Brent enregistrées à l'automne 2005, le glissement annuel des prix de l'énergie a atteint des niveaux records (+15,0% en septembre 2005). Dans le sillage des mouvements du prix du baril de pétrole, il a reflué en fin d'année, s'affichant à 11,2% en décembre 2005 puis s'est redressé en ce début d'année pour s'établir à 12,5% en février 2006 en glissement annuel (cf. tableau 1). En prévision, l'inflation énergétique se dégonflerait avec la stabilisation des prix du brut (cf. graphique 2 présentant les variations trimestrielles). Même si au printemps, du fait de l'indexation des prix du gaz et de l'électricité sur celui du pétrole, les hausses passées devraient avoir une influence positive sur le glissement annuel des prix de l'énergie, celui-ci diminuerait à 9,0% en juin 2006 après le léger rebond enregistré en janvier.

Les prix de l'alimentation (cf. graphique 3) ont connu une nette accélération au second semestre de 2005 portant leur glissement annuel à 1,7% en décembre en raison notamment du dynamisme des prix des produits frais et de la hausse des prix du tabac intervenue au 1er septembre 2005 en Allemagne. Au premier semestre de 2006, la croissance des prix des produits alimentaires se stabiliserait progressivement pour revenir à sa moyenne de longue période (+1,0% en juin 2006, après +1,4% en décembre). Aussi, les prix de l'alimentation ralentiraient légèrement en l'absence de fortes hausses des prix du tabac dans la zone euro⁽²⁾. Le glissement annuel des prix de l'alimentation s'établirait ainsi à 1,5% en juin 2006. L'inflation sous-jacente s'établirait à 1,5% en juin 2006.

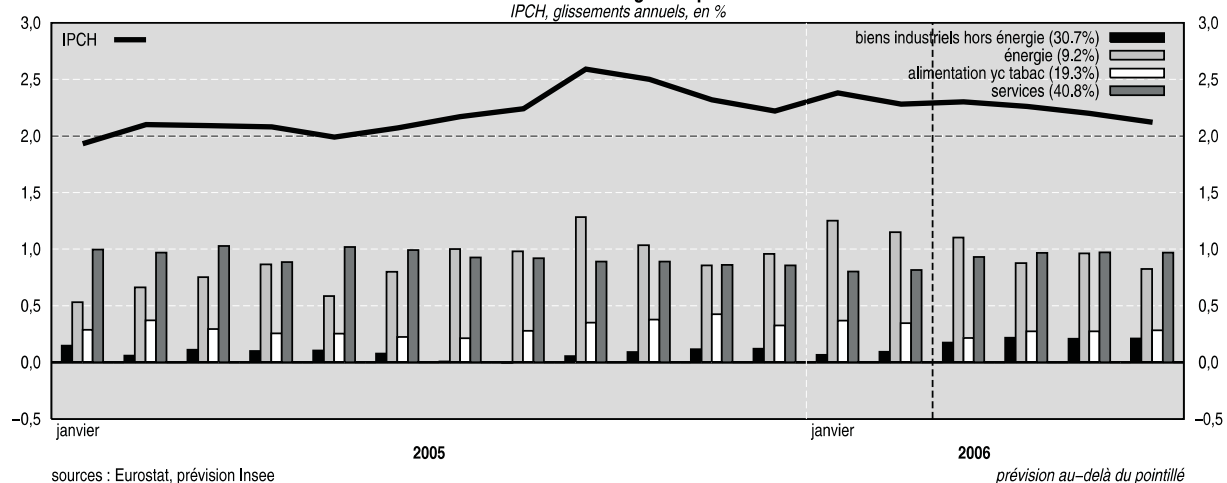
(2) Les mesures fiscales adoptées en Espagne dans le cadre de la loi antitabac en vigueur au 1er janvier 2006 (décret royal du 10 février 2006 e.g.) ne devraient pas avoir d'impact fort dans un contexte de véritable « guerre des prix » du tabac.

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

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

Prévision
source : Eurostat

1 DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO contributions des grands postes



Après un léger ralentissement à l'automne, l'inflation sous-jacente s'est redressée en fin d'année, revenant à des niveaux comparables à ceux du premier semestre de 2005 (+1,4% en décembre, après +1,4% en juin 2005). Nonobstant un glissement annuel exceptionnellement faible en ce début d'année (stable à +1,2% en janvier et février 2006, principalement en raison de soldes, dans le secteur de l'habillement et de l'équipement ménager, particulièrement marquées cette année), l'inflation sous-jacente remonterait progressivement pour s'afficher à 1,5% en juin 2006. L'absence d'effets de « second tour » et la diffusion limitée des hausses passées des prix du pétrole, dans un contexte général de fragilité de la demande intérieure de la zone euro, expliquent ce profil contenu (cf. graphique 4).

Les prix des services, première composante de cet indicateur, ont nettement ralenti au cours de l'année 2005, le glissement annuel passant de 2,4% en janvier 2005 à 2,0% en décembre 2005. En prévision, le rythme modéré de progression des salaires en zone euro se traduirait par un ralentissement du prix des services au premier trimestre de 2006. Puis, avec de faibles répercussions des hausses passées du prix du baril de pétrole, dans le secteur des trans-

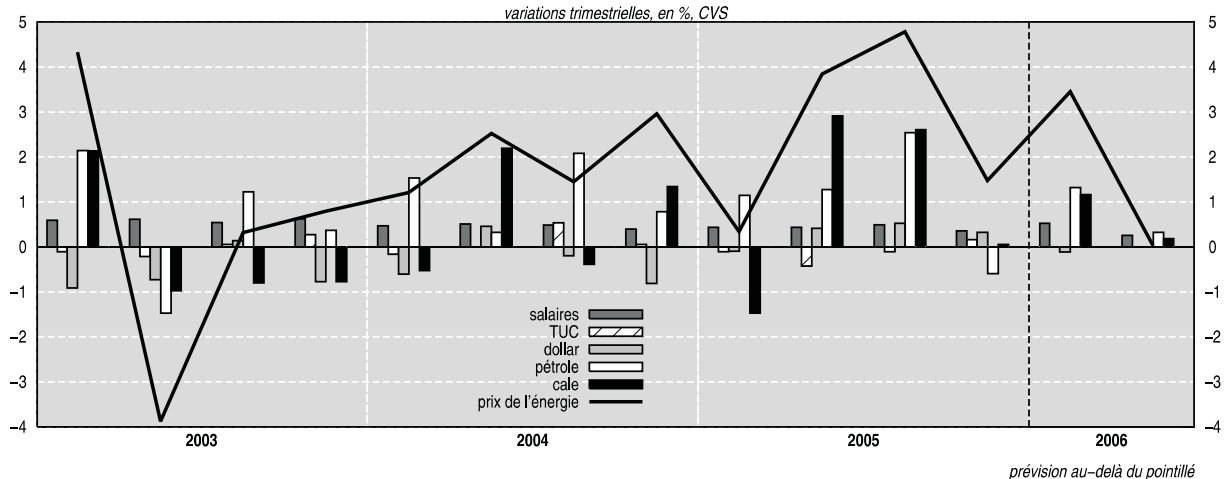
ports notamment, le glissement annuel des prix des services se redresserait légèrement pour retrouver des niveaux plus traditionnels pour cette composante. Il s'afficherait ainsi à 2,4% en juin 2006, après 2,1% en décembre.

La légère progression des prix dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, serait conduite par les hausses du prix des matières premières et du pétrole sur 2005. Avec un prix du baril de pétrole stabilisé autour de 60 dollars et d'un taux de change de l'euro à 1,20, ce renchérissement des produits manufacturés serait néanmoins limité (cf. graphique 5). Le glissement annuel des prix des produits manufacturés s'établirait donc à 0,7% en juin 2006, après 0,4% en décembre 2005.

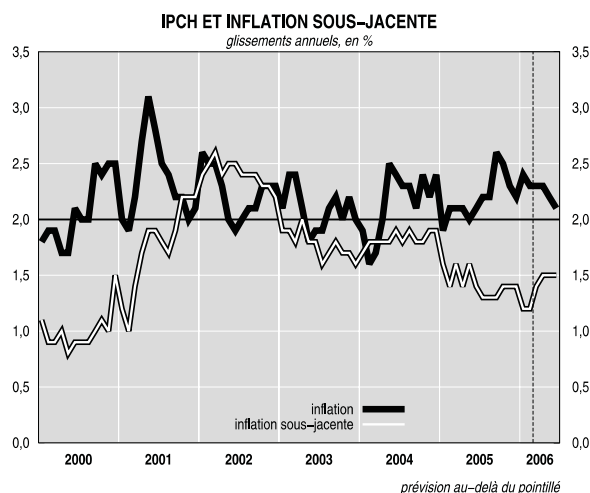
Les prix de l'énergie, un déterminant majeur des écarts d'inflation au sein de la zone euro

La diversité des réactions des prix de l'énergie aux flambées récentes des prix du pétrole explique en grande partie le creusement des écarts d'inflation

2 CONTRIBUTIONS ÉCONOMÉTRIQUES À L'ÉVOLUTION DU PRIX DES PRODUITS ÉNERGÉTIQUES



3

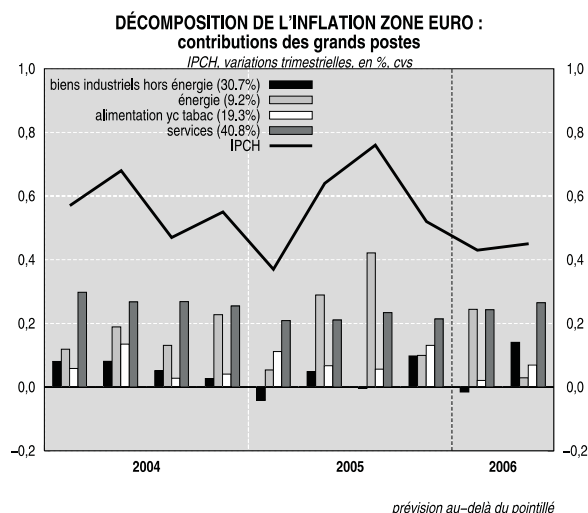


entre les pays la zone euro observé à l'automne 2005. Sous l'effet de la baisse de l'inflation énergétique, c'est donc naturellement que l'écart maximal s'est contracté à 2,6 points en décembre 2005 après un pic à 4,2 points en octobre (cf. graphique 5). Avec le raffermissement des prix du pétrole en ce début d'année, les prix de l'énergie redeviennent des moteurs d'inflation (contribution de 1,7 point de l'inflation énergétique à l'inflation d'ensemble pour la Grèce par exemple) ; l'écart maximal d'inflation d'ensemble s'est donc de nouveau creusé en janvier 2006⁽³⁾.

Les écarts d'inflation sous-jacente sont restés stables et l'écart Espagne-Allemagne affiche 2,2 points en février 2006 (cf. tableau 2). Les différences de conjoncture entre les pays de la zone, notamment en termes de rythme de croissance constituent également un déterminant de ces écarts d'inflation. Certains pays de la zone affichent, en effet, des niveaux d'inflation assez élevés (Grèce,

(3) Avec une hypothèse de glissement annuel des prix stable en Finlande (donnée non disponible), il s'établirait à 3,1 points en janvier 2006 et à 3,0 points en février.

4



Espagne et Irlande par exemple). Ce dynamisme des prix ne nourrit pas de risque inflationniste général mais reflète à la fois des phénomènes de rattrapage économique et des décalages cycliques (cf. encadré « Des petits pays aux prix costauds... »).

5

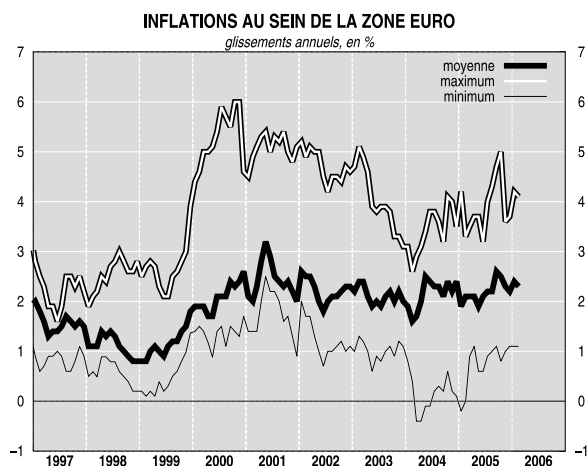


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

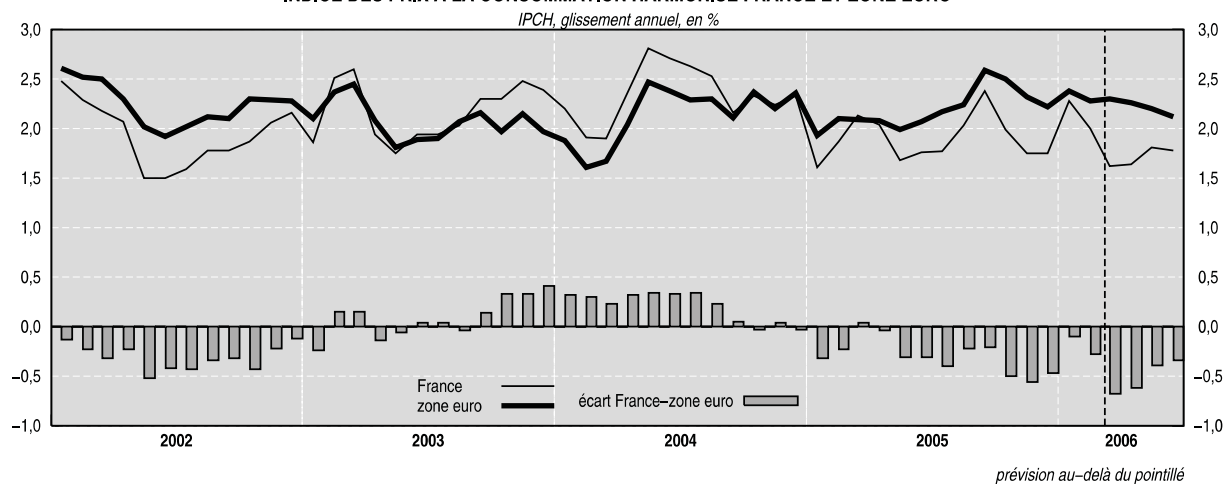
	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	février 2005	février 2006	février 2005	février 2006	février 2005	février 2006
Allemagne	1,9	2,1	0,7	0,6	6,5	14,7 (1,6)
Autriche	2,3	1,5	1,6	0,7	8,8	11,4 (0,9)
Belgique	2,3	2,8	1,0	1,7	12,6	12,9 (1,3)
Espagne	3,3	4,1	2,6	2,8	7,6	13,4 (1,3)
Finlande	0,0		0,5		4,3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

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

NB : les données ne sont pas disponibles pour la Finlande en janvier 2006. Les glissements annuels pour la zone sont basés sur les estimations d'Eurostat.

source : Eurostat, Calculs Insee

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION HARMONISÉ FRANCE ET ZONE EURO



L'écart d'inflation entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) français (*cf. fiche « Prix à la consommation »*) et l'indice de la zone euro s'établit à -0,5 en décembre 2005. Il se réduirait à -0,3 point en juin 2006 (*cf. graphique 6*). ■

Au sein de la zone euro, le glissement annuel des prix a progressé de 0,6 point au cours de l'année 2005 principalement sous l'effet des prix de l'énergie. Sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du baril de pétrole et d'une diffusion faible des hausses des prix des matières premières, l'inflation dans la zone euro devrait ralentir progressivement pour atteindre +2,1% en juin 2006. Ce retour à une inflation plus modérée recouvre toutefois des situations nationales contrastées comme en atteste l'écart d'inflation maximal, oscillant autour de 3 points sur l'année 2005.

Dans les grands pays (France, Allemagne, Italie), l'inflation sous-jacente a peu accéléré et les risques d'effets de second tour sont faibles. L'inflation totale se replierait donc à mesure de l'atténuation des effets du choc pétrolier sur les prix de l'énergie. En revanche, pour trois pays (Espagne, Grèce et Luxembourg), l'inflation s'est établie significativement au-dessus de la moyenne de la zone euro sur toute l'année 2005 (cf. graphique A) ; parallèlement, la Belgique, le Portugal et l'Irlande présentent, eux aussi, des prix relativement dynamiques. Néanmoins, ce surplus d'inflation perceptible notamment dans les « petits pays », qui constitue un frein à la désinflation globale, ne nourrit pas de risque inflationniste général : il s'ex-

plique, en partie, par des phénomènes locaux de rattrapage économique et des problèmes transitoires de synchronisation ou de convergence de certaines économies.

Au-delà des envolées du prix du baril de pétrole...

A l'automne 2005, les envolées du cours du brut ont naturellement tiré l'inflation de la zone euro à la hausse, en témoigne le pic de septembre 2005 : +2,6% en glissement annuel. Les écarts d'inflation au sein de la zone se sont donc creusés sous l'effet de l'accélération des prix énergétiques (4,2 points d'écart maximal en septembre), avant de refluer en fin d'année 2005, suivant là encore le prix du baril. Cependant, les contributions à l'inflation d'ensemble de l'accélération des prix de l'énergie peuvent être très différentes d'un pays à l'autre de la zone (cf. tableau 2, fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »). Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène : des pondérations différentes de l'énergie dans les IPCH nationaux, des décalages dans l'indexation des prix des produits pétroliers et des autres composantes énergétiques (gaz, électricité) sur les cours du brut entre autres. Au Portugal, par exemple, les prix de l'énergie sont encore largement administrés, d'où une contribution de la composante énergétique moins forte que dans le reste de la zone euro. Au Luxembourg, à l'inverse, les hausses du prix du pétrole se répercutent très nettement sur les prix à la pompe et contribuent en grande partie au relèvement de l'inflation d'ensemble.

... des écarts conjoncturels et des phénomènes de rattrapage économique soutiennent les écarts d'inflation au sein de la zone euro

Cependant, cette considération sectorielle ne permet pas d'expliquer entièrement le dynamisme soutenu des prix en Espagne ou en Grèce par exemple. En effet, lorsque l'on regarde la contribution des moyennes annuelles d'inflation nationales à l'écart au sein de la zone, (cf. tableau A), on s'aperçoit, par exemple, que l'inflation espagnole con-

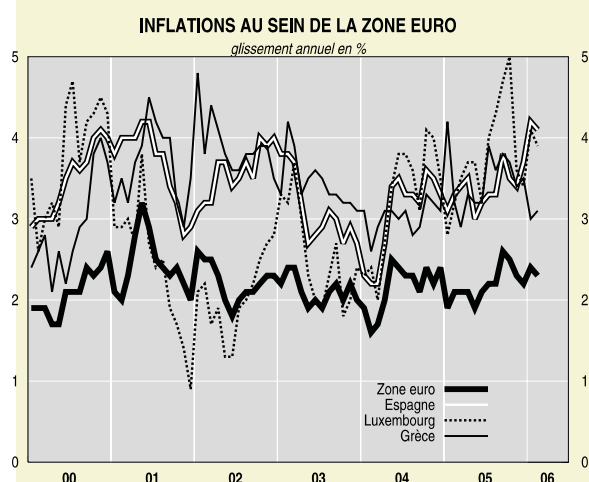


TABLEAU A : CONTRIBUTIONS NATIONALES AUX ÉCARTS D'INFLATIONS EN ZONE EURO

Pays	Inflation 2005	Contribution à l'inflation 2005	Écart à la moyenne 2005
Allemagne	1,9	0,5	-0,3
Autriche	2,1	0,1	-0,1
Belgique	2,5	0,1	0,3
Espagne	3,4	0,4	1,2
Finlande	0,8	0,0	-1,4
France	1,9	0,4	-0,3
Grèce	3,5	0,1	1,3
Irlande	2,2	0,0	0,0
Italie	2,2	0,4	0,0
Luxembourg	3,8	0,0	1,6
Pays-Bas	1,5	0,1	-0,7
Portugal	2,1	0,0	-0,1
Zone euro	2,2	2,2	-
Ecart maximal sur 2005	3	-	-

Données Eurostat. Calculs : Insee

tribue autant à l'inflation d'ensemble (0,4 point) que la France alors que son poids dans l'indice agrégé est deux fois plus faible.

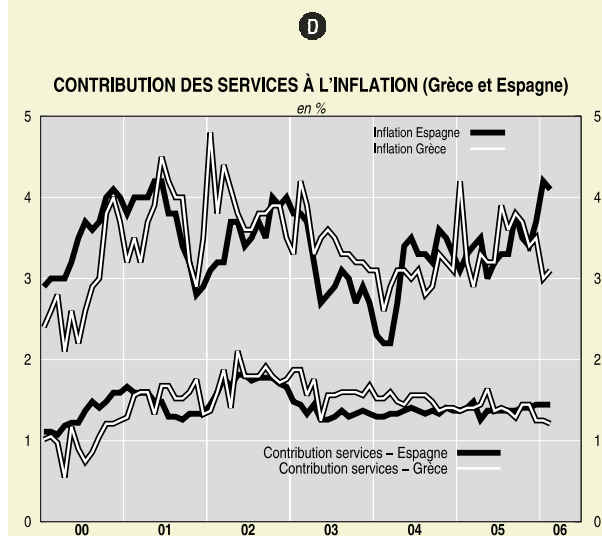
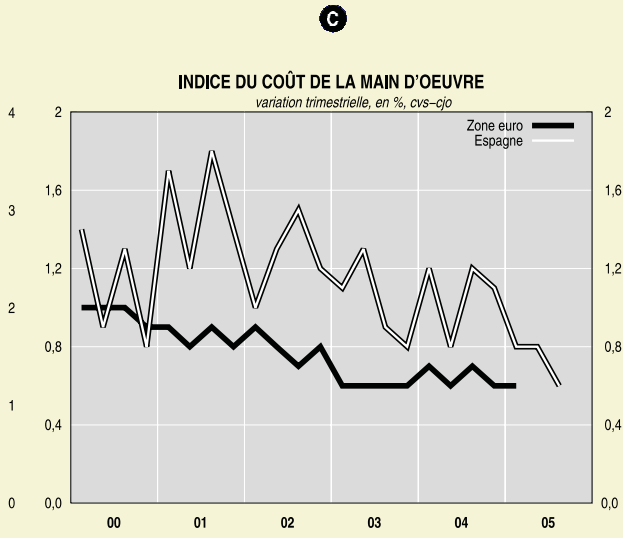
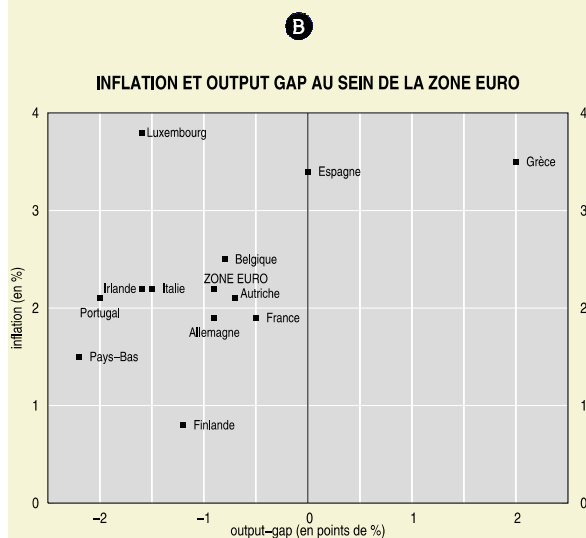
Cette dispersion accrue des rythmes d'inflation trouve pour partie son origine dans les écarts de conjoncture qui prévalent dans les pays de l'union monétaire. Les pays qui sont encore en haut de cycle ont logiquement une inflation plus élevée que celle de l'ensemble de la zone. Ainsi les Pays-Bas qui enregistraient un écart de production de -2,2 points pour 2005 bénéficient de l'un des taux d'inflation les plus faibles au sein des pays de l'union (+1,5% en moyenne annuelle pour 2005) (cf. graphique B). A l'inverse, la Grèce, dont l'output-gap ressort à +2,0 points enregistre une inflation supérieure de plus d'un point à la moyenne de la zone euro.

Outre ces écarts à la croissance potentielle, la persistance de niveaux élevés d'inflation traduit le processus de rattrapage dans lequel sont engagés les pays où l'activité a été plus dynamique ces dernières années : niveaux de

productivité, de prix relatifs à la consommation ou encore de richesse par tête convergent à travers des taux d'inflation particulièrement élevés (effet Balassa-Samuelson⁽¹⁾).

L'Espagne et la Grèce ont connu ou connaissent ce type de gains de compétitivité se traduisant par une progression plus élevée que la moyenne des coûts salariaux et la persistance d'une forte contribution des services à l'inflation (cf. graphique C et D).

Au total, les écarts d'inflation devraient donc se résorber en partie sous l'hypothèse de décélération des prix de l'énergie. Cependant, la croissance soutenue en Espagne et en Grèce⁽²⁾ par exemple, laisse présumer certaines tensions inflationnistes (climat de « surchauffe ») alors qu'à l'inverse, les pays à faible inflation, en particulier l'Allemagne, subissent des taux d'intérêts trop élevés qui entravent la reprise de l'activité. ■



(1) Dans ces pays, le secteur des biens échangeables (produits manufacturés) dégage des gains de productivité rapides autorisant des hausses de salaires plus élevées que la moyenne de la zone. Ces hausses de salaire se diffusent ensuite au reste de l'économie. Dans le secteur abrité de la concurrence internationale (services), les entreprises ajustent alors leurs prix au relèvement des coûts de production puisque les gains de compétitivité dans ce secteur sont limités.

(2) Prévisions de croissance Commission Européenne pour l'année 2006 (réalisées en automne 2005): +3,2% pour l'Espagne et 3,4% pour la Grèce, après +3,4% en Espagne, +3,7% en Grèce pour l'année 2005.

Pétrole et matières premières

Actuellement, le marché pétrolier est excédentaire et les stocks commerciaux américains de pétrole sont à un haut niveau. Pourtant, le prix du baril de Brent demeure élevé, car il est avant tout soumis aux aléas géopolitiques et climatiques. Ainsi, l'attente du règlement de la question iranienne sur la reprise de ses activités nucléaires et les multiples attaques contre les compagnies pétrolières au Nigeria exercent une pression quasi continue sur le prix du baril. L'annonce récente du maintien des quotas Opep n'a d'ailleurs eu qu'un impact très limité sur les cours. Néanmoins, compte tenu des dernières cotations observées et d'une offre anticipée capable a priori de répondre à la demande, une stabilisation à 60\$ est retenue comme hypothèse sur l'ensemble de la période de prévision (de mars à juin), soit une moyenne de 61\$ et 60\$ respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2006 (cf. tableau 1).

Contrairement au prix du pétrole qui s'est légèrement replié fin 2005, les cours des matières premières importées hors énergie ont de leur côté enregistré de nouvelles hausses au quatrième trimestre de 2005, après deux trimestres de quasi-stabilité. Les prix continueraient de progresser début 2006.

Le début de l'année 2006 a été marqué par une forte hausse du baril de Brent (+11% en janvier, cf. graphique 1), suite à deux événements majeurs intervenus sur la scène politique internationale : le conflit gazier entre la Russie et l'Ukraine et la reprise des activités nucléaires en Iran.

Le conflit opposant la Russie et l'Ukraine sur le prix du gaz a mis en évidence la dépendance énergétique des pays européens vis-à-vis de la Russie, premier producteur mondial de pétrole devant l'Arabie

Saoudite, et la nécessité de trouver d'autres sources d'approvisionnement. Suite à un désaccord sur le prix du gaz lors de négociations en date du 1^{er} janvier, l'entreprise russe Gazprom a en effet interrompu ses livraisons à Kiev, entraînant une réduction des exportations de gaz vers l'Europe transitant par l'Ukraine. Ainsi, la perte de confiance dans le fournisseur russe a eu immédiatement des répercussions sur le prix du baril de Brent. La résolution du différend, le 4 janvier, n'a pas permis la détente espérée, l'affaire nucléaire iranienne prenant le relais.

En dépit de la pression diplomatique de certains pays occidentaux, l'organisation iranienne de l'énergie atomique a en effet annoncé vouloir reprendre ses activités. L'Iran s'est de ce fait exposé à d'éventuelles sanctions économiques, auxquelles Téhéran pourrait répondre par une limitation de ses exportations de pétrole. Or en fournissant environ 4 millions de barils par jour (mb/j) de pétrole brut, l'Iran est le deuxième pays producteur de l'Opep. Le 6 février, la communauté internationale a décidé d'accorder un nouveau délai d'un mois aux dirigeants iraniens pour qu'ils se conforment à leurs obligations en matière de non-prolifération, et pour qu'ils acceptent un plan visant à confier à la Russie leurs activités d'enrichissement d'uranium. Le relâchement des tensions qui s'en est suivi a permis au prix du baril de refluer sous la barre des 60\$ dès le 10 février. Mais à l'approche de la nouvelle réunion tenue le 6 mars, le prix du Brent est de nouveau légèrement remonté. Dans la mesure où l'AIEA (Agence Internationale de l'Énergie Atomique) a décidé de renvoyer le dossier devant le Conseil de sécurité de l'Onu, l'affaire iranienne pourrait continuer d'exercer une pression sur les cours.

À ces deux principaux facteurs se sont ajoutées d'autres tensions politiques. De nombreux attentats ont été perpétrés dans le Nord de l'Irak début janvier, tandis qu'une mauvaise météo dans le Sud du pays a entraîné fin janvier une suspension des expor-

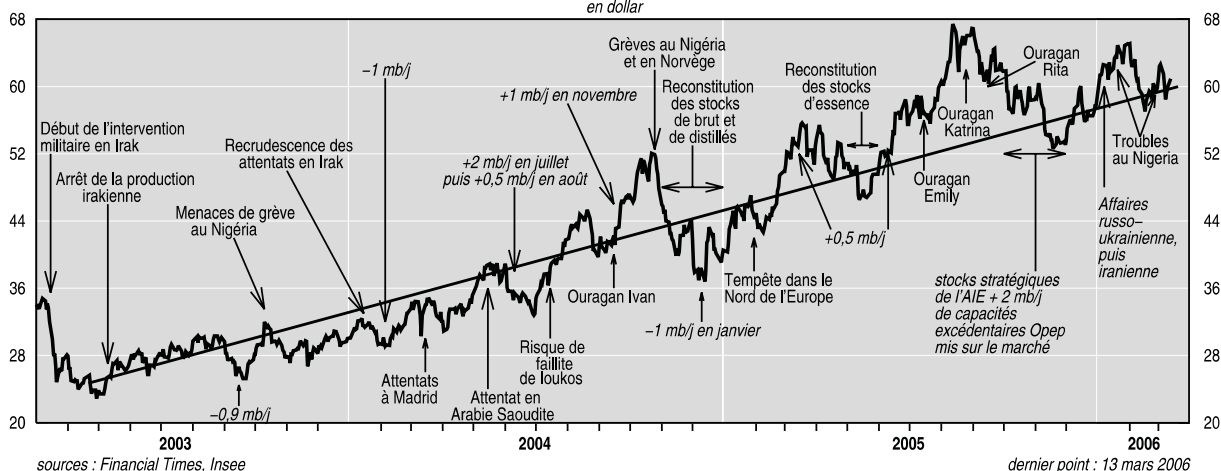
TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels										Niveaux annuels			
	2004				2005				2006		2003	2004	2005	2006 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.				
Baril de «brent daté» en dollars	31,8	35,4	41,6	44,1	47,6	51,6	61,5	56,9	61,0	60,0	28,8	38,2	54,4	60,5
Taux de change euro-dollar	1,25	1,20	1,22	1,30	1,31	1,26	1,21	1,19	1,20	1,20	1,19	1,24	1,24	1,20
Baril de «brent daté» en euros	25,4	29,5	34,1	34,0	36,3	41,0	50,8	47,9	50,8	50,0	23,3	30,8	44,0	50,4

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

ÉVOLUTION DU BARIL DE BRENT DEPUIS 2 ANS

en dollar



tations de brut. Les évolutions politiques au Proche-Orient ont également alimenté les tensions sur les cours. Enfin, mi-janvier et plus récemment, le 20 février, la production a été perturbée au Nigeria par de violentes attaques de militants séparatistes contre le groupe pétrolier Shell.

L'évolution du prix du baril de Brent reste ainsi suspendue à celle de différentes crises qui affectent actuellement le marché pétrolier. Néanmoins, le maintien des quotas de production Opep permet d'envisager une stabilisation des cours à l'horizon de la prévision.

Lors de sa réunion du 8 mars dernier, compte tenu des incertitudes géopolitiques actuelles, l'Opep a décidé de maintenir ses quotas de production et ce en dépit du repli saisonnier de la demande de pétrole au deuxième trimestre, avec l'arrivée du printemps. Dans ce contexte, la production anticipée devrait être supérieure à la demande au moins durant le premier semestre (cf. tableaux 2 et 3). Par ailleurs, les niveaux des stocks commerciaux américains demeurent élevés, en particulier ceux d'essence (cf. graphiques 2 et 3). Or ces derniers seront bientôt particulièrement regardés, puisque les pays consommateurs - les États-Unis surtout - profitent traditionnellement de la baisse de la demande au deuxième trimestre pour renflouer leurs stocks, avant la forte augmentation caractéristique de la *driving season*⁽¹⁾.

Au total, sous l'hypothèse d'une dissipation des troubles géopolitiques, on peut s'attendre à une stabilisation de la cotation du Brent, si bien que celui-ci pourrait fluctuer autour de 60\$ le baril d'ici la fin du deuxième trimestre.

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

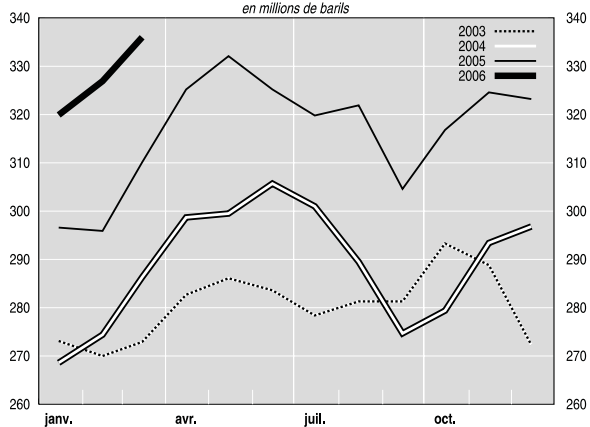
Après deux trimestres d'atonie, les cours des matières premières hors énergie, aussi bien industrielles qu'alimentaires, ont été orientés à la hausse au dernier trimestre de 2005.

Après deux trimestres de très faible progression, les prix des matières premières hors énergie sont repartis à la hausse au dernier trimestre de 2005 (+6,1%), pour atteindre des rythmes de croissance légèrement en dessous de ceux observés au début de l'année passée (cf. graphique 4). Plus précisément, les cours des matières industrielles ont fortement monté (+7,3%), les prix des matières alimentaires ayant augmenté de façon plus mesurée (+3,0%). Ce profil ascendant semble se poursuivre début 2006, l'indice d'ensemble s'étant accru de près de 4% en janvier par rapport au mois précédent.

La forte progression des cours des matières industrielles ces derniers mois s'explique essentiellement par la hausse des prix des matières premières minérales (+9,0%). Les prix des métaux non ferreux et précieux ont en effet évolué sur des rythmes de croissance supérieurs à 10% (+10,5% et +11,3% respectivement). À l'exception du minerai de man-

STOCKS COMMERCIAUX AMÉRICAINS DE PÉTROLE BRUT

en millions de barils



source : Institut américain du pétrole

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

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles								Données mensuelles		
	2005				2006				déc. 2005	jan. 2006	fév. 2006
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Opep excluant l'Irak											
Quotas de production	27,2	27,5	28,0	-	-	-	-	-	28,0	28,0	28,0
Production de pétrole brut ⁽¹⁾	27,0	27,5	28,1	28,4	28,0	28,0	28,0	28,0	28,4	27,9	27,8
Irak⁽¹⁾	1,8	1,8	2,0	1,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,5	1,5	1,8
Total OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs)^(2,3)	4,7	4,7	4,2	4,2	4,3	4,4	4,5	5,2	4,3	4,3	4,3
Total (y compris NGLs^(2,3)) Non Opep	50,3	50,5	49,7	50,0	50,6	51,1	51,3	52,1	50,4	50,4	50,7
dont : Amérique du Nord ⁽²⁾	14,4	14,6	13,7	13,6	14,2	14,3	14,3	14,4	14,0	14,1	14,2
Russie ^(1,2)	9,3	9,4	9,5	9,6	9,6	9,8	9,9	9,9	9,6	9,5	9,6
Europe ⁽²⁾	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	5,5	5,4	5,6	5,8	5,8	5,7
PRODUCTION TOTALE	83,7	84,5	84,0	84,2	84,5	85,2	85,6	87,1	84,6	84,2	84,6

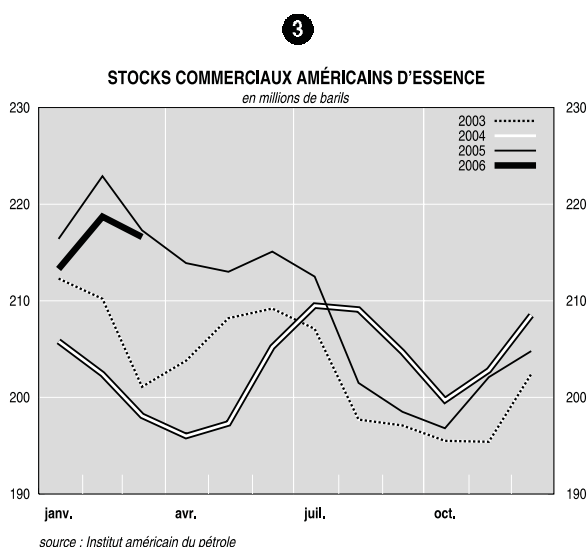
■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

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



ganèse et du nickel dont les cours se sont repliés suite à la révision à la baisse de la demande d'acier des principaux producteurs européens, le cuivre, l'aluminium, le plomb et le zinc ont vu leur prix s'envoler, atteignant des hausses comprises entre 12 et 30%. Les prix des métaux précieux ont aussi considérablement augmenté au dernier trimestre de 2005 : +14,0% pour l'argent, +10,5% pour l'or, +6,9% pour le platine et +27,7% pour le palladium. Enfin, les négociations actuelles entre sidérurgistes et sociétés minières sur la fixation annuelle du prix

du minerai de fer laissent présager une augmentation comprise entre 15 et 30% pour 2006 (après +71,5% en 2005).

En revanche, les prix des matières agro-industrielles ont connu des hausses plus modérées (+2,5%). En particulier, les prix des fibres textiles naturelles n'ont progressé que de 0,9%, la hausse du prix du coton ayant été en partie compensée par la baisse du prix de la laine. Les cours de la pâte à papier et des conifères ont également enregistré de modestes hausses (+1,7% et +1,9% respectivement). Les prix des cuirs se sont quant à eux légèrement repliés (-2,3%). Finalement, c'est surtout le renchérissement du prix du caoutchouc naturel (+9,4%) qui explique l'augmentation de l'indice des prix des matières agro-industrielles, le maintien à un niveau élevé des prix du pétrole ayant favorisé la demande de gomme naturelle aux dépens de celle de caoutchouc synthétique.

L'augmentation des prix des matières alimentaires a été essentiellement portée par la montée des cours du sucre (+25,1% au dernier trimestre de 2005 après +15,7% au troisième trimestre). Désirant réduire sa dépendance au pétrole, son premier producteur mondial, le Brésil, a multiplié les initiatives pour encourager la production d'éthanol à base de canne à sucre. La moitié de la production du pays sert ainsi aujourd'hui à la fabrication d'éthanol, composant

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

(en millions de barils par jour)

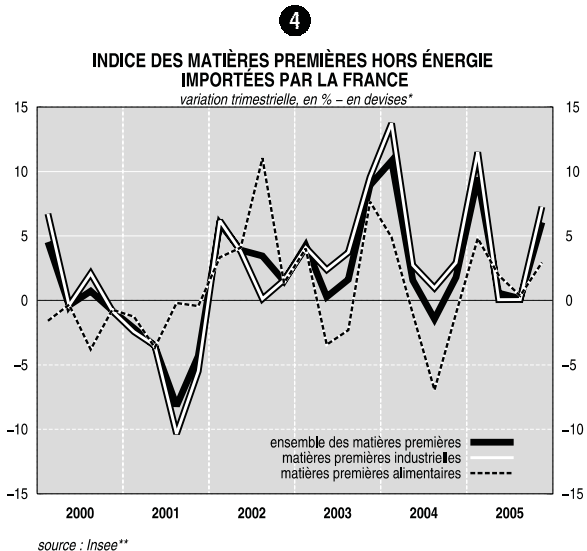
	Données trimestrielles								Variations trimestrielles (en %)							
	2005				2006				2005				2006			
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.
Amérique du Nord	25,5	25,3	25,5	25,4	25,6	25,6	25,9	26,2	-0,6	-0,9	0,7	-0,3	0,6	0,0	1,5	1,0
Europe	16,3	16,0	16,4	16,5	16,6	15,9	16,2	16,6	-2,2	-2,0	2,2	0,4	0,6	-3,7	1,9	2,5
Chine	6,6	6,4	6,6	6,8	6,8	6,9	7,0	7,3	-0,8	-2,1	3,4	2,0	1,0	0,3	2,0	3,9
Monde	84,1	82,0	82,9	83,9	85,1	83,3	84,3	86,3	0,4	-2,5	1,1	1,2	1,5	-2,2	1,4	2,3

■ Prévisions

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

principal d'un carburant utilisé par 40% des véhicules au Brésil. Avec la hausse des prix du pétrole, la demande auprès des raffineries d'éthanol a été dopée, ce qui a eu pour effet de propulser le prix de la livre de sucre à des sommets. De leur côté, les prix des denrées tropicales et des oléagineux sont restés quasiment stables fin 2005 (+0,4%). La hausse du prix de l'arabica (+1,6%) a en effet compensé la légère baisse du prix du thé (-0,7%). Parmi les oléagineux, seuls les cours des huiles d'olive et de palme ont progressé (+1,7% et +6,7% respectivement), les prix des fèves de soja ayant enregistré une forte baisse (-9,1%) suite à la hausse de la production aux États-Unis, premier producteur mondial, et à la diminution de la demande de soja à usage animal. Enfin, les prix des céréales sont restés globalement orientés à la hausse (+1,1%).

Début 2006, ces différentes évolutions semblent se poursuivre, l'indice d'ensemble ayant encore augmenté de 2,5% en février (après près de 4% en janvier) principalement sous l'effet de l'élévation des prix des matières industrielles. À noter également qu'une hausse des cours semble se profiler sur le marché des denrées tropicales, ce qui pourrait favoriser l'augmentation des prix des matières alimentaires. ■



* Chaque matière est cotée dans sa monnaie d'origine

** Indice calculé par l'Insee (cf. la publication mensuelle « Informations Rapides : prix du pétrole et des matières premières importées »)

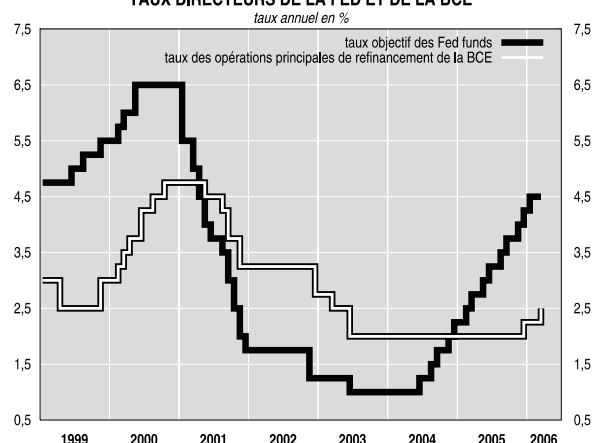
Financement de l'économie

La poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine n'ayant eu que peu d'incidence sur l'évolution des taux à long terme, la courbe des rendements des titres publics américains s'est partiellement inversée en ce début d'année 2006. Dans la zone euro, le relèvement modéré des taux directeurs opéré par la BCE s'est accompagné d'une légère hausse des taux longs et du taux de change de l'euro. De ce fait, les conditions monétaires et financières se sont quelque peu durcies, mais restent cependant favorables. En particulier, la faiblesse des taux d'intérêt continue de favoriser le recours au crédit. Ceci induit une forte progression de la masse monétaire, qui a toutefois été limitée au quatrième trimestre de 2005 par une réallocation des placements des agents en faveur d'actifs plus risqués, tels que les actions, dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance économique.

Aux États-Unis, l'inertie des taux longs face au relèvement des taux courts s'est traduite par une inversion partielle de la courbe des taux au début de l'année 2006

Fin janvier 2006, la Réserve fédérale américaine (Fed) a relevé d'un quart de point le taux objectif des Fed funds et l'a porté à 4,50% (cf. graphique 1). Il s'agissait du quatorzième relèvement consécutif de 25 points de base du principal taux directeur américain. Tout en indiquant qu'une nouvelle hausse des taux est probable, le dernier communiqué de presse de la Fed laisse envisager une fin prochaine du cycle de redressement des taux directeurs. Cependant, les minutes de la précédente réunion de la Fed font apparaître un désaccord entre les membres du Federal Open Market Committee sur le nombre de relèvements à opérer. Par ailleurs, le remplacement à la tête de la Fed d'Alan Greenspan par Ben Bernanke ne devrait pas provoquer d'inflexion majeure de la stratégie de politique monétaire américaine. En effet, le nouveau président de la Fed a annoncé que son action s'inscrirait dans le prolongement de celle de son prédécesseur. La seule divergence notable entre les approches des deux hommes est que Ben Bernanke, contrairement à Alan Greenspan, s'est toujours prononcé en faveur d'un objectif d'inflation annoncé. Cependant, le nouveau président de la Fed a indiqué qu'il ne souhaitait pas modifier le fonctionnement de la politique monétaire américaine dans un avenir proche.

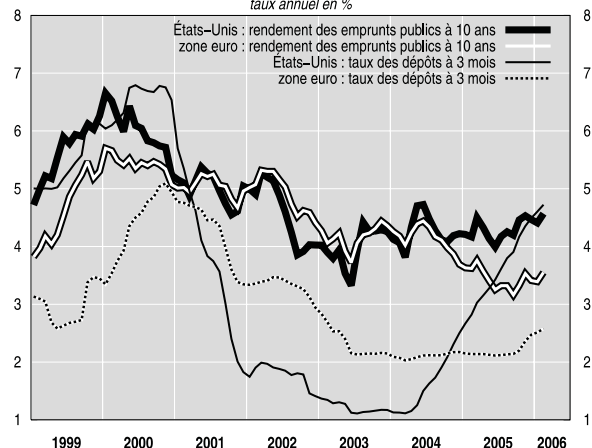
1
TAUX DIRECTEURS DE LA FED ET DE LA BCE



sources : DataInsight, Fed, BCE

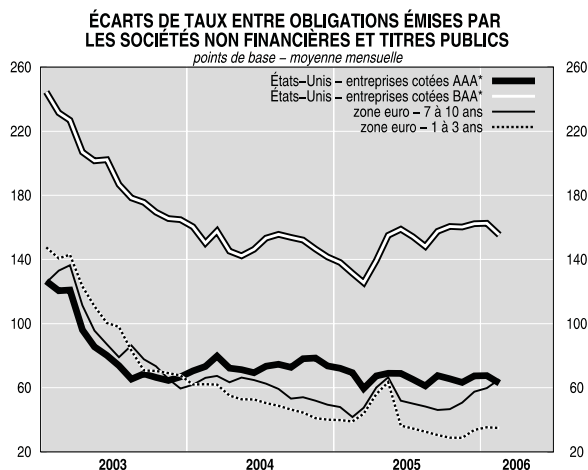
Malgré les relèvements successifs des taux directeurs, les taux longs américains ont peu augmenté depuis le début de 2005. Le rendement des obligations d'État à 10 ans s'est ainsi établi à 4,6% en moyenne en février 2006, contre 4,2% en février 2005 (cf. graphique 2). De ce fait, la courbe des rendements des emprunts publics américains continue de s'aplatir et s'est même partiellement inversée, avec un taux à 6 mois supérieur au taux à 10 ans en moyenne sur le mois de février. L'écart entre le taux à 3 mois et le taux à 10 ans des emprunts publics américains est passé de 160 points de base environ en février 2005 à moins de 10 points de base en février 2006. Par ailleurs, l'écart de rendement entre

2
ÉVOLUTION DES TAUX COURTS ET LONGS
AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



sources : DataInsight, BCE

3



sources : Banque de France, Department of Treasury, Moody's Investment

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

les titres d'entreprises et les titres de la dette publique demeurent faibles, même s'il s'est accru sur l'ensemble de l'année 2005 pour les entreprises cotées BAA (cf. graphique 3).

Dans la zone euro, le redressement modéré des taux d'intérêt et le léger rebond de l'euro induisent un durcissement des conditions monétaires et financières, qui demeurent toutefois historiquement favorables

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé le 1^{er} décembre 2005 de relever de 25 points de base ses taux directeurs, qui étaient inchangés depuis juin 2003. Les taux n'ont pas été modifiés lors des réunions mensuelles de

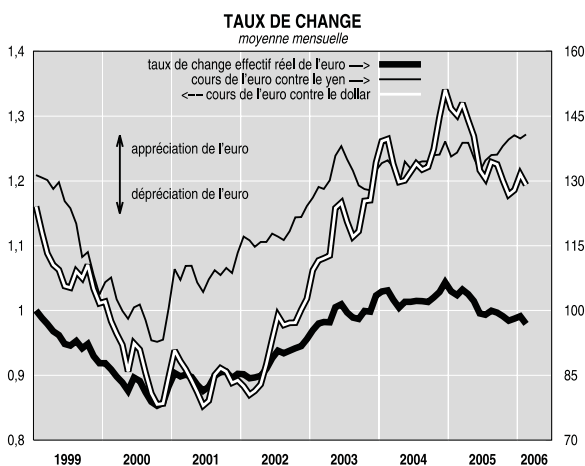
janvier et février 2006, mais ils ont de nouveau été relevés de 25 points de base début mars. Le principal taux directeur de la zone euro (taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement) a ainsi été porté à 2,50%. Dans les mois à venir, la BCE pourrait procéder à de nouvelles hausses de taux.

Depuis la fin de l'année 2005, la perspective d'un resserrement de la politique monétaire européenne a entraîné un léger redressement des taux longs dans la zone euro. Après avoir atteint un point bas à 3,2% en septembre 2005, le taux des obligations d'État à 10 ans de la zone euro s'est établi à 3,6% en moyenne en février 2006. L'écart de rendement entre les titres émis par les entreprises de la zone euro et les titres d'État s'est légèrement redressé en fin d'année 2005, mais reste à un niveau faible par rapport aux données historiques.

Le taux de change de l'euro, qui s'établissait à 1,31 dollar en début d'année 2005, a baissé jusqu'à 1,17 dollar début novembre, mais s'est légèrement redressé depuis, pour s'établir à 1,20 dollar en moyenne depuis le début de l'année 2006 (cf. graphique 4). La dépréciation de l'euro face au dollar sur l'ensemble de l'année 2005 peut avant tout s'expliquer par l'accroissement des écarts de taux d'intérêt entre les deux zones et par des perspectives de croissance plus élevées aux États-Unis. La remontée de l'euro au cours des derniers mois est probablement liée à l'amorce d'une remontée des taux directeurs dans la zone euro et à l'inflexion du discours de la Fed. À plus long terme, la monnaie américaine reste handicapée par le double déficit (public et extérieur) des États-Unis. En prévision, le taux de change de l'euro est supposé stable à 1,20 dollar.

Le léger rebond de l'euro et la remontée des taux d'intérêt enregistrée en fin d'année 2005 impliquent un durcissement des conditions monétaires et financières dans la zone euro (cf. graphique 5). Celles-ci demeurent toutefois favorables, du fait du niveau encore faible des taux d'intérêt.

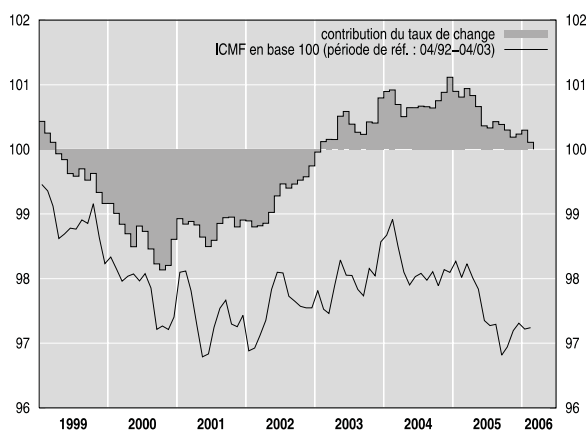
4



sources : DataInsight, DGTPE

5

INDICATEURS DES CONDITIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO



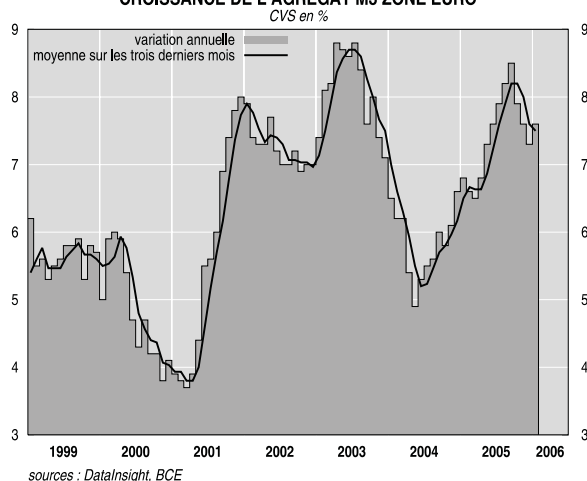
sources : DataInsight, DGTPE, Insee, BCE

Dans la zone euro comme en France, la masse monétaire ralentit légèrement, mais les crédits restent dynamiques

Dans la zone euro, le niveau bas des taux d'intérêt favorise le recours au crédit et la détention d'actifs monétaires, et a donc pour conséquence une très forte progression de la masse monétaire (cf. graphique 6). La croissance de l'agrégat monétaire M3 s'est certes infléchiée depuis quelques mois, avec une progression en glissement annuel de 7,6% en janvier 2006 contre 8,5% en septembre 2005, mais elle demeure très supérieure à la valeur de référence de 4,5% établie par la BCE. Par ailleurs, le ralentissement de la masse monétaire concerne essentiellement les éléments les moins liquides de M3. En effet, l'amélioration des perspectives de croissance se traduit par un ralentissement marqué de l'encours d'instruments négociables au profit d'actifs plus risqués, comme les actions. Les composantes les plus liquides de M3 (pièces et billets, dépôts à vue et à terme, comptes sur livrets) restent en revanche très dynamiques, ce qui indique que les taux d'intérêt stimulent encore fortement la croissance de la liquidité, notamment à travers l'octroi de crédits. Ainsi, le glissement annuel de l'encours de crédits des institutions financières monétaires (IFM) aux ménages a atteint 9,4% en janvier 2006. Les crédits à l'habitat constituent la composante la plus dynamique des crédits aux ménages, avec une croissance de 11,7% sur un an. Les crédits aux entreprises ont pour leur part progressé de 8,5% sur un an. Par ailleurs, les banques ayant répondu en janvier 2006 à l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro s'attendent à une hausse de la demande de crédits de la part des entreprises au premier trimestre de 2006. Selon cette même enquête, les ménages augmenteraient leur demande de crédits à la consommation, mais freineraient leur demande de crédits à l'habitat. Enfin, si le bas niveau des taux d'intérêt incite les entreprises à privilégier le financement par le crédit, celles-ci ont également augmenté leurs financements par émissions d'actions cotées (+3,7% sur un an en novembre 2005) et d'autres titres (+2,9%).

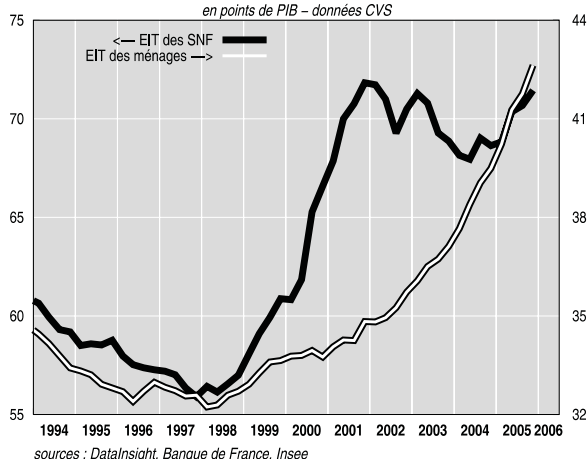
6

CROISSANCE DE L'AGRÉGAT M3 ZONE EURO



7

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



* 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.

En France, comme dans l'ensemble de la zone euro, la croissance de la liquidité s'est affaiblie depuis quelques mois, mais demeure élevée. Ainsi, la contribution de la France à l'agrégat M3 de la zone euro a augmenté de 8,1% en glissement annuel en janvier 2006, contre 9,9% en septembre 2005. Les crédits auprès des IFM progressent fortement, pour les ménages (+11,5% en glissement annuel en janvier 2006) comme pour les entreprises (+8,3%). Les crédits à l'habitat enregistrent une hausse record de 14,8%. Cette forte croissance des crédits induit une hausse de l'endettement intérieur total, qui atteint 7,7% en glissement annuel en décembre 2005 (cf. graphique 7). La croissance des financements de marché (+5,3%) est surtout le fait des administrations publiques, les sociétés non financières (SNF) ayant assez peu développé leur recours à ce type de financement (+0,3% seulement sur l'année 2005).

Portés par l'amélioration de l'activité économique et par les bons résultats financiers des entreprises, les cours boursiers ont fortement progressé en France comme dans la zone euro. Le CAC40 a ainsi enregistré une hausse de 24,7% entre février 2005 et février 2006 et l'indice DJ Euro Stoxx 50 a augmenté de 22,7% sur la même période. Dans le même temps, aux États-Unis, le Dow Jones n'a progressé que de 2,3%. La hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, qui favorise les achats d'obligations, a probablement freiné l'appétit des opérateurs de marché pour les actions. Enfin, au Japon, la perspective d'une embellie économique et d'une sortie de la déflation s'est traduite par une envolée des cours boursiers, avec une croissance de l'indice Nikkei de 40,2% entre février 2005 et février 2006. ■



Fiches Thématiques

France

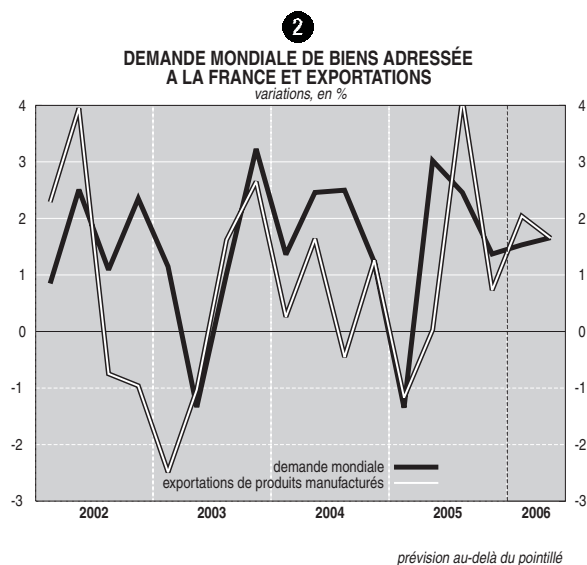
Échanges extérieurs

En 2005, les exportations françaises sont restées un peu en retrait au regard du dynamisme de la demande mondiale mais les perspectives de demande restent bonnes pour le début de l'année 2006, tant en provenance des pays de l'Union européenne que sur les autres marchés. Ainsi, au premier semestre de 2006, les conditions d'une reprise des exportations se trouveraient réunies.

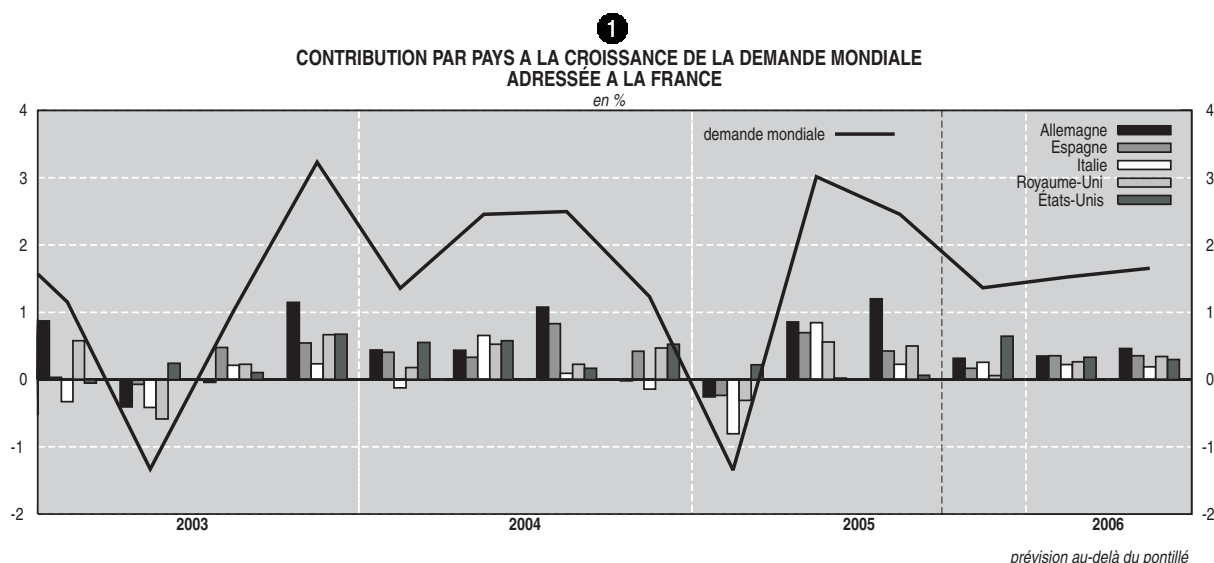
En réponse à une demande soutenue de la part des entreprises comme des ménages, les importations de produits manufacturés ont fortement progressé en 2005. Ce rebond est dû également à des évolutions de prix défavorables à la France. Au début de l'année 2006, les importations devraient progresser à un rythme soutenu malgré une légère pause dans l'augmentation de la demande des entreprises.

Après avoir faibli au quatrième trimestre, la croissance des exportations profiterait d'une demande mondiale toujours dynamique

La croissance des exportations de produits manufacturés a été relativement décevante au cours de l'année 2005 (+2,3% en moyenne annuelle), en dépit d'un vif rebond au troisième trimestre (+4,2%). Pourtant, la demande mondiale a été dynamique (+5,5% en moyenne par rapport à 2004) et une dépréciation de l'euro de 9,4% a rendu les produits français plus compétitifs (un euro valait 1,31 dollar au premier trimestre de 2005 contre 1,19 au quatrième trimestre). Les pertes de parts de marché sont



surtout concentrées dans les ventes de produits de l'industrie automobile et de biens intermédiaires qui se sont repliées en 2005 (-1,0% et -0,1%, respectivement). En revanche, les exportations de biens de consommation et de biens d'équipement ont fortement progressé (+7,8% et +3,7%, respectivement). Dans ce dernier secteur, le dynamisme des livraisons d'Airbus tout au long de l'année (210 en 2005 après 188 en 2004) a fortement joué.



PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 2000

(en %)

	2004		2005				2006		2004	2005	2006 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.			
Importations											
Ensemble des biens et services	1,7	1,0	0,9	1,4	2,7	2,4	1,6	1,5	6,1	6,6	6,4
Produits manufacturés	1,9	0,8	0,5	2,0	3,7	3,3	2,0	2,0	6,9	7,5	8,5
Exportations											
Ensemble des biens et services	0,0	1,1	-0,5	1,0	3,2	0,9	1,5	1,3	2,2	3,2	5,1
Produits manufacturés	-0,4	1,3	-1,2	0,0	4,2	0,7	2,0	1,6	4,2	2,3	5,9

Prévision

Pour le premier semestre de l'année 2006, les perspectives de demande en provenance des principaux partenaires de la France restent bien orientées, comme l'atteste le redressement des carnets de commandes à l'étranger dans les enquêtes jusqu'à février. En particulier, la demande en provenance du Royaume-Uni et de l'Allemagne serait robuste au premier trimestre puis accélérerait légèrement. L'Espagne, où les parts de marché de la France sont particulièrement importantes, devrait stabiliser ses commandes à un niveau élevé. Les exportations françaises pourraient aussi profiter d'une demande toujours dynamique en provenance de marchés tiers, tels que les marchés asiatiques, ceux des pays du Moyen-Orient et de la Communauté des États Indépendants (CEI). Les pays producteurs de pétrole devraient notamment continuer à « recycler » dans le commerce international les surplus de revenus pétroliers engrangés depuis plus de trois ans.

En 2005, le taux de change effectif réel de la France a diminué de 1,4% en moyenne annuelle (après 3 ans de hausse) augmentant la compétitivité des produits français. A l'horizon de la prévision, le contexte de change devrait être favorable à une stabilisation de la compétitivité-prix à son niveau actuel.

Dans ces conditions, la hausse des exportations de produits manufacturés serait de 2,5% au premier trimestre 2006 et 1,6% au deuxième, ce qui porterait l'acquis de croissance pour 2006 à +6,4%. Toutefois, ce scénario n'est pas exempt d'incertitudes,

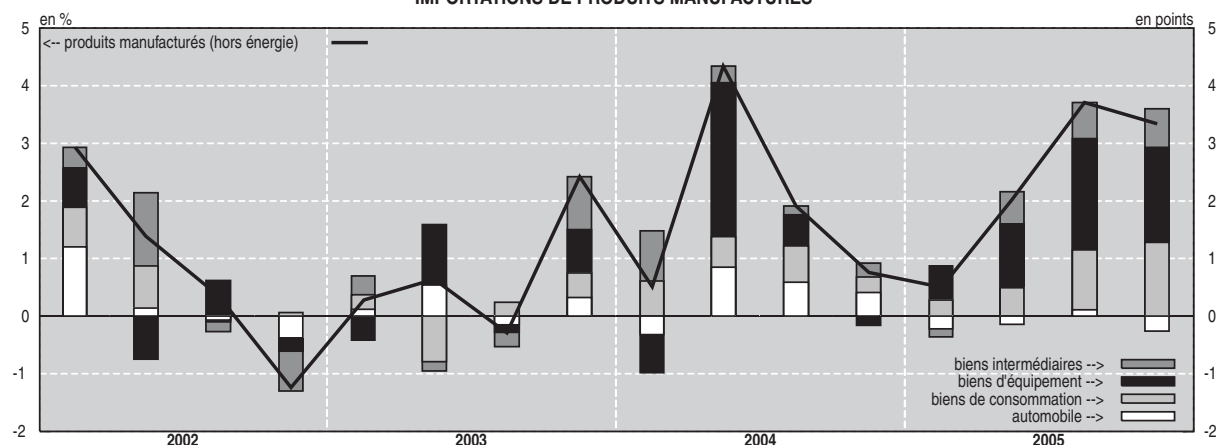
s'agissant notamment de la capacité des exportateurs français à maintenir leurs parts de marché et l'effet sur la compétitivité-prix d'un taux de change de l'euro toujours élevé.

Les importations de produits manufacturés, en forte hausse en 2005, resteraient dynamiques au premier semestre de 2006

Les importations de produits manufacturés ont fortement progressé en 2005 (+7,5% en moyenne annuelle). Le dynamisme des achats à l'étranger découle de la vigueur de la demande finale des entreprises (stockage et investissement), à laquelle s'est ajoutée celle des ménages en fin d'année. La demande s'est notamment orientée vers des produits à fort contenu en importations, comme les produits électriques et électroniques, l'habillement et certains biens d'équipement. En outre, la hausse des importations en 2005 a été favorisée par des évolutions de prix peu favorables à la France. En effet, le rapport entre les prix d'importation et les prix intérieurs, qui reflète la compétitivité-prix des produits étrangers sur le marché français, a cédé 2,1% en 2005, comme en 2004. Les pertes de compétitivité-prix à l'importation ont été particulièrement marquées pour les biens d'équipement et les biens de consommation, dont les achats ont été très vigoureux en 2005 (+12,5% et +10,7%, respectivement).

3

CONTRIBUTION PAR POSTE A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



En dépit du niveau élevé des cours du pétrole atteint en 2005, les volumes d'énergie importés ont augmenté de 8,7% par rapport à 2004. La hausse considérable des importations d'énergie en valeur (36,3% en 2005) reflète donc, à la fois, la hausse des prix et celle des volumes. Le déficit extérieur énergétique cumulé sur l'ensemble de l'année 2005 atteint un niveau record : 37,1 milliards d'euros, après 28,6 milliards en 2004.

Au premier trimestre de 2006, les importations de produits manufacturés pourraient refléter les effets du ralentissement de l'investissement des entreprises. Ainsi, les importations ne renoueraient pas avec leur dynamisme antérieur et sans doute en partie exceptionnel (+3,6% et +3,3%, respectivement, au troisième et quatrième trimestre de 2005) ; le rythme de croissance des importations de produits manufacturés s'infléchirait au premier semestre de 2006,

à +2,0% environ par trimestre. Dans ces conditions, l'acquis de croissance des importations de produits manufacturés pour 2006 s'élèverait déjà à +8,5% à la fin du premier semestre.

Comptablement, les échanges extérieurs en produits manufacturés ont pesé négativement sur la croissance du produit intérieur brut en 2005 (à hauteur de -1,0 point) ; l'acquis de contribution à la fin du deuxième trimestre de l'année 2006 (-0,4 point) traduit une dynamique similaire à celle des deux dernières années. Compte tenu des incertitudes pesant à la fois sur l'évolution des parts de marché de la France et de la compétitivité-prix de ses produits, l'impact du commerce extérieur sur la croissance du Produit Intérieur Brut pourrait de nouveau être fortement négatif en 2006, après -1,0 en 2005 et -1,1 en 2004. ■

Le solde commercial de la France s'est dégradé de 17,9 milliards d'euros en 2005. Le déficit commercial atteint un niveau sans précédent : -33,9 milliards d'euros pour le solde Caf-Fab⁽¹⁾ et -22,2 pour le solde Fab-Fab. Ce déficit n'est pas dû qu'à la lourdeur de la facture énergétique qui s'est creusée de 8,7 milliards d'euros pour atteindre le niveau record de 37,4 milliards d'euros. Le solde des échanges de produits manufacturés s'est également dégradé, de 6,8 milliards d'euros. Traditionnellement excédentaire, il est ainsi devenu déficitaire pour la première fois depuis près de quinze ans (-5,6 milliards d'euros). Ce sont les échanges de la France avec l'Allemagne et avec la Chine qui y ont le plus contribué.

Pour la première fois depuis près de quinze ans, le solde des échanges de produits manufacturés est déficitaire

Au cours des trois dernières années, le solde des échanges de produits manufacturés s'est creusé : de 6,8 milliards d'euros en 2005 après 6,3 milliards en 2004 et 2,6 milliards en 2003. En 2005, l'impact des échanges de produits de l'industrie automobile a été déterminant ; bien qu'il soit resté excédentaire, le solde de ces produits s'est contracté de 3,8 milliards d'euros pour s'établir à son plus bas niveau depuis 6 ans (+8,4 milliards d'euros). Cette dégradation résulte des effets conjugués du repli des exportations (-2,4%) et d'une hausse relativement forte des importations (+6,1%). La vive progression des importations est probablement en partie due à des échanges intra-groupes ; elle est en effet imputable à une explosion des achats à la République tchèque et à la Slovaquie (+53,5% et +69,0%, respectivement), pays où les entreprises françaises ont précisément délocalisé une partie de leur production. Par ailleurs, le déficit des échanges de biens intermédiaires se creuse également, à hauteur de 2,3 milliards d'euros, à cause du dynamisme des importations (+6,8%). Il atteint ainsi un niveau exceptionnellement élevé (-7,6 milliards d'euros).

(1) Le solde commercial dont la décomposition est présentée ci-dessous est mesuré CAF-FAB. Dans la valeur des importations CAF sont comptabilisés des coûts de transport (et d'assurance) correspondant au trajet effectué entre les frontières des pays partenaires. Le solde CAF-FAB est donc inférieur au solde FAB-FAB ; en valeur absolue, la différence est égale à la correction CAF-FAB des importations. Celle-ci n'étant connue que globalement, seul le solde CAF-FAB peut être décomposé par type de produits.

Le dynamisme des achats à la Chine et les échanges avec l'Allemagne ont contribué à creuser le déficit commercial de la France

Le solde des échanges de biens avec l'Allemagne, certes structurellement déficitaire, s'est continuellement creusé depuis 2003 et la tendance s'est accentuée en 2005 : il s'établit à -15,2 milliards d'euros après -11,0 milliards en 2004 et -8,9 milliards en 2003. Cette dégradation est le reflet des différences de comportements des agents économiques dans ces deux pays. Plus dynamique en France, la demande intérieure stimule les importations, alors qu'en Allemagne, où elle est au contraire atone, on importe moins et les entreprises écoulent davantage leur production sur les marchés extérieurs, ce qui soutient les exportations. Le déséquilibre est particulièrement net pour les échanges de biens d'équipement, dont le solde se dégrade de 2 milliards d'euros en 2005, pour les produits énergétiques (-1 milliard) et pour les produits de l'industrie automobile (-0,6 milliard).

Les échanges de la France avec la Chine se sont soldés par un déficit commercial important en 2005 : il atteint 15 milliards d'euros, soit une dégradation de près de 4 milliards d'euros par rapport à 2004. Les ventes à la Chine sont pourtant dynamiques (+9,7% en 2005) mais elles ne s'envolent pas, contrairement aux achats de la France, en hausse de 25,5%. Les achats de biens de consommation, en hausse de +27,3%, représentent près de la moitié des achats de la France à la Chine, et le solde des échanges en biens de consommation s'est dégradé de près de 2 milliards d'euros en 2005. La forte percée du textile chinois (+69,0% en 2005), consécutive à la levée des derniers quotas en janvier 2005, est l'une des causes du déséquilibre des échanges de la France avec la Chine, mais ce n'est pas la seule. Le dynamisme des achats de biens d'équipement du foyer (+22,3% en 2005) a notamment joué. ■

Éléments du compte des administrations publiques

La croissance des recettes fiscales⁽¹⁾ a atteint +4,0% en 2005 après +6,1% en 2004.

Ce fléchissement a reposé sur la décélération des impôts sur la production et les importations qui ont ralenti à +3,1% en 2005 après +6,7% en 2004 et des impôts en capital qui ont freiné à +1,4% après +15,9%. Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine ont accéléré à +5,4% après +5,0%.

Au premier semestre de 2006, les recettes fiscales ralentiraient à -0,3% par rapport au second semestre de 2005 sous l'effet de l'aménagement du régime des acomptes d'impôts sur les sociétés intervenu à la fin 2005.

(1) Les recettes fiscales regroupent :

- les impôts sur la production et les importations dont TVA, TIPP, taxe professionnelle, taxe foncière,
- les impôts sur les revenus et les patrimoines des sociétés et des ménages,
- les impôts en capital, soit essentiellement les droits de mutation.

En 2005, les impôts sur la production et les importations ont décéléré à +3,1% en 2005 après +6,7% en 2004

Les impôts sur la production et les importations ont contribué pour 1,8 point à la croissance des recettes fiscales perçues par les administrations publiques entre 2004 et 2005 (+4,0% après +6,1%). Ils ont ralenti en 2005 après leur croissance exceptionnelle de 2004 (+3,1% après +6,7%).

Ce ralentissement recouvre cependant des évolutions différentes selon les types d'impôts.

Soutenant pour une large part l'augmentation 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 +3,2% en 2005. Cette hausse relativement modérée intervient cependant après la très forte accélération de 2004 à +7,9% et contribue ainsi au ralentissement des impôts sur la production et les importations. Le ralentissement des recettes de TVA reflète celui des

IMPÔTS PERÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

	Glissements trimestriels (en %)					Niveaux en milliards d'euros			Moyennes annuelles (en %)		
	2004		2005		2006	2003	2004	2005	2003	2004	2005
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Impôts sur la production et les importations (56,9%)	4,4	2,7	0,3	1,5	1,5	237,0	252,9	260,7	2,5	6,7	3,1
TVA totale grevant les produits (26,0%)	6,0	2,1	0,1	2,1	1,9	107,1	115,5	119,2	3,2	7,9	3,2
Impôts spécifiques sur les produits (15,2%)	3,3	1,0	-0,1	1,4	2,0	64,6	67,4	68,4	1,0	4,3	1,5
Impôts sur les salaires et main-d'œuvre (4,3%)	0,0	14,4	1,5	1,3	-0,9	17,3	18,9	20,6	4,1	8,9	9,2
Autres impôts liés à la production (11,4%)	3,8	2,1	0,9	0,6	1,1	47,7	50,8	52,2	2,4	6,6	2,7
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (41,2%)	4,3	2,3	2,9	6,0	-2,7	174,2	182,8	192,7	-0,5	5,0	5,4
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (8,5%)	13,2	3,5	-12,2	43,2	-20,8	32,5	37,8	38,6	-13,9	16,1	2,3
Impôts sur le revenu versés par les ménages (29,1%) ⁽²⁾	2,8	2,0	6,3	-1,7	2,8	126,6	129,1	136,7	3,2	2,0	5,8
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine (3,3%)	-2,0	0,4	7,7	-1,5	5,6	13,8	14,6	15,8	3,5	5,9	8,1
Impôts en capital (1,9%)	10,0	1,6	5,4	1,3	-1,2	7,4	8,5	8,7	3,1	15,9	1,4
Total des impôts perçus par les APU	4,4	2,5	1,5	3,4	-0,3	418,6	444,2	462,1	1,2	6,1	4,0

Prévision

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

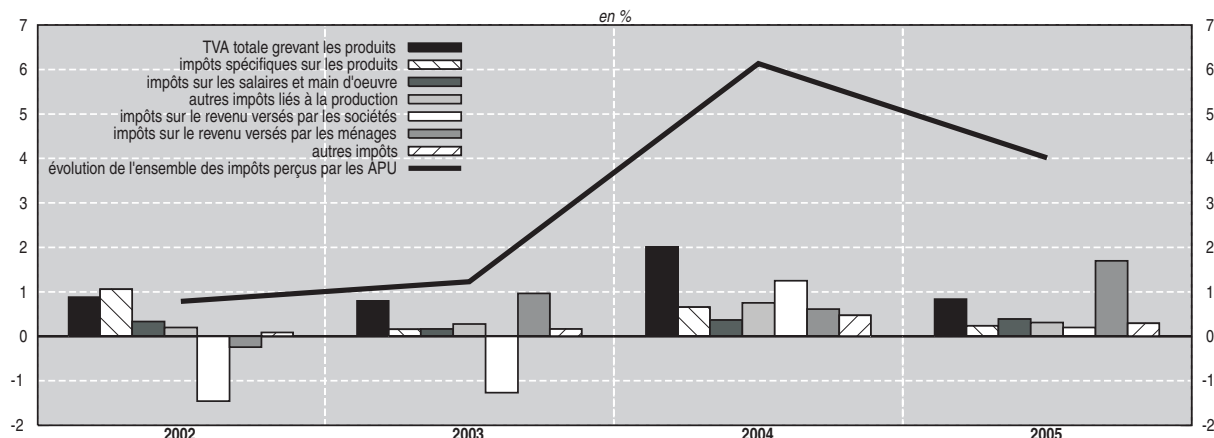
(1) Centrales, locales et de sécurité sociale

(2) Recouvrant notamment l'impôt sur le revenu proprement dit (IRPP) et la CSG

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

NB : 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



consommations finales (+2,1% en 2005 après +2,3% en 2004) et intermédiaires⁽²⁾ (+1,8% après +2,9%).

De la même manière, les impôts spécifiques sur produits comprenant notamment la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) et les taxes sur les alcools et tabacs, ont contribué fortement au ralentissement des impôts sur la production et les importations. Ceux-ci ont nettement décéléré en 2005 par rapport à 2004, passant de +4,3% à +1,5%, la TIPP étant la cause de ce mouvement.

Également, les recettes sur les « autres impôts liés à la production »⁽³⁾ ont ralenti en 2005 (+2,7% après +6,6%). Ce tassement a été essentiellement induit par celui de la taxe professionnelle.

Enfin, seuls les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre ont crû plus vite en 2005 passant de +8,9% en 2004 à +9,2% en 2005. Cette légère accélération est venue de la montée en charge de la contribution solidarité instaurée au 1^{er} juillet 2004 et de l'accroissement de la masse salariale.

Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine restent dynamiques en 2005 (+5,4% après +5,0% en 2004)

Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine contribuent pour 2,2 points à la croissance des recettes fiscales en 2005. Ils ont crû, une nouvelle fois, de

manière soutenue (+5,4% en 2005 et +5,0% en 2004). Si en 2004 cette hausse était venue pour l'essentiel des impôts sur le revenu versés par les sociétés (+16,1% en 2004 après -13,9% en 2003), elle a résulté en 2005 principalement de l'augmentation des impôts sur le revenu versés par les ménages. Les impôts sur le revenu versés par les sociétés ont fortement décéléré en 2005, tandis que les « autres impôts sur le revenu et le patrimoine »⁽⁴⁾ accélèrent régulièrement depuis 2003.

Les impôts sur le revenu acquittés par les ménages ont augmenté plus vite en 2005 qu'en 2004 (+5,8% après +2,0%). L'absence de mesures nouvelles d'allègement de l'impôt sur le revenu des ménages (comme ce fut le cas en 2004) ainsi que l'élargissement de l'assiette et le relèvement des taux de la contribution sociale généralisée (CSG) ont stimulé la croissance de l'impôt.

Les impôts sur le revenu versés par les sociétés financières et non financières ont fortement décéléré en 2005 (+2,3% après +16,1% en 2004). La hausse notable de 2004 provenait d'un rebond de l'impôt sur le revenu versé par les sociétés faisant suite à deux années consécutives de baisse marquée de cet impôt ; la croissance modérée de 2005 apparaît comme un retour à un régime de croissance moyen. L'aménagement du régime des acomptes d'impôt sur les sociétés ne compense qu'en partie le ralentissement des bénéfices des entreprises pour 2005 et la suppression de la surtaxe sur l'impôt sur les sociétés.

L'accélération des « autres impôts sur le revenu et le patrimoine » (+8,1% après +5,9% en 2004) est venue du redressement des recettes d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF). Cette reprise a résulté en partie de la hausse des prix du marché de l'immobilier.

Enfin, les impôts en capital, constitués pour l'essentiel des droits de succession et des droits de donation, ont décliné en 2005. Relancés en 2004 par les avantages temporaires consentis en matière de do-

(2) Une augmentation des consommations intermédiaires augmente temporairement les recettes de TVA du fait du décalage entre les versements de TVA. Les entreprises paient en effet la TVA sur leurs consommations intermédiaires, mais n'en sont remboursées que lors de la vente de leurs produits finis, lorsqu'elles déduisent de la TVA reversée à l'État la TVA payée lors de leurs achats initiaux.

(3) Ces impôts comprennent essentiellement la taxe professionnelle et la taxe foncière.

(4) Composés pour l'essentiel de la taxe d'habitation et de l'impôt de solidarité sur la fortune, ces impôts sont uniquement à la charge des ménages.

nation en pleine propriété⁽⁵⁾, les impôts en capital ont moins augmenté en 2005.

Au premier semestre de 2006, les recettes fiscales des administrations publiques diminueraient de -0,3% en glissement semestriel (après +3,4% au second semestre de 2005)

Le ralentissement des recettes des administrations publiques au premier semestre de 2006 proviendrait principalement du renversement des impôts courants sur le revenu et le patrimoine (-2,7 % après +6,0%) généré par les impôts sur le revenu versés par les sociétés (-20,8% après +43,2%). La stagnation de la croissance des impôts sur la production et les importations (+1,5%) ne permettrait pas de maintenir le rythme de progression des recettes fiscales du second semestre de 2005.

Les impôts sur le revenu et le patrimoine diminueraient au premier semestre de 2006, passant de +6,0% au second semestre de 2005 à -2,7%. Ce renversement serait imputable aux moindres recettes d'impôts sur le revenu versés par les sociétés (-20,8% après +43,2% au second semestre de 2005). L'aménagement du régime d'acomptes intervenu en décembre 2005 diminue en effet d'autant le solde attendu de l'IS au deuxième trimestre de 2006.

La hausse des revenus de l'année 2005 engendrerait, en revanche, des recettes supplémentaires d'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) en 2006. De même, la progression des revenus de 2006 se traduirait par une hausse de la CSG en 2006. Les impôts sur le revenu versés par les ménages augmenteraient donc au premier semestre de 2006 (+2,8% après -1,7% au second semestre de 2005).

Les impôts sur la production et les importations continueraient de croître au premier semestre de 2006 sur un même rythme qu'au second semestre de 2005 (+1,5%). Ils seraient soutenus par les impôts spécifiques sur les produits (+2,0% après +1,4% au second semestre de 2005) qui accélèreraient de concert avec la consommation d'énergie et par les « autres impôts liés à la production » (+1,1% après +0,6%). Ces derniers résulteraient plus de la progression soutenue des bases d'imposition de la taxe professionnelle et de la taxe foncière que de l'évolution de la pression fiscale exercée par les collectivités locales (+2,0% en 2006 après +3,1% en 2005)⁽⁶⁾. Mais ces accélérations seraient compensées par le ralentissement des recettes de TVA (+1,9% après +2,1%) et la diminution des impôts sur les salaires et

main-d'œuvre (-0,9% après +1,3%) au premier semestre de 2006.

La baisse des impôts sur les salaires et main-d'œuvre proviendrait du rabaissement des taux d'assurance garantie salaire (AGS)⁽⁷⁾ et de l'évolution de la masse salariale sur laquelle sont indexées les taxes sur les salaires et les autres cotisations (cf. encadré « Modifications de taux » de la fiche « Revenus des ménages »).

La diminution des impôts en capital au premier semestre de 2006 (-1,2% après +1,3%) serait imputable à la fin de l'effet d'appel induit par les mesures favorisant les donations. ■

(5) 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.

(6) Source : Dexia.

(7) L'AGS est destinée au financement de l'avance des salaires et indemnités lorsque l'entreprise, en cas de faillite, ne dispose pas des fonds nécessaires pour les verser.

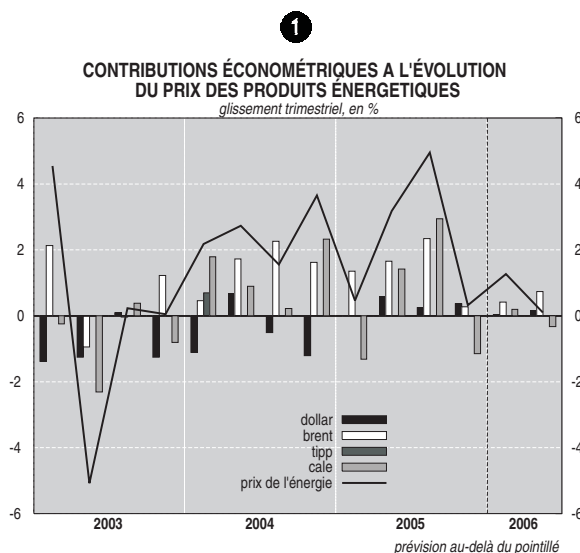
Prix à la consommation

Au second semestre de 2005, l'inflation s'est redressée sensiblement, affichant 2,2% en septembre après 1,7% en juin, avant de refluer (+1,5% en décembre 2005). Ces mouvements s'expliquent principalement par ceux des prix de l'énergie. Parallèlement, l'inflation sous-jacente a légèrement décéléré à l'automne (+0,9% en décembre 2005, après +1,1% en juin), dans le sillage du ralentissement des prix des produits manufacturés.

Au premier semestre de 2006, l'inflation sous-jacente progresserait légèrement (+1,2% en juin 2006). La remontée du prix des matières premières ainsi que la légère accélération des salaires intervenue au second semestre de 2005 soutiendraient ce mouvement. Pour autant, la diffusion très limitée du choc pétrolier de 2004-2005 et l'absence d'effet de second tour se confirment. Le glissement annuel de l'indice d'ensemble s'inscrirait en baisse après un début d'année marqué par la conjonction défavorable d'un regain des prix de l'énergie et d'un effet de base consécutif aux baisses exceptionnelles enregistrées en janvier 2005. Ainsi, sous les hypothèses d'un taux de change de l'euro à 1,20 dollar et d'un cours du baril de pétrole stable autour de 60 dollars, la légère hausse de l'inflation sous-jacente serait compensée par la décélération des prix de l'énergie. Au total, l'inflation s'établirait à 1,6% en juin 2006 alors qu'elle était de 1,9% en février 2006.

La diminution progressive de la composante énergétique constituerait le principal moteur de la baisse de l'inflation

Au troisième trimestre de 2005, l'envolée des prix du pétrole et la montée parallèle des marges de raffinage ont conduit le glissement des prix des produits pétroliers à un taux record de 22,9% en septembre 2005. La progression des prix de l'énergie s'est toutefois rapidement ralentie en fin d'année avec la décline du cours du Brent. Le glissement annuel des prix de l'énergie s'affichait ainsi à 8,2% en décembre 2005 (+11,1% pour le poste « produits pétroliers », cf. tableau). Ce repli de l'inflation énergétique, qui expliquait grandement la baisse de l'inflation d'ensemble, n'a été que de courte durée. Les nouvelles hausses du prix du baril de pétrole survenues en début d'année 2006 ont de nouveau gonflé les prix de l'énergie portant le glissement annuel à 10,7% en février.



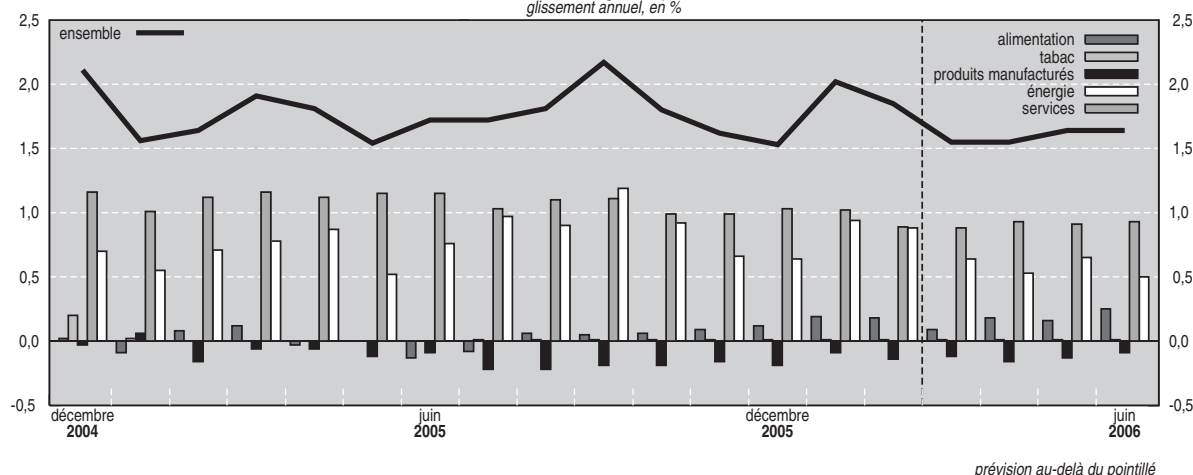
Au premier semestre de 2006, sous les hypothèses d'un taux de change de l'euro au voisinage de 1,20 dollar et d'un cours du baril de pétrole proche de 60 dollars, l'inflation énergétique dégonflerait progressivement (cf. graphique 1). Le glissement annuel des prix de l'énergie s'établirait à 6,1% en juin 2006 après 7,8% en mars. Leur contribution à l'inflation d'ensemble diminuerait ainsi de moitié en six mois (cf. graphique 2). Outre l'augmentation prévue en avril des prix du gaz de ville du fait de l'indexation des cours sur les évolutions passées du pétrole, certains aléas haussiers sur les prix du pétrole (cf. fiche « Pétrole et matières premières ») pourraient venir contrecarrer le ralentissement prévu des prix de l'énergie.

Le dynamisme des prix alimentaires resterait contenu

Les prix alimentaires ont fortement accéléré au second semestre de 2005. Leur glissement annuel a atteint +0,7% en décembre 2005, après -0,8% en juin. Cette progression ne s'explique qu'en partie par la sortie de glissement des fortes baisses intervenues au second semestre de 2004 - application des accords du 17 juin 2004. En effet, les efforts de modération tarifaire des industriels et des distributeurs ont compensé en partie le redressement mécanique des prix. En revanche, le renchérissement saisonnier des produits frais, plus marqué cet hiver, fait suite aux fortes baisses de prix enregistrées à l'été (+1,9%

DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION EN FRANCE

contributions des grands postes
glissement annuel, en %



en décembre après -1,5% en juin 2005). Il explique d'ailleurs l'augmentation du glissement du mois de février 2006 : +1,1%.

Le glissement annuel des prix alimentaires s'accroît à 1,4% en juin 2006. La diffusion des hausses passées des prix du pétrole et des matières premières (flambées successives du cours du sucre par exemple) soutiendrait les prix de l'alimentaire hors frais (+1,0% en juin 2006 après +0,7% en janvier). Cependant, dans un contexte de pressions sur les marges, cet effet serait amorti (*cf. graphique 3*). Par ailleurs, le glissement annuel des prix des produits frais ralentirait très légèrement (+2,5% en juin 2006 après +2,7% en février) malgré un aléa haussier sur les prix de la viande dû à l'épizootie de grippe aviaire (*cf. encadré « une première estimation des effets économiques de la grippe aviaire en France (cantonée aux animaux) »*). À noter l'effet de base

des augmentations exceptionnelles enregistrées au premier trimestre 2005 qui ferait temporairement chuter le glissement annuel des prix des produits frais en milieu de semestre (-1,6% en mars 2006).

Le glissement annuel des prix des produits manufacturés demeurerait négatif

Le glissement annuel des prix des produits manufacturés est resté relativement faible tout au long du second semestre de 2005 (-0,6% en décembre 2005, après -0,3% en juin).

Au premier semestre de 2006, le glissement annuel des prix des produits manufacturés resterait stable autour de -0,3% de janvier à juin 2006. La pression induite par les prix de production, répercutant les

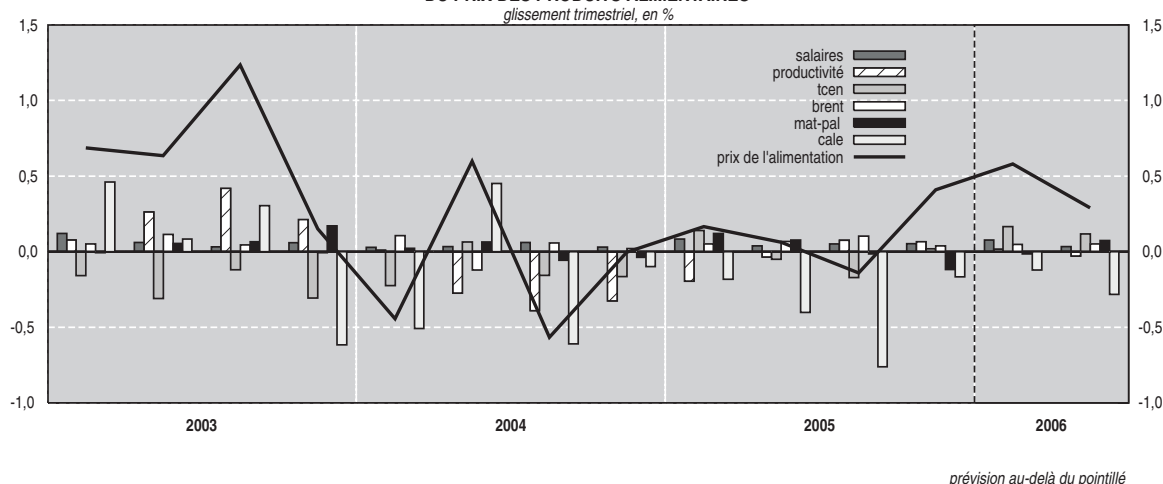
TABLEAU : LES PRIX À LA CONSOMMATION

Regroupements IPC (pondérations 2006)	Glissements annuels					(évolution en %)	
	février 2005	juin 2005	déc. 2005	février 2006	juin 2006	Moyennes annuelles 2004	2005
Alimentation (16,7%)	0,4	-0,8	0,7	1,1	1,4	0,6	0,1
Tabac (1,8%)	-0,1	0,2	0,7	0,6	0,3	24,5	0,5
Produits manufacturés (31,5%)	-0,5	-0,3	-0,6	-0,5	-0,3	0,2	-0,5
Énergie (8,2%)	9,1	9,7	8,2	10,7	6,1	4,9	10,1
dont : produits pétroliers (5,1%)	14,7	15,2	11,1	15,3	6,7	8,6	15,3
Services (41,7%)	2,7	2,8	2,5	2,3	2,4	2,6	2,6
dont : loyers-eau (7,3%)	3,6	3,8	3,4	3,7	3,5	2,9	3,7
services de santé (5,1%)	0,8	1,2	1,2	1,0	0,6	0,8	1,0
transports-communications (4,9%)	2,4	0,8	0,8	-2,6	-0,4	0,8	1,0
autres services (24,4%)	3,0	3,1	2,8	3,0	3,1	3,1	3,0
Ensemble (100%)	1,6	1,7	1,5	1,9	1,6	2,1	1,8
Ensemble hors énergie (91,8%)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,3	1,9	1,0
Ensemble hors tabac (98,2%)	1,8	1,6	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7
Inflation sous-jacente (60,9%)⁽¹⁾	1,0	1,1	0,9	0,9	1,2	1,7	1,0
Ensemble IPCH	1,9	1,8	1,8	2,0	1,8	2,3	1,9

■ Préviation

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

CONTRIBUTIONS ÉCONOMÉTRIQUES À L'ÉVOLUTION DU PRIX DES PRODUITS ALIMENTAIRES



hausse passées des matières premières industrielles et du pétrole, se renforcerait légèrement. Cependant les baisses programmées sur les médicaments de marque possédant un substitut générique et des prix toujours très bas dans le secteur de l'« habillement-chaussure » contribueront au maintien de variations faibles des prix des produits manufacturés.

Les prix des services progressent lentement

Au second semestre de 2005, l'inflation dans le secteur des services a fléchi légèrement. Elle est revenue à 2,5% en décembre 2005, après 2,8% en juin 2005. Les prix des services de « transport-communication » ont en effet fortement baissé au second semestre de 2005 tirés par de nombreux mouvements à la baisse des opérateurs de téléphonie mobile (-2,1% en décembre 2005, après +0,7% en juin). De plus, à partir de l'été 2005, les prix des loyers ont entamé un ralentissement : leur glissement annuel est passé de +3,8% en juin 2005 à +3,4% en décembre 2005.

Au premier semestre de 2006, l'inflation dans le secteur des services diminuerait légèrement. Elle s'afficherait à 2,4% en juin 2006, après 2,5% en décembre 2005. L'impact des hausses de salaires sur l'évolution des prix des services serait stable. Ce mouvement à la baisse du glissement annuel s'explique principalement par des effets de sortie de glissement des hausses enregistrées au premier semestre de 2005 faisant suite à la réforme de l'assurance maladie d'une part ; et d'autre part aux tensions sur le marché locatif. Il masque des évolutions mensuelles de l'indice autour de +0,2%.

Le glissement annuel des prix des loyers se contracterait (+3,5% en juin 2006, après +3,7% en février) du fait de la décélération passée de l'indice du coût de la construction (ICC) intervenue au second semestre de 2005 et de la mise en place progressive en 2006 de l'indice de référence des loyers (IRL), structurellement plus faible, pour la révision des

loyers en cours de bail dans le parc locatif privé. Parallèlement, l'inflation dans le secteur des « autres services » progresserait très légèrement (+3,1% en juin 2006 après 2,8% en décembre 2005).

Sous les hypothèses d'un faible effet de diffusion des hausses passées du prix du pétrole et de l'absence de nouvelles baisses du prix des services de télécommunication, le glissement annuel du poste « transports-communications » se replierait fortement (-0,4% en juin 2006 après +0,8% en décembre 2005). De plus, l'effet de base des fortes hausses enregistrées en février et mars 2005 marquerait l'évolution de cette composante.

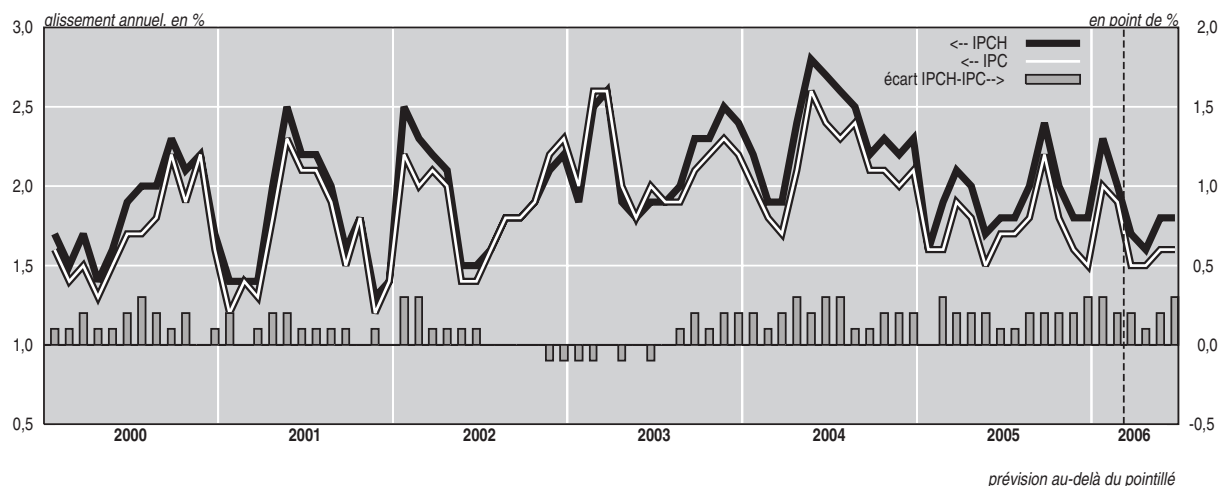
Avec un rythme de croissance stable de l'ordre de +0,1% en variation mensuelle, le glissement annuel des prix des services de santé diminuerait sensiblement. Il s'établirait à +0,6% en juin 2006, après +1,2% en décembre 2005 reflétant ainsi les évolutions observées au premier semestre de 2005. Par ailleurs, l'augmentation des dépenses de santé non remboursées (la mise en place d'un ticket modérateur plus fort pour les consultations de spécialistes en accès direct ou les nouveaux déremboursements de médicaments à service médical rendu insuffisant par exemple) iront en faveur d'un maintien de l'écart (+0,3 point) entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'indice des prix à la consommation (IPC) ; ce dernier portant en effet sur les prix « bruts » des dépenses de santé (*cf. graphique 4*).

L'écart entre inflation et inflation sous-jacente se contracterait, celui entre inflation et déflateur de la dépense de consommation des ménages se maintiendrait

Depuis le mois de juillet 2005, l'inflation sous-jacente s'est installée en deçà de 1,0%, tirée par les prix très peu dynamiques de la composante « produits manufacturés ». Elle s'affichait ainsi à 0,9% en

4

IPC ET IPCH



décembre 2005. L'écart IPC-inflation sous-jacente s'est donc accru sous l'accélération des prix de l'énergie.

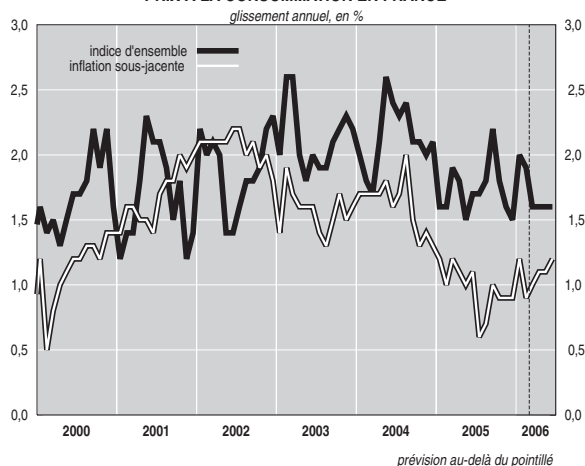
Finalement, au premier semestre de 2006, les évolutions des prix des produits manufacturés et des services pourraient entretenir une inflation sous-jacente contenue mais en légère hausse à 1,2% en juin 2006 après 0,9% en décembre 2005 (cf. graphique 5). L'écart entre IPC et inflation sous-jacente se résorberait ainsi à 0,4 point en juin 2006 après 0,6 point en décembre 2005.

Par ailleurs, au quatrième trimestre de 2005, le glissement annuel du déflateur de la dépense de consommation des ménages s'est établi à 1,1% après 1,3% au trimestre précédent. L'écart avec le glissement annuel de la moyenne trimestrielle de l'IPC s'est donc réduit de 0,1 point, s'affichant à 0,5 point.

Au premier semestre de 2006, le glissement du déflateur de la dépense de consommation des ménages serait pratiquement stable (cf. compte associé). L'écart avec l'IPC se maintiendrait à 0,5 point au deuxième trimestre de 2006. ■

5

PRIX A LA CONSOMMATION EN FRANCE



Emploi

En 2005, près de 80 000 emplois ont été créés malgré une baisse du nombre des bénéficiaires de contrats aidés. La montée en charge du Plan de Cohésion sociale devrait permettre une accélération de l'emploi au cours du premier semestre de 2006 : environ 110 000 postes seraient en effet créés au cours des six premiers mois de l'année.

L'emploi salarié des secteurs marchands non agricoles a timidement accéléré en 2005 ; après une année 2004 morose (+16 000), celui-ci a progressé régulièrement au cours de l'année malgré un contexte économique chahuté (plus de 50 000 emplois⁽¹⁾). Au début de l'année 2006, les créations d'emplois salariés se poursuivraient sur un rythme similaire à la fin de l'année 2005, soit 25 000 emplois supplémentaires au cours des six premiers mois de l'année. En effet, la baisse de l'emploi industriel s'infléchirait, l'emploi dans la construction resterait dynamique, tandis que le tertiaire marchand stabiliserait ses embauches.

La croissance de l'emploi marchand demeurerait régulière au début de l'année 2006

Excepté le deuxième trimestre au cours duquel il est resté étale, l'emploi salarié des secteurs concurrentiels non agricoles a progressé régulièrement en

2005 : +0,1% par trimestre, malgré les à-coups subis par l'activité économique. Plus de 50 000 postes ont ainsi été créés sur l'ensemble de l'année. Ce rythme se maintiendrait au début de l'année 2006⁽²⁾.

L'emploi non salarié dans ces secteurs pourrait également connaître une légère augmentation au premier semestre 2006⁽³⁾.

Le maintien de la croissance de l'emploi marchand s'expliquerait principalement par la progression de la valeur ajoutée.

Les gains de productivité ont ralenti en 2005 : ils se sont établis à 1,2% en moyenne annuelle, soit la même progression qu'en 2003. Ils accéléreraient néanmoins dès le début de l'année 2006 : en glissement annuel, ils atteindraient +1,7% à la fin du premier semestre contre +0,9% à la fin de l'année 2005 et repasseraient ainsi au-dessus de leur moyenne de long terme (cf. graphique 1).

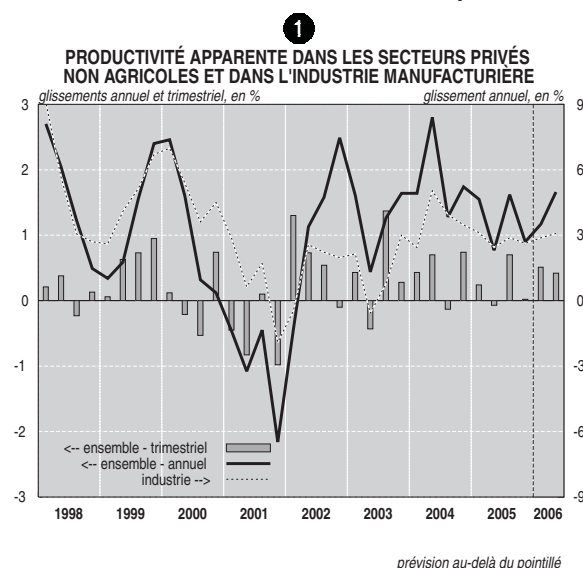
Le recul de l'emploi industriel serait moins rapide

La baisse de l'emploi industriel qui perdure depuis l'été 2001 s'est confirmée en 2005 mais a semblé s'atténuer en fin d'année (80 000 emplois ont été détruits dans l'industrie en 2005). Le solde d'opinion des chefs d'entreprise relatif à l'emploi s'est amélioré en milieu d'année 2005 (cf. graphique 2) et reste stable depuis. Ainsi, l'emploi industriel baisserait, au début de l'année 2006, sur un rythme infé-

(1) Les séries trimestrielles d'emploi dans les secteurs marchands non agricoles ont été révisées en mars 2006, suite à la révision des sources sectorielles utilisées, des modèles d'étalement et des coefficients de correction des variations saisonnières (cf. Informations rapides n°89 du 16 mars 2006).

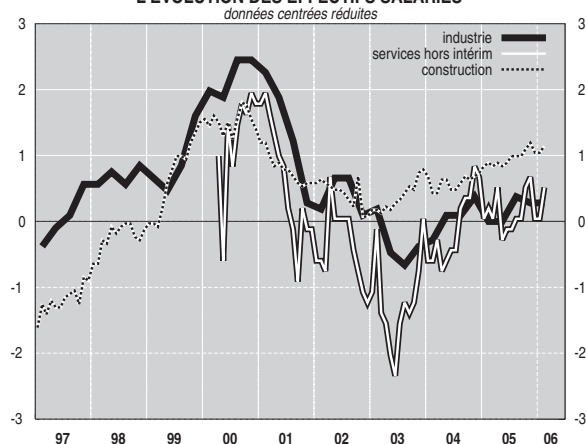
(2) Les contrats nouvelles embauches (CNE) mis en place en août 2005 représentent depuis l'automne 2005 une part assez stable d'environ 10% du total des déclarations d'embauche dans les entreprises de moins de 20 salariés. Concernant l'effet net de ces contrats sur l'emploi, il n'est possible actuellement de réaliser qu'une évaluation ex-ante de la mesure. C'est ce qu'ont fait Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo (2006), « Que peut-on attendre des Contrats Nouvelle Embauche et Première Embauche ? », document de travail du Crest. Leur effet total, compris entre 50 000 et 100 000 emplois, est estimé à partir d'un modèle théorique de simulation. Cet effet net positif est réparti principalement sur la première année après l'instauration de la mesure, il devient très faible ensuite. Ces estimations correspondent à l'hypothèse de travail entre 10 000 et 20 000 emplois nets supplémentaires par trimestre retenue pour la prévision d'emploi de la note de conjoncture entre le quatrième trimestre 2005 et le troisième trimestre 2006.

(3) L'emploi non salarié dans les secteurs concurrentiels non agricoles a connu une croissance relativement importante en 2004 (+2,5%), après plusieurs années de baisse ou stabilité. En 2005, sa croissance a été plus modérée (+0,8%).



2

SOLDES D'OPINION DES CHEFS D'ENTREPRISE SUR L'ÉVOLUTION DES EFFECTIFS SALARIÉS



rieur à celui observé au cours des années précédentes, soit respectivement -0,5% puis -0,4% lors des premier et deuxième trimestres de 2006 (cf. graphique 3).

Les gains de productivité apparente, inférieurs à leur moyenne de long terme (4% par an depuis 1990) depuis la fin de l'année 2000 (excepté au cours du deuxième trimestre de 2004) accéléreraient légèrement et croîtraient de 3,1% en rythme annuel à la fin du premier semestre de 2006 contre 2,6% à la fin de l'année 2005 (cf. graphique 1).

Des créations d'emploi toujours dynamiques dans la construction

L'emploi dans la construction a accéléré significativement au cours de l'année 2005, 38 000 postes ont été créés dans ce secteur contre 24 000 l'année précédente. Cette progression a été constante sur l'ensemble de l'année et tend à s'accroître à la fin de l'année (cf. graphique 3). Les soldes d'opinion des chefs d'entreprises montrent que cette tendance persiste (cf. graphique 2). L'emploi progresserait ainsi

sur un rythme trimestriel de 0,5% à 0,6% en première partie d'année, ce qui représente une création de 15 000 postes supplémentaires (cf. graphique 3).

Le rythme des créations d'emploi dans le tertiaire se stabiliserait

L'emploi dans le secteur tertiaire, après une année 2004 de rebond (80 000 postes créés), a continué sa progression avec 100 000 emplois de plus en 2005.

Cette reprise est principalement due aux services marchands, où 85 000 postes ont été créés. Les soldes d'opinion des chefs d'entreprises ne laissant pas présager de retournement (cf. graphique 2), cette progression devrait se consolider. Ainsi, porté par les services marchands ainsi que par le commerce qui renouerait avec les créations d'emplois (cf. tableau), l'emploi dans le tertiaire marchand stabiliserait sa progression à raison d'un rythme trimestriel de +0,2% au premier semestre de l'année 2006, soit une création d'environ 45 000 postes.

L'emploi dans le secteur tertiaire non marchand progresserait sur le premier semestre de 2006

L'emploi salarié dans le secteur non marchand a augmenté en 2005 (+0,4 % en glissement annuel) après être resté stable en 2004.

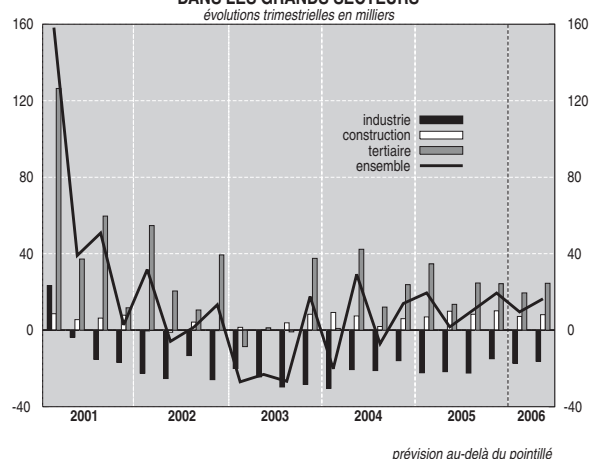
En 2005, le nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé a baissé, mais ce repli a été nettement plus faible que les années précédentes. Par ailleurs, les créations d'emploi dans le secteur non marchand hors dispositifs d'aide ont légèrement ralenti en 2005.

L'année 2005 a été une année de transition en ce qui concerne les emplois aidés avec la mise en application du Plan de Cohésion sociale en début d'année⁽⁴⁾. Aux contrats emplois consolidés (CEC) et aux contrats emplois solidarités (CES) ont succédé le contrat d'avenir et le contrat d'accompagnement dans l'emploi (CAE). Les sorties des anciens dispositifs sont massives tandis que la montée en charge des nouveaux contrats a été plus progressive. Ainsi, l'évolution du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé du secteur non marchand est restée négative sur l'ensemble de l'année 2005, mais s'est améliorée en fin d'année.

Au premier semestre 2006, l'emploi salarié dans le secteur non concurrentiel serait en hausse plus marquée.

3

ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIÉ DANS LES GRANDS SECTEURS



(4) Pour plus de détails voir l'encadré « Retour sur les contrats aidés en 2005 » dans cette fiche.

TABLEAU : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

	Glissements trimestriels taux d'évolution en % - CVS										Glissements annuels taux d'évolution en % - CVS			Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2004				2005				2006		2003	2004	2005	2003	2004	2005
	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)	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,3	15421	15437	15489
Industrie	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-2,5	-2,2	-2,1	3964	3876	3794
Industries agro-alimentai- res	-0,8	-0,2	-0,6	0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-1,6	-0,3	583	573	571
Énergie	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-1,7	-1,0	-0,6	236	234	233
Industrie manufacturière	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-3,0	-2,4	-2,5	3146	3069	2990
dont :																
Biens de consommation	-0,9	-0,7	-0,9	-0,8	-1,2	-1,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,6	-4,0	-3,2	-3,6	654	633	611
Automobile	-0,6	0,3	0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	0,4	0,2	-1,7	294	295	289
Biens d'équipement	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-3,0	-1,9	-1,0	791	776	767
Biens intermédiaires	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-3,2	-2,9	-3,1	1407	1366	1323
Construction	0,7	0,6	0,1	0,5	0,5	0,8	0,6	0,9	0,5	0,6	1,1	1,9	2,7	1279	1303	1341
Tertiaire essentiellement marchand	0,0	0,4	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,8	0,9	10178	10257	10355
dont :																
Commerces	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,3	0,3	3008	3018	3027
Transports	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	-0,3	1071	1072	1069
Services marchands (y compris intérim)	0,0	0,7	0,1	0,4	0,5	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	1,2	1,6	5386	5452	5537
Activités financières	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	-0,2	0,4	0,7	712	715	722
	Glissements semestriels taux d'évolution en % - CVS										Glissements annuels en % - CVS			Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2004		2005		2006		2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	
	S1	S2	S1	S2	S1											
Tertiaire essentiellement non marchand (y compris CES, CEC...)	-0,2	0,2	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,4	6773	6771	6795					
dont emplois aidés	-15,3	-10,0	-7,9	-5,9	15,2	-21,0	-23,8	-13,4	383	292	253					
EMPLOI TOTAL (y compris salariés agricoles et non-salariés)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,2	0,3	24681	24724	24802					

■ Préviation
(1) Secteurs EB-EP

D'une part, l'emploi non marchand hors dispositifs d'aide accélérerait légèrement et d'autre part, le nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand serait en nette augmentation, alors qu'il diminuait depuis plusieurs années. En effet, selon le projet de loi de finances 2006, les entrées dans les dispositifs d'aide à l'emploi non marchand seraient dynamiques en 2006 : environ 300 000 entrées seraient prévues en contrat d'avenir et CAE. La poursuite de la montée en charge de ces nouveaux contrats en 2006 viendrait plus que compenser la poursuite des sorties du dispositif « emplois jeunes » et celle des anciens (CES et CEC) ou nouveaux (CAE) contrats.

La progression de l'emploi total à l'issue du premier semestre 2006 serait portée par la montée en charge des emplois aidés

L'emploi total accélère depuis 2004 : +78 000 emplois sur l'ensemble de l'année 2005, après 43 000 emplois créés en 2004.

A l'issue du premier semestre de 2006, l'emploi total continuerait à accélérer avec environ 110 000 postes supplémentaires. Ce mouvement serait essentiellement dû à l'augmentation du nombre de bénéficiaires d'un contrat d'aide à l'emploi non marchand tandis que les autres secteurs d'activité enregistreraient une hausse à un rythme semestriel comparable à ceux de 2005. ■

Effet positif des contrats aidés dans le secteur marchand en 2005

En 2005, les contrats d'aide à l'emploi marchand⁽¹⁾ ont eu un effet net positif (+11 000 emplois sur l'année) après avoir eu des effets du même ordre de grandeur sur l'année 2004 (+8 000 emplois)⁽²⁾.

L'année 2005 a été une année de transition pour les mesures d'aide à l'emploi : la loi du 18 janvier 2005 de programmation pour la cohésion sociale a profondément modifié les dispositifs en place⁽³⁾.

Si les changements apportés aux mesures existantes sont plus conséquents pour le secteur non marchand, les contrats d'aide à l'emploi marchand sont également concernés.

Plus particulièrement, le contrat initiative emploi (CIE) et le contrat insertion - revenu minimum d'activité (CI-RMA) ont été substantiellement modifiés et sont en place depuis le 1^{er} mai et la fin mars 2005 respectivement.

Ainsi, 575 000 entrées ont été enregistrées en 2005, combinant anciens et nouveaux dispositifs.

Le CIE (ancien dispositif) a encore enregistré de nombreuses entrées sur le début de l'année 2005 avec 39 000 entrées entre fin décembre 2004 et fin avril 2005. Le nouveau CIE a ensuite pris le relais et est monté en charge rapidement avec 86 000 entrées sur le reste de l'année.

Le CI-RMA n'a en revanche pas eu la montée en charge escomptée et 10 000 entrées seraient enregistrées en 2005 au titre de ce dispositif.

Parmi les autres mesures, l'exonération ou l'allègement de charges pour l'embauche en zone de revitalisation rurale (ZRR) et en zone de revitalisation urbaine (ZRU) ainsi que le contrat jeune en entreprise ont enregistré un nombre de bénéficiaires globalement stable en 2005.

Enfin, la mesure d'abattement pour l'embauche à temps partiel a vu son nombre de bénéficiaires décroître régulièrement depuis l'arrêt du dispositif fin 2002⁽⁴⁾. En 2005, 89 000 personnes sont sorties de ce dispositif, avec toutefois un effet minime sur l'emploi. Depuis le 1^{er} janvier 2006, l'abattement temps partiel a cessé de s'appliquer aux contrats encore en cours en vertu de la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2006. Ainsi, il n'y a plus aucun bénéficiaire de cette mesure depuis janvier 2006.

(1) Il s'agit ici des dispositifs d'aide à l'emploi marchand visant un public spécifique (bénéficiaires de minima sociaux, chômeurs de longue durée, zones d'emploi particulières...).

(2) Ces effets sur l'emploi sont calculés à partir de la variation du nombre de bénéficiaires (cf. tableau) avec prise en compte d'éventuels effets de substitution et d'aubaine, qui peuvent être différents d'une mesure à l'autre. L'impact sur l'emploi est toujours plus faible que la variation du nombre de bénéficiaires, du fait de ces effets.

(3) Cf. encadré sur les changements de la politique d'aide à l'emploi en 2005, note de conjoncture de décembre 2004.

(4) Si les nouvelles entrées ne sont plus possibles depuis fin 2002 pour ce dispositif, les contrats en cours avaient néanmoins pu être poursuivis jusqu'au 31/12/2005.

Concernant les contrats en alternance, les entrées en contrats d'apprentissage ont été en légère hausse tandis que les autres dispositifs (apprentissage, qualification, orientation, adaptation puis contrats de professionnalisation) ont vu leurs entrées diminuer quelque peu.

Au total, les sorties de l'ancien CIE ont été compensées par la montée en charge du nouveau CIE lui succédant et par les contrats en alternance qui ont continué d'avoir un effet légèrement positif sur l'emploi.

La baisse du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand s'est fortement ralentie en 2005

Après avoir diminué en 2004, les entrées dans les dispositifs d'aide à l'emploi non marchand sont restées stables en 2005 : 246 000 entrées après 251 000 en 2004.

La loi du 18 janvier 2005 de programmation pour la cohésion sociale a modifié les dispositifs en place dans le secteur non marchand : aux contrats emploi solidarité (CES) et contrats emploi consolidés (CEC) ont succédé le contrat d'accompagnement dans l'emploi (CAE) et le contrat d'avenir (CAV).

Comme pour le secteur marchand, l'année 2005 a donc été une année de transition : les entrées dans les nouveaux dispositifs sont possibles depuis avril pour le CAV et mai pour le CAE tandis que les entrées en CES étaient encore possibles sur la première partie de l'année.

Ainsi, près de 100 000 entrées en CES ont encore été enregistrées au titre de 2005 tandis que les nouveaux contrats enregistraient 130 000 entrées pour les CAE et 15 000 pour les CAV.

Au final, le nombre de bénéficiaires d'un CEC ou d'un CES a fortement diminué en 2005 suite à leur arrêt (-142 000 bénéficiaires), baisse juste compensée par la montée en charge des nouveaux dispositifs CAV et CAE (+ 137 000 bénéficiaires).

De plus, les sorties du dispositif « Emploi jeune » (arrêté au 1^{er} janvier 2003) se sont poursuivies en 2005, quoique à un rythme légèrement plus ralenti : 33 000 bénéficiaires de moins sont observés fin 2005 pour ce contrat, après 54 000 bénéficiaires de moins en 2004.

Ainsi, suite à la montée en charge des nouveaux dispositifs du Plan de Cohésion Sociale, la baisse du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand était ralentie en 2005 : 39 000 bénéficiaires de moins sont observés sur l'année après une baisse de 90 000 en 2004. ■

ENCADRÉ (SUITE) : RETOUR SUR LES CONTRATS AIDÉS EN 2005

LES DISPOSITIFS D'AIDE A L'EMPLOI

(en milliers)

	Flux d'entrées (y compris reconduction de contrats)			Nombre de bénéficiaires (glissement annuel en fin d'année)			Nombre de bénéficiaires (stocks en fin d'année)**		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Emploi aidé dans le secteur marchand *	555	578	575	-103	10	-45	961	970	925
<i>Abaissment des coûts salariaux</i>	165	173	206	-82	8	-26	426	434	408
<i>Exonérations de charges sociales (ZRR ET ZRU)</i>	11	11	11	-1	0	0	10	10	11
<i>Contrat jeune en entreprise</i>	89	68	60	32	37	2	79	116	118
<i>Abattement temps partiel</i>	0	0	0	-106	-51	-89	203	152	63
<i>Contrat initiative emploi (ancienne formule)</i>	65	93	39	-7	21	-30	134	155	125
<i>Contrat initiative emploi (nouvelle formule)</i>	0	0	86	0	0	82	0	0	82
<i>CI-RMA (ancienne et nouvelle formule)</i>	0	1	10	0	1	9	0	1	10
<i>Formation en alternance</i>	391	405	369	-21	1	-19	535	536	517
Emploi aidé dans le secteur non marchand	306	251	246	-102	-91	-39	383	292	253
Contrat d'Accompagnement dans l'Emploi	0	0	133	0	0	123	0	0	123
Contrat d'Avenir	0	0	15	0	0	15	0	0	15
Contrats Emploi Solidarité	250	233	97	-19	-15	-102	125	110	8
Contrats Emploi Consolidé	27	15	0	-18	-25	-39	116	91	52
Emplois Jeunes	29	0	0	-65	-54	-33	142	88	55
CI-RMA	0	1	0	0	1	-1	0	1	0
Civis	0	2	0	0	1	-1	0	1	0

* hors mesures générales comme les allégements généraux de cotisations sociales et réduction du temps de travail

**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, CNASEA

Chômage

À la fin janvier 2006, le nombre de chômeurs au sens du BIT s'est établi à 2 628 000 personnes, soit 9,6 % de la population active. Le nombre de chômeurs, en hausse sur le premier trimestre de 2005, s'est ensuite infléchi jusqu'à la fin de l'année avec une baisse de près de 140 000 personnes entre fin mars et fin décembre 2005.

Avec une hausse de l'emploi timide dans le secteur marchand et une augmentation du nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand, la reprise de l'emploi total se confirmerait plus nettement sur le premier semestre de 2006. Dans ce contexte, le taux de chômage continuerait de baisser pour s'établir à 9,2% à la fin juin 2006.

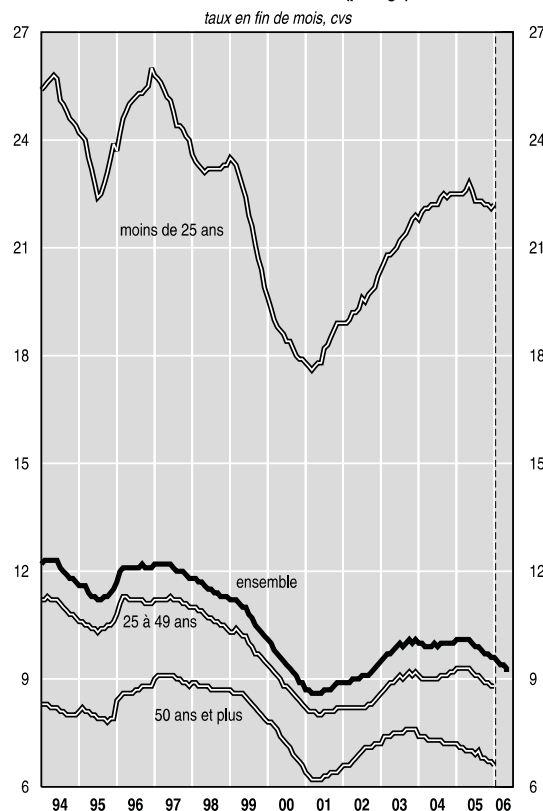
Le chômage a fortement diminué sur le second semestre de 2005

La diminution du chômage amorcée au deuxième trimestre de 2005 s'est confirmée sur le troisième et le quatrième trimestre de l'année avec respectivement 58 000 et 51 000 chômeurs en moins. Ainsi, après avoir atteint 10,1% à la fin du premier trimestre de 2005, le taux de chômage a décliné tout au long de l'année pour s'établir à 9,8% fin septembre et 9,6% fin décembre 2005. En janvier 2006, le chômage a en revanche augmenté de 6 000 personnes et le taux de chômage est resté inchangé à 9,6%.

La baisse du chômage en 2005 concerne toutes les catégories d'âge

Le profil d'évolution du chômage sur l'année 2005 diffère selon les classes d'âge considérées. La hausse observée sur le premier trimestre de l'année concerne uniquement les chômeurs âgés de 25 à 49 ans et essentiellement les hommes de cette classe

1
CHÔMAGE au sens du BIT (par âge)



prévision au-delà du pointillé

d'âge. La baisse du chômage sur le reste de l'année 2005 a en revanche concerné les hommes et les femmes de façon comparable et toutes les classes d'âge.

Les chômeurs âgés de 25 à 49 ans ont vu leur nombre diminuer d'environ 75 000 sur l'ensemble de l'année (-4,5%), leur taux de chômage s'établissant ainsi à 8,8% fin décembre 2005 après 9,2% fin 2004.

TABLEAU 1 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS DU BIT

(en %)

	Niveaux en fin de période, CVS									
	2004				2005				2006	
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Ensemble	9,9	10,0	10,0	10,0	10,1	10,0	9,8	9,6	9,4	9,2
Moins de 25 ans	22,1	22,2	22,5	22,5	22,5	22,6	22,3	22,1	-	-
25 à 49 ans	9,0	9,0	9,1	9,2	9,3	9,2	9,0	8,8	-	-
50 ans et plus	7,4	7,3	7,2	7,2	7,1	7,0	6,8	6,7	-	-

Prévision

TABLEAU 2 : BOUCLAGE DE LA POPULATION ACTIVE

(cvs, en milliers)

	Glissements annuels					Glissements semestriels						
	2002	2003	2004	2005	2006 S1	2003		2004		2005		2006
						1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.
(1) Population active tendancielle	150	125	108	67	17	63	61	58	49	39	28	17
(2) Effets de flexion du chômage	-24	-32	-4	19	13	-22	-10	-1	-3	2	16	13
(3) Effet retrait d'activité	48	13	-73	-43	-11	10	2	-36	-37	-23	-21	-11
dont : Préretraites	45	12	9	10	9	9	4	6	3	4	7	9
(4) Offre de travail potentielle =(1)+(2)+(3)	174	105	31	42	19	51	54	22	9	18	24	19
(5) Emploi total	158	-46	43	79	107	-39	-7	11	32	27	52	107
dont : Emploi salarié EB-EP	41	-59	16	53	24	-50	-9	9	7	21	31	24
Emploi non marchand aidé	-11	-102	-91	-39	38	-47	-55	-59	-32	-23	-16	38
(6) Chômeurs BIT	162	215	-17	-124	-89	147	68	-35	18	-14	-110	-89
(7) Population active observée	319	169	26	-45	18	108	61	-23	50	13	-59	18
(8) Défaut de bouclage = (7)-(4)	145	64	-5	-87	0	56	8	-45	40	-5	-82	0

Prévision

Le chômage des jeunes, même s'il a amorcé sa décrue plus tardivement que les autres classes d'âge, a fortement diminué également (diminution de 4,0% sur l'ensemble de l'année 2005 du nombre de jeunes chômeurs). Le taux de chômage des moins de 25 ans est ainsi redescendu de 22,5% fin 2004 à 22,1% fin 2005. Néanmoins, l'embellie observée pour les chômeurs âgés de moins de 25 ans ne s'est pas confirmée au mois de janvier 2006, leur effectif étant reparti légèrement à la hausse (+0,4%).

Enfin, le chômage des 50 ans et plus, orienté à la baisse en 2004, a baissé quasi continûment en 2005 et en janvier 2006. De 7,2% à la fin décembre 2004, leur taux de chômage a diminué pour s'établir à 6,7% fin décembre 2005 puis à 6,6% à la fin janvier 2006.

Le taux de chômage baisserait début 2006, pour atteindre 9,2% fin juin 2006

La population active tendancielle ralentirait assez sensiblement en 2005 et en 2006 : +67 000 en 2005 puis +29 000 en 2006, contre +108 000 en 2004. L'évolution de la proportion des actifs dans la population ralentit dans un contexte de vieillissement et de stabilisation des comportements d'activité des jeunes. La réforme des retraites de 2003 aurait limité ce ralentissement en 2005 via l'effet de la surcote qui inciterait une partie des personnes pouvant partir en retraite à prolonger leur activité. Enfin, les départs massifs en retraite de la génération « baby boom » commenceraient leur montée en charge en 2006, infléchissant ainsi la population active tendancielle.

Pourtant, les effets de flexion⁽¹⁾ redeviendraient positifs en 2005 et sur le premier semestre de 2006, après avoir été négatifs de 2002 à 2004. Ces effets de flexion auraient ainsi un impact positif sur le nombre d'actifs.

De plus, le nombre de bénéficiaires de dispositifs de retrait d'activité comme les préretraites et les stages d'insertion et de formation à destination des chômeurs ont fortement diminué en 2005, contribuant ainsi à augmenter la population active. D'une part, le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation a baissé fortement en 2005 suite à l'arrêt des dispositifs « Sife »⁽²⁾ (-11 000 sur l'année). D'autre part, le nombre de bénéficiaires des dispositifs de préretraite tels que l'Arpe, l'ASFNE et le dispositif Cats⁽³⁾ diminuerait également (-10 000), le public éligible pour ces dispositifs étant de plus en plus restreint⁽⁴⁾.

Sur le premier semestre de 2006, les effets de ces mesures seraient plus faibles : le stock de bénéficiaires de stages de formation est stable tandis que le nombre de préretraites continuerait sa diminution en 2006.

(1) Lorsque la conjoncture est mal orientée, et notamment lorsque le chômage est élevé, une partie de la population renonce à entrer sur le marché du travail ou préfère en sortir. A l'opposé, lorsque la conjoncture devient favorable, un plus grand nombre d'individus choisit de chercher un emploi. Cet effet du taux de chômage sur la décision d'entrer ou de sortir du marché du travail est appelé « effet de flexion ».

(2) Sife : stage d'insertion et de formation professionnelle à l'emploi.

(3) Allocation de Remplacement Pour l'Emploi, Allocation Spéciale du Fond National pour l'Emploi, Cessation d'Activité de certains Travailleurs Salariés.

(4) Plus particulièrement, le dispositif « CATS » a été restreint aux personnes exerçant des métiers pénibles depuis le 30 janvier 2005.

Mais c'est surtout la possibilité de départ anticipé en retraite qui produit un impact sur la population active⁽⁵⁾ depuis le début de l'année 2004. La montée en charge de ce dispositif a été rapide et massive : près de 90 000 personnes auraient quitté en 2004 la population active de façon anticipée sous l'effet de cette mesure. En 2005, les départs auraient été encore nombreux (155 000). Le dispositif est de plus partiellement ouvert à la fonction publique depuis le 1^{er} janvier 2005. Sur le premier semestre de 2006, les entrées dans le dispositif seraient moins nombreuses mais encore dynamiques. En revanche, le nombre de personnes quittant la population active ralentirait, en raison de nombreuses sorties du dispositif, une grande partie des entrants des années passées atteignant l'âge « classique » de la retraite.

Ainsi, le nombre d'actifs diminuerait de 16 000 personnes sur le premier semestre de 2006 au titre de cette mesure.

Au total, l'accroissement de l'offre de travail⁽⁶⁾ se maintiendrait en 2006 à un niveau comparable à 2005 : +42 000 personnes en 2005 et +19 000 sur le premier semestre de 2006. Parallèlement, l'emploi total s'accélérerait en 2006 (+107 000 sur le premier semestre, cf. fiche Emploi), en grande partie sous l'effet de la montée en charge des nouveaux dispositifs d'aide à l'emploi du plan de cohésion sociale. Ainsi, le taux de chômage au sens du BIT, après s'être affiché à 9,6% à la fin du mois de janvier 2006, poursuivrait sa diminution. Il atteindrait 9,2% fin juin 2006. ■

(5) 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.

(6) En prévision, les évolutions de la population active 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).

Salaires

En 2005, parallèlement à la baisse progressive du taux de chômage observée depuis le milieu de l'année, le salaire moyen par tête (SMPT) du secteur concurrentiel non agricole a progressé dans les mêmes proportions qu'en 2004 (+2,6% en moyenne annuelle) et ce malgré une croissance plus faible. En termes réels⁽¹⁾, l'évolution du SMPT a été plus dynamique en 2005 (+0,9%) qu'en 2004 (+0,4%).

Au deuxième trimestre 2006, le SMPT du secteur concurrentiel non agricole croîtrait en glissement annuel de 2,8% (+1,2% en euros constants), après 2,7% au dernier trimestre 2005 (+1,1% en euros constants).

Dans les administrations publiques, le SMPT a augmenté en moyenne annuelle de 2,2% en 2005. Cette évolution salariale intègre notamment l'effet de mesures générales de revalorisation salariale de +0,9% en moyenne annuelle sur 2005. L'acquis de croissance résultant de ces hausses du point fonction publique (1,0% sur 2006), s'ajouterait à l'impact des mesures générales prévues en 2006 (+0,25% en moyenne annuelle pour l'augmentation de juillet).

La progression du SMPT en 2005, identique à celle de 2004, aurait découlé de l'embellie du marché du travail qui compenserait le moindre dynamisme économique en 2005

En 2005, le salaire moyen par tête (SMPT) a évolué en moyenne annuelle au même rythme qu'en 2004 (+2,6%). Cette progression s'expliquerait par deux effets opposés.

D'une part, la baisse graduelle du taux de chômage durant le second semestre 2005 aurait favorisé les salariés lors des négociations salariales. Ainsi, à structure constante, et hors primes et heures supplémentaires, l'évolution du salaire de base a été plus dynamique que l'année précédente (+2,7% en 2005 contre +2,5% en 2004⁽²⁾).

Mais d'autre part, le tassement de la croissance entre 2004 et 2005, aurait ralenti la progression des primes, accentué le recours à des travailleurs à

(1) Le déflateur est ici l'indice des prix à la consommation y compris tabac.

(2) Évolutions en moyenne annuelle corrigées des variations saisonnières.

TABLEAU : ÉVOLUTION DU SALAIRE MOYEN PAR TÊTE (SMPT) DANS LE SECTEUR MARCHAND NON AGRICOLE ET DANS LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(évolution en %)

Données non CVS (en fin de mois)	Moyennes trimestrielles						Moyennes annuelles		
	2005				2006		2004	2005	2006 acquis
	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	0,6	0,8	1,0	0,5	2,6	2,6	2,3
- dans les administrations publiques (APU) ⁽²⁾	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	-
Indice des prix à la consommation	0,6	0,4	0,6	-0,2	0,6	0,5	2,1	1,7	0,6
SMPT réel (SMNA)	0,3	0,0	-0,1	1,0	0,5	0,0	0,4	0,9	1,7
SMPT réel (APU)	-	-	-	-	-	-	0,2	0,4	-

■ Prévision

(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 les 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.

temps partiel plutôt qu'à temps complet et limité l'augmentation du nombre d'heures supplémentaires.

Au final, le SMPT qui intègre à la fois le salaire de base et ces différents effets⁽³⁾ a augmenté en termes réels de 0,9% en 2005 contre 0,4% en 2004.

Le SMPT accélérerait au 1er semestre 2006

Au cours du 1er semestre 2006, la poursuite de la baisse du taux de chômage compenserait les effets du ralentissement de l'inflation, permettant au salaire de base de progresser en glissement annuel dans les mêmes proportions qu'à la fin de l'année 2005.

Par ailleurs, une croissance économique plus robuste sur ce semestre favoriserait la distribution de primes et le basculement en temps complet de postes initialement à temps partiel.

Dans ce contexte, le SMPT progresserait de 2,8% en glissement annuel à la fin du premier semestre 2006 contre 2,7% fin 2005 (+1,2% en euros constants mi-2006, contre +1,1% fin 2005).

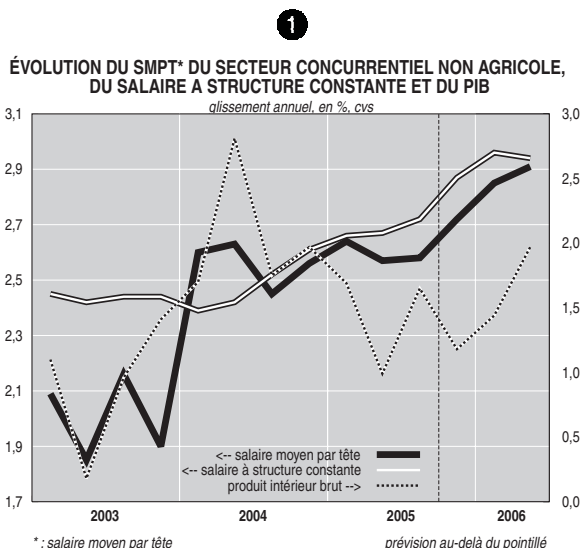
Les revalorisations du point fonction publique en 2005 induisent un acquis de revalorisation salariale conséquent pour 2006

Suite à une année 2004 pauvre en mesures générales de revalorisation des salaires dans les administrations publiques (+0,5% en 2004), le gouvernement a décidé de plus fortes revalorisations du point fonction publique en 2005 : +1,8% en niveau (+0,5% en février, +0,5% en juillet et +0,8% en novembre), soit +0,9% en moyenne annuelle. En outre, la grille indiciaire des catégories C a été refondue le 1^{er} octobre 2005 (fusion des échelles E2 et E3). Par ailleurs, le 1^{er} juillet 2005, les agents occupant le dernier échelon de leur grade depuis 3 ans ont bénéficié d'une prime exceptionnelle représentant 1,2% de leur traitement indiciaire brut.

Compte tenu notamment de ces différentes mesures, le SMPT des administrations publiques a progressé de 2,2% en 2005, soit 0,4% en termes réels.

Les mesures générales appliquées en 2005 induisent un acquis de revalorisation du point fonction publique de 1,0% en moyenne sur 2006. De plus, suite à la signature, le 25 janvier 2006, par certains syndicats de fonctionnaires de deux protocoles d'accords relatifs à l'action sociale et à la promotion professionnelle dans les trois fonctions publiques, le gou-

⁽³⁾ Le SMPT intègre aussi les effets dits de « structure » qui 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.



vernement a décidé unilatéralement d'appliquer le volet salarial initialement proposé : revalorisation du point fonction publique de +0,5% au 1^{er} juillet 2006 (+0,25% en moyenne annuelle), attribution d'un point uniforme au 1^{er} novembre 2006 et hausse du point fonction publique de +0,5% au 1^{er} février 2007. Par ailleurs, dans la fonction publique d'État, le montant des mesures catégorielles inscrites en loi de finances 2006 serait presque identique à celui de 2005. ■

Revenus des ménages

En 2005, le revenu disponible brut des ménages a augmenté de 3,0% (après 3,1% en 2004). La croissance des revenus d'activité a été soutenue par le dynamisme de la masse salariale, dans un contexte de croissance de l'emploi, et ce malgré l'inflechissement de l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels et l'accélération des impôts versés par les ménages en lien avec le relèvement de taux et l'élargissement de l'assiette de la CSG. Au total, compte tenu de la décélération des prix, le pouvoir d'achat a augmenté de 1,8% (contre 1,6% en 2004).

Au premier semestre de 2006, le revenu disponible brut augmenterait de 1,6% (en glissement), porté par le dynamisme des revenus d'activité. Les impôts versés par les ménages et les prestations reçues progresseraient moins vite, tandis que les dividendes accéléreraient. La croissance du pouvoir d'achat serait de 1,2% (en glissement semestriel).

Le dynamisme des revenus d'activité se poursuivrait début 2006

En 2005, les revenus d'activité ont augmenté de 2,6% (après 2,9% en 2004).

L'EBE des entrepreneurs individuels⁽¹⁾ a marqué le pas (-0,1% en moyenne annuelle en 2005), en lien avec la baisse de valeur ajoutée de l'agriculture de 10% en 2005. Cette estimation de l'EBE des entre-

preneurs individuels est revue à la baisse (+1,8% prévu en décembre) en raison de la révision de la production agricole⁽²⁾.

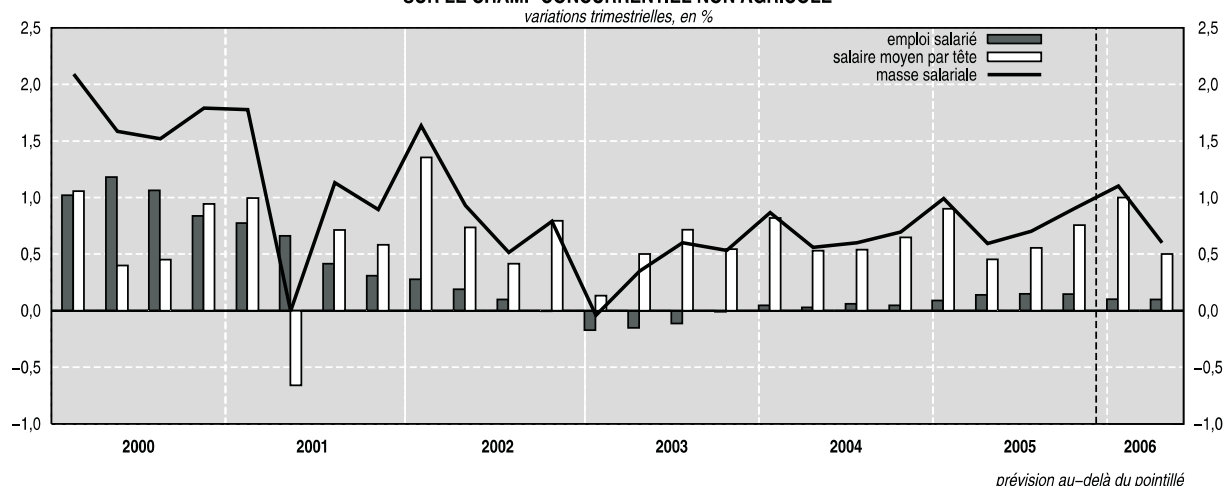
Cependant, la masse salariale reçue par les ménages a accéléré (+3,0% après +2,8%). Cette évolution s'explique principalement par le secteur marchand non agricole, dont la masse salariale a augmenté de 3,0% essentiellement sous l'effet du dynamisme du salaire moyen par tête (cf. graphique 1), sans croissance forte de l'emploi.

Au premier semestre de 2006, la bonne tenue des revenus d'activité se confirmerait (+1,7% après +1,6% au second semestre de 2005), toujours poussée par le salaire par tête dans le secteur principalement marchand non agricole. Le redressement de l'EBE des entrepreneurs individuels, déjà observé sur la fin de l'année 2005, se poursuivrait début 2006. Enfin, 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, ralentirait très légèrement.

(1) 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.

(2) Après une année 2004 très bonne, la production de l'agriculture est revenue à un niveau plus modéré en 2005.

**DÉCOMPOSITION DE LA MASSE SALARIALE DES MÉNAGES
SUR LE CHAMP CONCURRENTIEL NON AGRICOLE**



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

	Glissements semestriels					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2004		2005		2006	2003	2004	2005	2003	2004	2005
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Entreprises non financières (ENF) (66%)	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,4	3,1	3,3	1,7	2,8	3,2
dont : Salaire moyen par tête	1,5	1,4	1,4	1,4	1,6	1,8	2,9	2,9	2,0	2,8	2,8
Entreprises financières (5%)	-0,2	0,8	1,9	1,5	1,8	3,2	0,6	3,4	4,3	0,8	2,8
Administrations publiques (24%)	1,4	0,8	1,3	1,3	1,3	3,2	2,2	2,6	2,9	2,8	2,3
Ménages hors EI (2%)	1,2	4,3	1,7	3,8	1,1	3,7	5,6	5,6	3,5	4,7	5,8
Masse salariale brute reçue par les ménages (100%)	1,5	1,4	1,5	1,7	1,6	1,8	2,9	3,2	2,0	2,8	3,0
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	1,4	1,3	1,6	1,6	1,8	1,4	2,7	3,2	1,7	2,6	3,0

Prévision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.

Les prestations sociales progresseraient sur un rythme plus modéré en 2006

Les prestations sociales ont augmenté sensiblement en 2005, comme en 2004 (+4,0% les deux années). Deux mesures contribuent à expliquer ce dynamisme : la mise en place de la « prestation accueil jeune enfant » (PAJE) a soutenu le rythme de croissance des prestations familiales tandis que les prestations vieillesse ont augmenté fortement, en lien avec la montée en charge des départs anticipés à la retraite. L'adossement du régime de retraite d'EDF-GDF au régime général s'est traduit par une diminution en début d'année des prestations directes d'employeurs au profit des prestations de sécurité sociale. Ce transfert est neutre sur le total des prestations sociales en espèces reçues par les ménages.

Début 2006, les prestations sociales augmenteraient à un rythme annuel moins soutenu. L'acquis s'élèverait à 2,5% à la fin du premier semestre de 2006. En effet, avec la fin de la montée en charge des départs anticipés, les prestations vieillesse progresseraient moins vite. Elles resteraient néanmoins dynamiques. Après un net infléchissement en 2005,

les prestations chômage continueraient de diminuer dans un contexte de poursuite de la baisse du chômage (cf. fiche « Chômage »).

Les prélèvements obligatoires resteraient dynamiques en 2006

En 2005, les impôts versés par les ménages ont accéléré sensiblement (+6,1% après +2,4% en 2004). L'accélération de l'assiette de l'impôt sur le revenu l'année passée, les mesures mises en place en 2005 sur la CSG (relèvement de taux et élargissement de l'assiette, cf. fiche « Eléments du compte des administrations publiques ») ainsi que le dynamisme de l'impôt sur la fortune y ont contribué.

Début 2006, la croissance des impôts versés par les ménages resterait vigoureuse, mais néanmoins en retrait par rapport à l'année 2005. Le dynamisme des revenus d'activité en 2005 et début 2006 soutiendrait la croissance des impôts sur les revenus (impôt sur le revenu et CSG notamment). La taxe d'habitation progresserait, quant à elle, sur un rythme proche de celui de 2005. Parallèlement, les cotisations sociales salariées accéléreraient début

LES TRANSFERTS SOCIAUX REÇUS ET VERSÉS PAR LES MÉNAGES

	Glissements semestriels					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2004		2005		2006	2003	2004	2005	2003	2004	2005
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100%)	2,2	1,6	2,3	1,2	1,6	3,9	3,8	3,6	4,2	4,0	4,0
Prestations de Sécurité Sociale (70%)	2,2	1,8	3,3	1,0	1,6	4,4	4,1	4,4	4,6	4,1	5,1
Prestations de régimes privés (7%)	-0,3	0,9	2,8	-0,1	1,1	4,4	0,6	2,7	5,3	3,2	3,2
Prestations directes d'employeur (14%)	2,6	2,2	-2,3	2,5	1,9	3,7	4,8	0,2	3,6	4,8	0,0
Prestations d'assistance sociale versées par les administrations (9%)	3,3	-0,8	1,9	1,9	1,6	-0,3	2,4	3,9	1,1	3,0	2,4
Total des prélèvements sociaux	1,7	1,7	1,5	2,1	2,3	3,5	3,4	3,7	3,8	3,1	3,5
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100%)	1,7	1,6	2,1	2,0	2,3	3,5	3,4	4,2	3,8	3,1	4,0
dont : Cotisations des employeurs ⁽¹⁾ (64%)	1,6	2,1	2,1	2,2	2,1	3,2	3,8	4,4	3,5	3,0	4,4
Cotisations des salariés (29%)	1,5	2,0	1,5	2,0	2,9	4,5	3,6	3,5	4,8	3,1	3,6
Cotisations des non-salariés (7%)	3,2	-4,5	4,8	0,5	2,9	2,4	-1,5	5,2	2,1	4,3	2,1

Prévision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.

(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.

REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES

(évolution en %)

	Glissements semestriels					Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2004		2005		2006	2003	2004	2005	2003	2004	2005
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.						
Revenu disponible brut (100%)	1,6	1,5	1,0	2,2	1,6	0,7	3,2	3,2	1,7	3,1	3,0
dont :											
Revenus d'activité (70%)	1,6	1,2	1,1	1,6	1,7	2,1	2,8	2,7	2,1	2,9	2,6
Salaires bruts (60%)	1,5	1,4	1,5	1,7	1,6	1,8	2,9	3,2	2,0	2,8	3,0
Excédent brut d'exploitation (10%) des entrepreneurs individuels	2,2	-0,1	-1,1	1,1	2,4	3,7	2,1	0,1	2,7	3,5	-0,1
Prestations sociales en espèces (29%)	2,2	1,6	2,3	1,2	1,6	3,9	3,8	3,6	4,2	4,0	4,0
Revenus de la propriété (10%)	3,6	1,7	0,7	1,9	2,0	-5,6	5,4	2,6	-7,0	3,5	2,7
Prélèvements sociaux et fiscaux (-23%)	2,1	1,4	4,6	-0,3	3,0	8,1	3,5	4,3	3,7	2,8	4,9
Cotisations des salariés (-8%)	1,5	2,0	1,5	2,0	2,9	4,5	3,6	3,5	4,8	3,1	3,6
Cotisations des non-salariés (-2%)	3,2	-4,5	4,8	0,5	2,9	2,4	-1,5	5,2	2,1	4,3	2,1
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-13%)	2,2	1,8	6,5	-1,6	3,1	11,2	4,1	4,7	3,3	2,4	6,1
Revenus hors impôts	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,9	3,3	3,4	1,9	3,0	3,4
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,9	0,6	0,4	0,7	0,4	1,3	1,5	1,1	1,2	1,5	1,2
Pouvoir d'achat du RDB	0,8	0,9	0,6	1,5	1,2	-0,6	1,7	2,1	0,5	1,6	1,8

■ Préviation

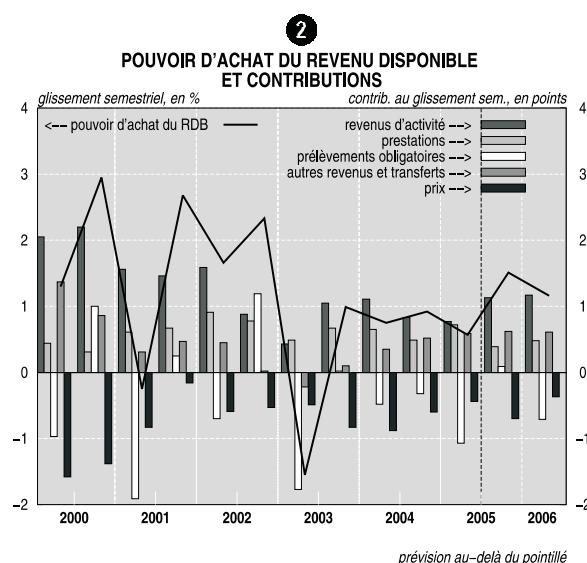
NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.

2006, en lien avec les hausses de taux de cotisations (cf. encadré). Au total, l'acquis des prélèvements obligatoires serait de 2,9% à la mi-2006.

Au total, le pouvoir d'achat augmenterait de 1,2% au premier semestre de 2006

Fin 2005, le pouvoir d'achat a accéléré nettement (+1,5% après +0,6% au premier semestre de 2005). La croissance de la masse salariale a été soutenue tout au long de l'année 2005, tandis que l'EBE des entrepreneurs individuels s'est redressé sur le second semestre et la progression des impôts a ralenti, en contrecoup d'une croissance particulièrement forte sur le début de l'année 2005.

A la fin du premier semestre de 2006, l'acquis de croissance du revenu disponible brut s'établirait à 2,9%. Le dynamisme de la masse salariale se poursuivrait, et le redressement de l'EBE des entrepreneurs individuels se confirmerait. L'accélération des dividendes versés par les entreprises amplifierait ce mouvement. Bien que soutenue, la croissance des prélèvements obligatoires ne viendrait pas entamer le dynamisme général des revenus. Les prestations sociales, quant à elles, se maintiendraient au rythme de croissance de fin 2005, moins élevé qu'auparavant. L'acquis de croissance des prix s'établirait à 0,8%, ce qui se solderait par un acquis de croissance de 2,1% du pouvoir d'achat des ménages à la fin du premier semestre de 2006. ■



Un rappel des évolutions des taux de cotisations et prélèvements sociaux depuis 2005 est ici présenté ainsi que leurs effets sur le revenu des ménages (pour les cotisations) ou sur les recettes fiscales (pour les contributions).

Les évolutions des taux des prélèvements ayant joué sur l'année 2005

Le PLFSS comporte plusieurs dispositions concernant les contributions et impôts : la contribution sociale généralisée (CSG) ainsi que la contribution additionnelle à la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S) à compter du 1^{er} janvier 2005.

Plus précisément, ces changements portent :

- sur les revenus d'activité des salariés, extension de l'assiette de CSG (et de la CRDS) de 95 à 97% des montants imposables et déduction pour frais professionnels réduite à due concurrence,
- sur les pensions de retraite et d'invalidité et les allocations de préretraites imposables, relèvement du taux de cotisation de 6,2% à 6,6%,
- sur les revenus du patrimoine et les revenus de placements, relèvement du taux de 7,5% à 8,2%,
- sur les produits de jeux, rehaussement du taux de 2 points de 7,5 à 9,5%, le taux majoré applicable aux gains d'un montant supérieur à 1 500 € passant de 10 à 12 %,
- sur le chiffre d'affaire des entreprises, création d'une contribution additionnelle de 0,03% à la C3S.

Les modifications d'assiette et de taux de CSG ont eu un effet direct sur les prélèvements opérés sur les ménages : Sur l'ensemble de l'année 2005, ces mesures ont contribué pour 1,7 point à la croissance des impôts sur le revenu versés par les ménages, soit 2,2 milliards d'euros supplémentaires.

Par ailleurs, le taux d'assurance garantie salaire (AGS) est passé, au 1^{er} avril, de 0,45% à 0,35% de la masse salariale.

Les changements de taux de cotisations depuis le premier janvier 2006

Au 1^{er} janvier 2006, plusieurs changements affectent les taux des cotisations sociales sur salaires :

- la hausse de la cotisation plafonnée d'assurance vieillesse de 14,75% à 14,95%, répartie à hauteur de 0,1 point pour l'employeur (8,30%) et 0,1 point pour le salarié (6,65%),
- la hausse de la cotisation salariée supplémentaire d'assurance maladie du régime local d'Alsace-Moselle de 1,7% à 1,8%,
- la hausse de la cotisation globale d'assurance chômage de 0,08 point, soit un total de 6,48%. Elle est répartie à hauteur de 0,04 point pour l'employeur (4,04%) et 0,04 point pour le salarié (2,44%),
- le taux minimum obligatoire de la cotisation Agirc est porté à 20,30%, soit une augmentation de 0,3 point,
- la hausse de la cotisation "accidents du travail" de 0,1 point (2,3%).

Au total, les augmentations de taux contribueraient pour 1,2 point à l'augmentation des cotisations sociales des employés au premier trimestre de 2006, l'équivalent de 270 millions d'euros, ce qui se traduirait par une contribution de 0,1 point environ à la baisse sur le revenu disponible brut au premier trimestre 2006.

Sans effet sur le revenu disponible des ménages, le taux de l'assurance garantie salaire (AGS) diminue au 1^{er} janvier 2006 de 0,1 point, de 0,35% à 0,25%. ■

Consommation et investissement des ménages

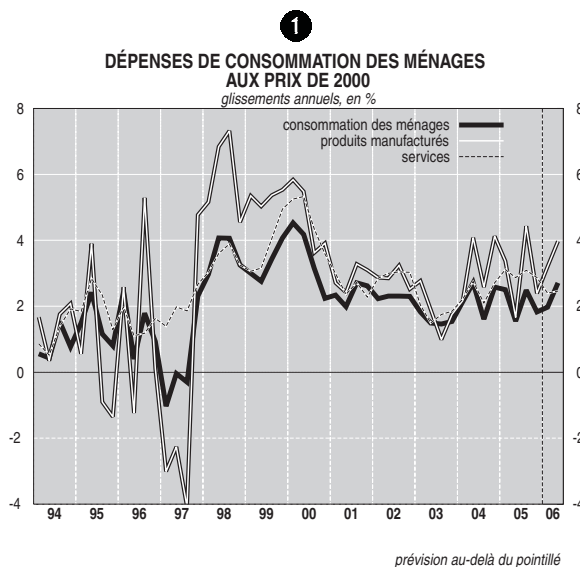
A l'exception accidentelle du deuxième trimestre 2005, la consommation des ménages a été dynamique tout au long de l'année dernière, reflétant la bonne orientation du pouvoir d'achat des revenus. Sur l'ensemble de l'année 2005, le taux de croissance de la consommation (+2,1%) est resté légèrement en deçà de l'année 2004 (+2,3%).

La croissance des dépenses des ménages se poursuivait à un rythme soutenu (entre +0,6% et +0,7% par trimestre) au premier semestre de 2006, stimulée par la poursuite de la hausse du pouvoir d'achat et la baisse graduelle du taux de chômage.

L'investissement des ménages, un peu moins dynamique au second semestre qu'il ne l'avait été au premier semestre de l'année 2005, repartirait sur un rythme soutenu jusqu'à la mi-2006.

La consommation des ménages est restée soutenue au quatrième trimestre de 2005

Les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 0,7% au quatrième trimestre de 2005, comme au troisième trimestre. Le dynamisme de la deuxième moitié de l'année 2005 reflète le rebond du pouvoir d'achat (+1,5% en glissement sur le semestre).



La consommation des ménages en alimentation, notamment générale, s'est redressée très nettement au quatrième trimestre, à +1,7%, après la baisse des deux trimestres précédents. Au contraire, la dépense de consommation en énergie (aussi bien combustibles et carburants que gaz et électricité) accuse une baisse prononcée (-2,0%) qui peut s'expliquer par un début de trimestre plus chaud que la normale. La consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue plus modérément (+0,5%), mais ce mouvement était attendu après un troisième trimestre en hausse un peu exceptionnelle, la baisse sensible de la consommation en textile-cuir étant

DÉPENSES DE CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

	Glissements trimestriels										(en %)		
	2004				2005				2006		Moyennes annuelles		
											2004	2005	2006
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			acquis
Dépenses totales de consommation des ménages	0,7	0,8	-0,2	1,3	0,6	-0,2	0,7	0,7	0,7	0,6	2,3	2,1	2,0
dont :													
Alimentation (16,9%)	0,6	0,4	-1,0	0,0	0,0	-1,6	-0,7	1,7	1,1	0,5	-0,4	-1,6	2,2
Énergie (7,5%)	0,5	-0,9	-0,7	1,7	0,4	-1,8	0,0	-2,0	0,4	0,1	1,1	-0,7	-1,5
Services (49,6%)	0,5	0,7	0,4	1,0	0,9	0,5	0,6	0,8	0,4	0,6	2,4	3,0	1,9
Produits manufacturés (27,0%)	1,0	1,5	-0,9	2,5	0,3	-0,1	1,8	0,5	1,1	0,6	3,2	3,0	2,8
Dépenses individualisables des administrations	0,4	0,8	-0,5	0,7	-0,1	0,0	1,5	0,2	0,3	0,6	2,2	1,2	1,6
Consommation effective totale	0,6	0,8	-0,2	1,2	0,4	-0,1	0,9	0,6	0,6	0,6	2,2	1,9	1,9
Investissement des ménages	0,4	1,6	0,5	0,8	0,7	1,1	0,4	0,5	0,8	0,9	3,1	3,1	2,3

Prévision

compensée par le dynamisme des biens durables et notamment de l'équipement du logement (électronique et meubles). On relève par ailleurs que, s'agissant des biens manufacturés de santé (c'est-à-dire essentiellement des médicaments), les dépenses des ménages se sont stabilisées au quatrième trimestre, alors que dans le même temps les dépenses individualisables des administrations ont très légèrement reculé.

La consommation des ménages en services a suivi un rythme de croissance supérieur à celui de la consommation en biens (respectivement +0,8% et +0,5% au quatrième trimestre). Cette évolution est due à la bonne tenue de la consommation en services de téléphonie.

La consommation resterait très dynamique jusqu'à la mi-2006

La consommation des ménages continuerait à évoluer sur un rythme soutenu au début de l'année 2006, reflétant la poursuite de la progression du pouvoir d'achat des revenus des ménages sur un rythme annualisé de 2,4%. La baisse graduelle du chômage y contribuerait également. Conjoncturellement, cette perspective est confirmée par l'orientation à la hausse en janvier des dépenses de consommation en produits manufacturés et des premiers indicateurs concernant l'alimentation.

Les dépenses de consommation des ménages en services de santé seraient en léger recul au premier trimestre de 2006, avant de repartir à la hausse sur un

rythme plus modéré. La consommation individualisable des administrations publiques en santé marquerait le pas.

L'investissement des ménages retrouverait une croissance soutenue

Au vu des dernières mises en chantier toujours stimulées par les tensions sur le marché de l'ancien, l'investissement logement retrouverait pour les deux premiers trimestres de 2006 le dynamisme dont il avait fait preuve au premier semestre de l'année 2005. L'investissement des ménages, bénéficiant des premiers effets du plan Borloo et de conditions de crédit toujours favorables, connaîtrait ainsi une accélération sur les deux premiers trimestres de 2006, sur un rythme de croissance de +0,8% puis +0,9%.

Le taux d'épargne des ménages resterait stable autour de 15,3%, tandis que le taux d'épargne financière continuerait de s'effriter

Le retour de la confiance, perceptible dans l'amélioration des soldes d'opinion des ménages sur la situation économique, dans un contexte de chômage en baisse, soutiendrait la consommation des ménages. Le taux d'épargne des ménages se stabiliserait donc à 15,3% au premier semestre 2006 tandis que le taux d'épargne financière continuerait de s'effriter en lien avec le dynamisme de l'investissement en construction. ■

Investissement

La hausse de l'investissement des entreprises en 2005 (+3,7 %) a résulté essentiellement de celle des dépenses en produits manufacturés (+6,2 %). Les dépenses en construction ont accéléré modérément. Les autres dépenses d'équipement ont, quant à elles, peu évolué (+0,4 %).

Après le fort rebond enregistré au second semestre 2005, notamment en produits manufacturés, l'investissement ralentirait légèrement au cours du premier trimestre 2006. L'investissement croîtrait de +0,5 % sur cette période.

Au deuxième trimestre 2006, les dépenses d'équipement retrouveraient un niveau de croissance moyen en lien avec des conditions de financement toujours favorables, une légère remontée des tensions sur l'appareil productif et la volonté affichée d'accélérer le développement des biocarburants.

En 2005, les entreprises ont augmenté leurs dépenses d'équipement en produits manufacturés

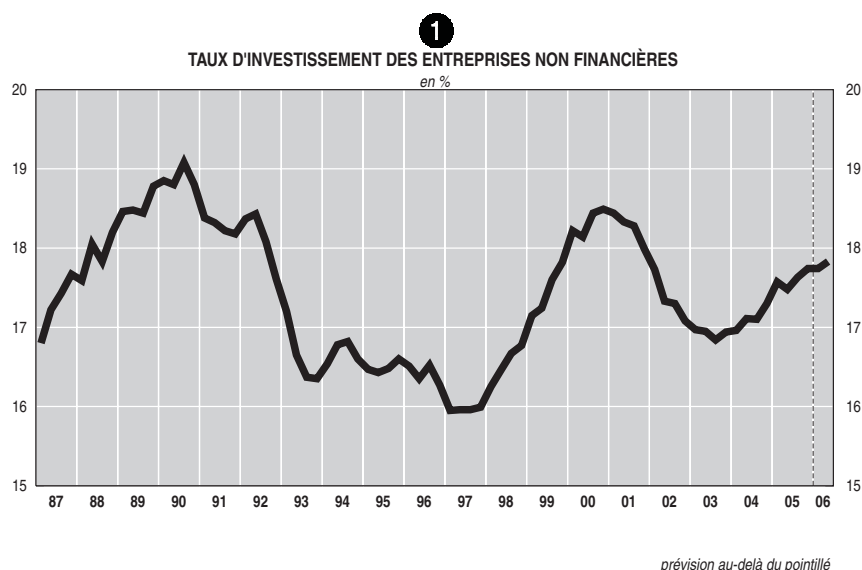
L'année 2005 se termine avec une progression de la FBCF de 1 % au quatrième trimestre. Ainsi, la formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières (ENF) croît de près de quatre points en 2005 (+3,7 % en moyenne annuelle, cf. tableau I).

Ce sont les investissements en produits manufacturés et surtout en biens d'équipement qui contribuent à ce dynamisme respectivement avec une croissance de 6,2 % et 7,1 % sur l'année 2005. Les dépenses des entreprises en construction augmentent également mais moins fortement (+2,0%). En revanche, les autres investissements effectués par les entreprises stagnent (+0,4 % seulement). Au total, le taux d'investissement a continué à croître en 2005, s'établissant à 17,7 % en fin d'année (cf. graphique 1). Il reste néanmoins inférieur de près d'un point au pic atteint à la fin de l'année 2000.

Les industriels se montrent prudents sur leurs perspectives d'investissement dans la dernière enquête de conjoncture sur les investissements.

L'enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie du mois de janvier traduit un comportement prudent. La révision apportée par les industriels au montant de l'investissement 2006 est légèrement en deçà des précédentes intervenant habituellement en début d'année. En conséquence, l'indicateur des révisions sur les investissements⁽¹⁾, qui est avancé d'environ un trimestre sur les évolutions de la FBCF, prend une valeur presque nulle (cf. graphique 2).

(1) Cf. le dossier « Prévoir l'investissement des entreprises ? Un indicateur des révisions d'anticipations dans l'enquête Investissement dans l'industrie » dans la note de conjoncture de mars 2005.



INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES (ENF)

(évolution par produit aux prix de 2000, en %)

	2005				2006		Évolutions annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	2004	2005	2006 acquis
Produits manufacturés	3,3	-0,1	1,4	2,7	0,5	1,0	3,2	6,2	4,0
Bâtiment et travaux publics	1,3	0,1	1,3	0,1	0,4	1,0	0,2	2,0	2,0
Autres	0,0	-2,4	1,6	-1,8	0,5	1,0	2,7	0,4	0,0
Ensemble des ENF	2,0	-0,6	1,4	1,0	0,5	1,0	2,4	3,7	2,5

Prévision

Ce constat doit être tempéré par l'évolution d'autres indicateurs qui préfigurent à l'inverse une poursuite de la croissance de l'investissement. Ainsi, dans l'enquête de conjoncture dans le commerce de gros, les intentions de commandes en biens d'équipement se sont stabilisées à un niveau élevé. Le solde d'opinion se situe au-dessus de sa moyenne de longue période (cf. graphique 3). Par ailleurs, ceci est confirmé par la forte croissance de l'indice de la production industrielle (IPI) en biens d'équipement depuis un an (+3,2% de novembre 2005 à janvier 2006 par rapport aux trois mêmes mois de l'année précédente). La FBCF en biens manufacturés augmenterait ainsi de 0,5 % au premier trimestre 2006.

Les autres dépenses d'investissement croîtraient sur des rythmes similaires. Les investissements en construction se consolideraient (+0,4%), conformément à la forte croissance des mises en chantier au cours du dernier trimestre 2005. Les températures relevées en janvier et février étant inférieures à la moyenne, un report des constructions du premier trimestre pourrait avoir lieu au bénéfice du deuxième. Au cours des derniers mois, un léger repli du solde relatif aux intentions de commandes en matériel informatique ramène ces dernières à un niveau moyen (cf. graphique 3). Aussi, les entreprises augmenteraient leurs investissements en service de 0,5 %.

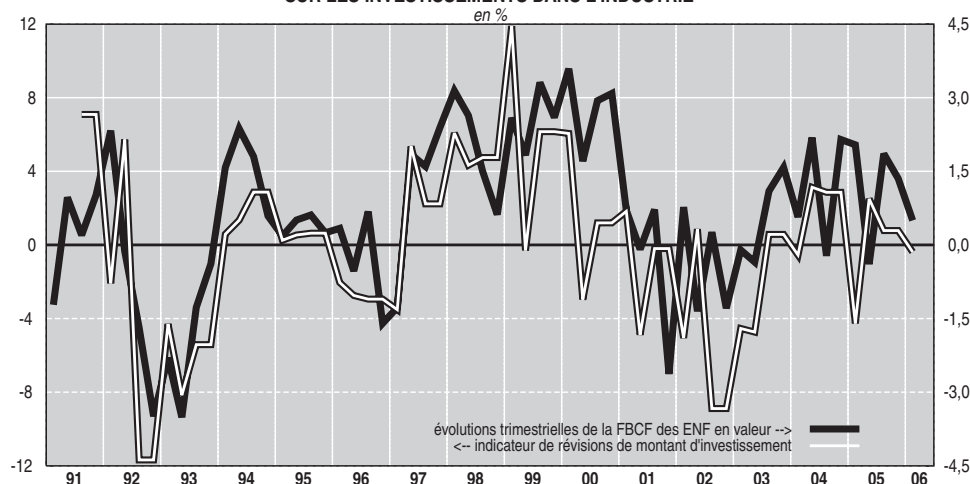
Au total, en contrecoup du quatrième trimestre 2005, la FBCF des ENF connaîtrait une évolution moins favorable au cours du premier trimestre 2006 avec une croissance de 0,5 %.

Des conditions de financement toujours favorables et une légère remontée des tensions sur l'appareil productif conduiraient les investissements à un rythme de croissance de 1,0% au deuxième trimestre 2006

Selon l'enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie du mois d'octobre, les conditions globales de financement resteraient favorables à l'investissement pour 2006. Tout d'abord, le financement par la dette est particulièrement attractif. Dans cette enquête, les industriels nous indiquent que le niveau des taux d'intérêt réels est très stimulant pour les projets d'investissement. De plus, le financement par émission d'action apparaît favorable, comme l'indique la bonne tenue des cours boursiers depuis le début de l'année. Enfin, l'autofinancement reste à un niveau élevé. La baisse observée au cours du quatrième trimestre 2005 (cf. graphique 4) est artificielle. Elle correspond à un versement exceptionnel au cours du quatrième trimestre 2005 d'une partie de l'impôt sur les sociétés (cf. fiche « Éléments du compte des administrations publiques »).

En outre, d'après l'enquête de conjoncture sur l'activité dans l'industrie de janvier 2006, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) et les goulots de production retrouvaient leurs niveaux du début d'année 2005 : 83 % et 25 % respectivement (cf. graphique 5).

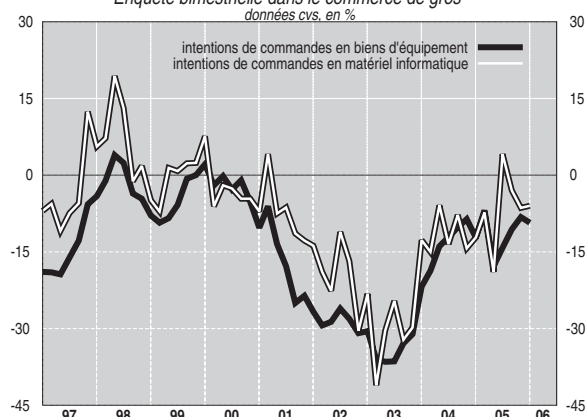
2
INDICATEUR DES RÉVISIONS DANS L'ENQUÊTE
SUR LES INVESTISSEMENTS DANS L'INDUSTRIE



3

SOLDE D'OPINION SUR LE NIVEAU DES INTENTIONS DE COMMANDES (en mois n et n+1)

Enquête bimestrielle dans le commerce de gros
données cvs, en %



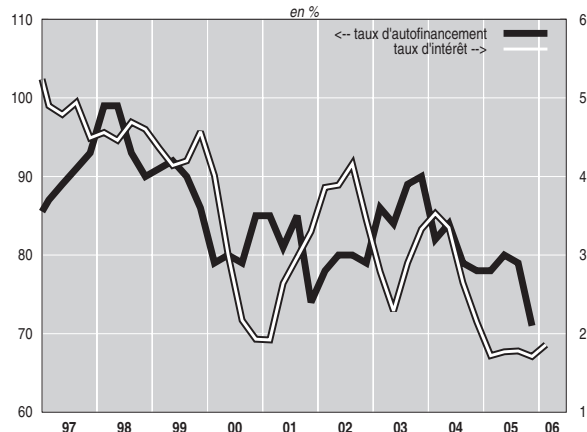
Enfin, le souhait d'accélérer le développement des biocarburants commencerait à avoir un impact sur l'investissement des industriels notamment par le biais de la création de nouvelles usines.

Ainsi, avec une hausse de 1,0 % au cours du deuxième trimestre 2006, l'investissement reprendrait un rythme de croissance proche de la moyenne observée sur les dix dernières années. ■

4

TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES SNF* ET TAUX RÉEL À 10 ANS**

en %



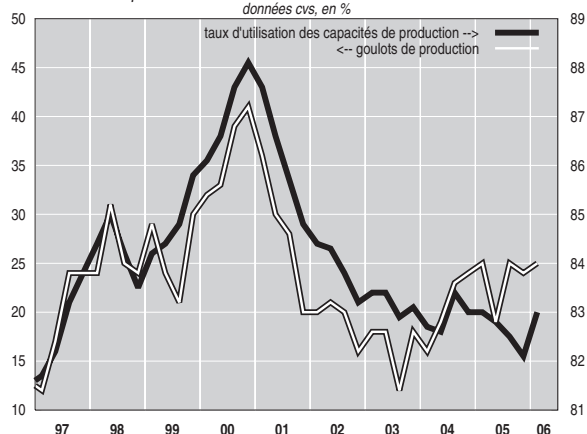
*Le taux d'autofinancement des SNF est le ratio de l'épargne des Sociétés Non Financières rapportée à leurs investissements.

** 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.

5

TENSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION

Enquête trimestrielle sur l'activité dans l'industrie
données cvs, en %



Stocks

Fin 2005, les variations de stocks déjà très dynamiques, ont encore augmenté. La contribution des variations de stocks à la croissance a ainsi été positive (+0,1%) au quatrième trimestre de 2005, essentiellement sous l'effet d'une amplification du stockage de produits manufacturés. Les principaux déterminants du comportement de stockage demeurant favorables, l'évolution des stocks resterait à des niveaux élevés : les conditions financières continueraient d'être accommodantes et la demande évoluerait encore sur un rythme soutenu au premier semestre de 2006. En outre, dans les enquêtes de conjoncture, les stocks étant jugés globalement en ligne avec les perspectives de production, une correction marquée du niveau des stocks industriels paraît peu envisageable à court terme. Dans ces conditions, les stocks continueraient de croître, sans toutefois accélérer. Les variations de stocks contribueraient négativement à la croissance au premier trimestre de 2006 (-0,1 point), puis seraient neutres au second trimestre.

Au quatrième trimestre de 2005, l'accélération du stockage s'explique par l'industrie manufacturière hors automobile

La contribution des variations de stocks à la croissance a été positive au quatrième trimestre de 2005 (+0,1 point), après avoir pesé sur l'activité au troisième trimestre (-0,3 point). Sur l'ensemble de l'année 2005, la contribution des variations de stocks à la croissance s'établit à +0,2 point (après +0,8 point en 2004). Cette contribution reflète un moindre stockage de produits énergétiques et de produits agroalimentaires, alors que le comportement de stockage de produits industriels est resté globalement dynamique (cf. tableau 1).

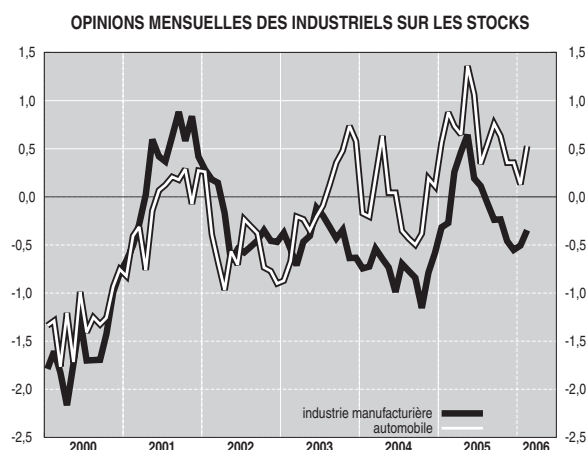
Au quatrième trimestre de 2005, la légère accélération du stockage s'explique essentiellement par l'industrie manufacturière : les variations de stocks de ce secteur contribuent en effet à elles seules pour 0,8 point à la croissance de la production manufacturière, soit 0,3 point de croissance du PIB. La contribution positive des variations de stocks de produits manufacturés s'explique par un restockage de biens intermédiaires (contribution de +0,3 point à la croissance du PIB), de biens d'équipements (+0,2 point) ainsi que de biens de consommation (+0,1). En revanche, les industriels du secteur de l'automobile

TABEAU 1 : CONTRIBUTION DES VARIATIONS DE STOCKS À LA CROISSANCE

	(en %)	
	T4-2005	Année 2005
Produits agricoles et agro-alimentaires	-0,1	-0,1
Biens manufacturés	0,3	0,4
dont : Biens de consommation	0,1	0,2
Automobile	-0,3	-0,2
Biens d'équipement	0,2	0,1
Biens intermédiaires	0,3	0,3
Produits énergétiques	0,0	-0,1
Autres (construction, services)	0,0	0,0
TOTAL	0,1	0,2

ont procédé à des déstockages massifs au quatrième trimestre de 2005 (-0,3 point). D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks d'automobiles sont jugés plus lourds que ceux de l'ensemble de l'industrie (cf. graphique 1). Dans ces conditions, pour répondre à une demande en automobiles moins vigoureuse qu'anticipée dans les rythmes de production passés, les chefs d'entreprise de ce secteur ont logiquement moins sollicité l'appareil productif (la production de la branche automobile s'est contractée de 3,7% au quatrième trimestre) et ont préféré écouler leurs stocks de véhicules.

1



CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE

(en %)

	Glissements trimestriels										Moyennes annuelles		
	2004				2005				2006		2004	2005	2006 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)	0,8	2,9	5,7	3,9	4,0	4,9	3,7	4,2	3,9	3,8	13,3	16,9	
Contribution des stocks ⁽¹⁾ à l'évolution du PIB (en points de PIB)	0,3	0,6	0,7	-0,5	0,0	0,2	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	-0,1

■ Préviation

(1) Les variations de stocks sont y.c. acquisitions nettes d'objets de valeur.

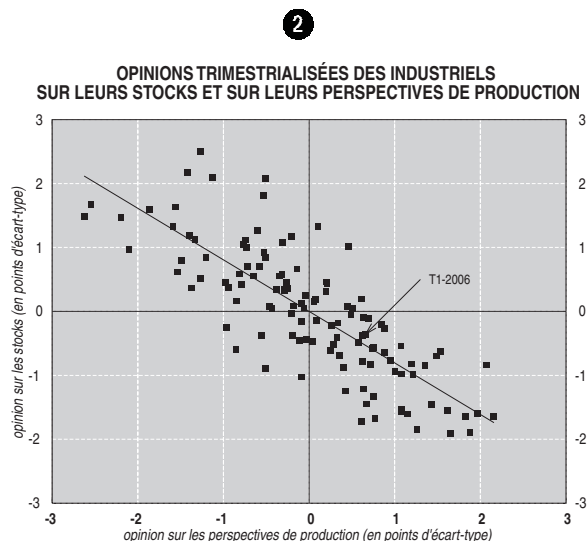
Le stockage resterait soutenu au premier semestre de 2006, sans toutefois accélérer

D'après l'enquête de conjoncture de février, le niveau des stocks⁽¹⁾ est jugé globalement en phase avec l'état des anticipations des industriels (cf. graphique 2). À l'horizon de prévision, il n'y aurait donc pas de correction marquée des variations de stocks par rapport à leur niveau actuel et la dynamique des stocks suivrait l'évolution de ses déterminants traditionnels. Pour se prémunir du risque de rupture de stocks, synonyme de pertes de parts de marché, les entreprises gèrent les stocks de manière à amortir les fluctuations de la demande. Les anticipations de demande des chefs d'entreprise constituent donc un élément essentiel pour expliquer et prévoir le comportement de stockage. Or, les réponses des chefs d'entreprise dans les dernières enquêtes suggèrent une nette amélioration des perspectives de demande, en particulier en provenance de l'étranger. Au cours du premier semestre de 2006, la demande intérieure devrait conserver un bon rythme (contribuant pour 0,6 point à la croissance par trimestre, comme au quatrième trimestre de 2005). Dans ces conditions, les anticipations de demande resteraient bien orientées, continuant de soutenir les stocks au cours du premier semestre de 2006.

En outre, les facteurs financiers qui conditionnent le comportement de stockage demeurent globalement favorables (cf. fiche « Financement de l'économie »). À court terme cependant, le durcissement passé des conditions monétaires et financières alourdirait légèrement le coût d'opportunité du stockage, lorsque les dirigeants d'entreprises arbitrent entre stockage et placement en actifs financiers.

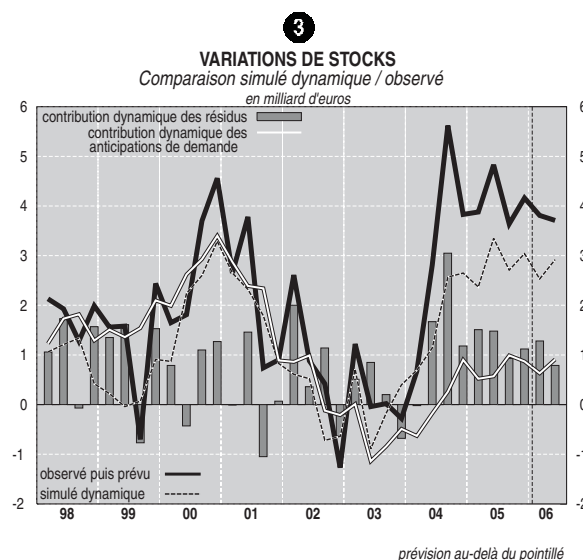
Dans ces conditions, avec des stocks de biens et services continuant de progresser sur des rythmes dynamiques, la contribution à la croissance serait

d'abord négative (-0,1 point) au premier trimestre de 2006, puis neutre au deuxième trimestre (cf. graphique 3). ■



Note de lecture :

chaque point 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 ligne continue. Au premier trimestre de 2006 (T1-2006) 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).



Note de lecture :

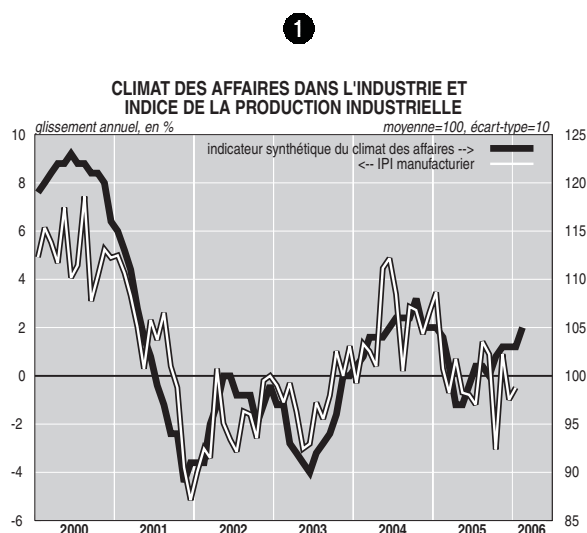
Les prévisions du taux de croissance des stocks sont calculées à partir d'un étalonnage décrit dans la note de conjoncture de décembre 2005.

(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.

Production

Au quatrième trimestre de 2005, la production de l'ensemble des branches a progressé moins rapidement qu'au trimestre précédent (+0,2% après +0,7%). Ce ralentissement est notamment dû au repli de la production manufacturière (-0,5%), particulièrement visible dans la branche automobile (-3,7%). Le repli de la production manufacturière apparaît surprenant au regard des signaux globalement positifs délivrés par les enquêtes de conjoncture et ne serait que temporaire. La production énergétique a également reculé au dernier trimestre de 2005, principalement du fait du repli de la consommation des ménages en produits énergétiques. L'activité commerciale et la production de services ont continué de croître mais moins fortement qu'au troisième trimestre. En outre, le net recul de l'investissement des entreprises en conseil et assistance a pesé sur l'activité des services aux entreprises. En revanche, la production du secteur des transports a conservé un rythme de croissance assez soutenu.

D'après les dernières enquêtes de conjoncture, le climat des affaires est bien orienté au début de 2006 dans l'industrie manufacturière et dans les services marchands. Ainsi, la production manufacturière se redresserait, sous l'effet d'une demande jugée plus vigoureuse. Elle contribuerait à stimuler l'activité dans les services marchands, qui regagnerait un peu de vigueur. La consommation des ménages favoriserait encore l'activité commerciale. Celle-ci conser-



verait un rythme de croissance soutenu, de même que les services de transports. Enfin, la production d'énergie augmenterait à nouveau. Au total, la production de l'ensemble des branches serait plus dynamique en ce début d'année et progresserait de 0,7% puis 0,6% aux premier et deuxième trimestres de 2006. En juin, l'acquis de croissance pour l'année 2006 s'élèverait alors à 1,6%.

PRODUCTION PAR BRANCHE

	Glissements trimestriels										(en %)		
	2004				2005				2006		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.	2004	2005	2006 acquis
Agroalimentaire (6,9%)	2,2	0,8	-0,1	-1,0	-1,5	-0,9	-0,3	-0,1	0,0	0,0	2,6	-2,9	-0,4
Produits manufacturés (22,4%)	0,3	1,6	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,2	-0,5	0,9	0,5	2,3	0,9	1,0
Énergie (3,6%)	-0,2	-1,3	1,0	0,2	2,0	-0,7	1,0	-1,1	0,9	0,2	2,3	2,0	0,5
Construction (6,0%)	0,5	0,6	0,3	0,7	0,9	0,3	0,8	0,3	0,6	0,9	2,7	2,5	2,0
Commerce (9,7%)	0,7	1,2	-0,1	1,2	0,6	0,1	1,3	0,7	0,9	0,7	2,4	2,7	2,7
Transports (4,6%)	1,3	1,0	1,1	-0,4	-0,1	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	4,0	1,3	2,1
Activités financières (4,9%)	0,9	1,2	1,2	1,5	1,5	1,0	1,3	1,0	1,2	1,2	2,6	5,3	3,8
Autres services marchands (28,6%)	0,4	0,8	0,2	0,9	0,6	0,2	0,8	0,4	0,6	0,6	2,3	2,3	1,8
Services non marchands (13,3%)	0,5	0,5	0,0	0,6	0,1	0,3	0,8	0,4	0,5	0,5	2,1	1,5	1,7
Total	0,6	0,9	0,3	0,7	0,3	0,1	0,7	0,2	0,7	0,6	2,4	1,6	1,6

Prévision

L'activité manufacturière se redresserait modérément au premier semestre de 2006, limitée par le recours toujours massif aux importations...

La production manufacturière a reculé de 0,5% au quatrième trimestre de 2005. Ce repli tient essentiellement à une forte baisse de la production dans la branche automobile (-3,7%), car les constructeurs ont largement puisé dans leurs stocks pour répondre à la demande. Hors automobile, la production manufacturière aurait stagné. Parallèlement, le repli des exportations explique en partie les résultats modestes de la branche des biens d'équipement. En revanche, la production de biens intermédiaires a continué d'augmenter.

L'évolution de l'activité industrielle au quatrième trimestre de 2005 apparaît surprenant au regard des signaux globalement positifs délivrés par les enquêtes de conjoncture. En particulier, l'indicateur synthétique du climat des affaires est en hausse quasi continue depuis le second semestre de 2005. Aussi ce repli s'apparenterait-il à un phénomène temporaire. De façon analogue, on observe fin 2005 un écart entre les enquêtes de conjoncture et l'activité globale en Allemagne et en Italie (*cf. fiche « Conjoncture dans la zone euro »*).

L'activité manufacturière se redresserait début 2006 : son rythme de croissance atteindrait 0,9% au premier trimestre. En effet, l'orientation favorable de la conjoncture industrielle en ce début d'année laisse augurer une amélioration de l'activité : l'indicateur synthétique du climat des affaires s'inscrit en hausse dans l'enquête de conjoncture de février 2006, s'établissant assez nettement au-dessus de son niveau de long terme. En particulier, la demande étrangère est désormais jugée vigoureuse par les chefs d'entreprise.

... et soutiendrait la production de services marchands

Au cours du dernier trimestre de 2005, la production de services marchands s'est infléchie (+0,4% par rapport au troisième trimestre après +0,8% au trimestre précédent). Ce ralentissement de l'activité a touché à la fois le secteur des services aux entreprises et celui des services aux particuliers. Dans le premier secteur, il s'explique notamment par un net recul des investissements en activités de conseil et assistance. Dans le second, il résulte en partie d'un essoufflement de la consommation des ménages en activités récréatives, culturelles et sportives. En revanche, les activités immobilières ont continué de croître à un rythme soutenu.

Au second semestre de 2006, la production augmenterait plus vite dans l'ensemble des services marchands (+0,6% aux premier et deuxième trimestres). En effet, d'après les dernières enquêtes de conjoncture, le climat des affaires reste bien

orienté en ce début d'année. En particulier, les chefs d'entreprise interrogés en février anticipent une accélération de l'activité dans les services marchands au cours des prochains mois.

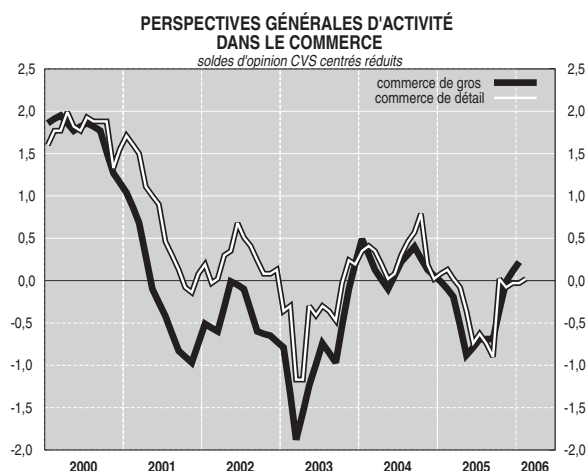
La production de services non marchands a décéléré au quatrième trimestre de 2005 (+0,4% après +0,8% au trimestre précédent), notamment sous l'effet d'un ralentissement des dépenses individualisables des administrations publiques en services de santé. Au cours du premier semestre de 2006, son rythme de croissance se stabiliserait à 0,5 % par trimestre.

Au premier semestre de 2006, l'activité commerciale continuerait de croître à un rythme assez soutenu, en lien avec les dépenses de consommation des ménages

Au dernier trimestre de 2005, l'activité commerciale a continué de croître mais moins rapidement qu'au troisième trimestre. D'après les réponses des entrepreneurs à l'enquête de conjoncture, l'activité dans le commerce de détail se stabiliserait au début de 2006. La situation serait moins bonne dans la grande distribution généraliste que dans le commerce spécialisé. Les intentions de commandes pour les prochains mois sont stables, mieux orientées dans le commerce spécialisé que dans le commerce généraliste. Les perspectives générales d'activité sont également stables et conservent leur niveau moyen depuis plusieurs mois (*cf. graphique 2*), augurant une croissance de la consommation des ménages toujours soutenue au cours des mois à venir (*cf. fiche « Consommation et investissement des ménages »*).

Dans le commerce de gros, les chefs d'entreprise interrogés en janvier témoignent d'une conjoncture plus favorable : leurs ventes ont progressé et leurs intentions de commandes se maintiennent. Leur activité bénéficie notamment de la robustesse de la consommation des ménages. Toutefois, leur activité à l'étranger est plus contrastée, car leurs ventes se

2



sont tassées, en particulier pour les exportations de biens intermédiaires. Les grossistes ne prévoient pas de ralentissement du commerce au premier trimestre de 2006. En particulier, la bonne tenue des ventes de biens d'équipement laisse entrevoir des investissements supplémentaires de la part des entreprises au cours du premier semestre (cf. fiche « Investissement des entreprises »).

L'activité dans la construction resterait porteuse début 2006

Au quatrième trimestre de 2005, l'activité du secteur de la construction a poursuivi sa progression. Sur l'ensemble de l'année 2005, sa croissance s'élève à 2,5%. L'année 2006 s'oriente vers un rythme de croissance similaire. En effet, le dynamisme de l'activité du bâtiment est toujours soutenu par la demande des ménages, qui bénéficient de conditions fiscales et bancaires favorables. Ainsi, le nombre de permis de construire délivrés ces derniers mois, notamment de logements collectifs, a poursuivi sa progression (cf. graphique 3). Parallèlement, les autorisations de construire de bâtiments non résidentiels restent orientées à la hausse. L'investissement des sociétés non financières se maintient dans le bâtiment, mais se replie dans les travaux publics.

Ainsi, l'activité du secteur de la construction augmenterait de 0,6% au premier trimestre de 2006 puis de 0,9% au deuxième trimestre. Les dernières enquêtes de conjoncture confirment la bonne santé du secteur, tant dans le bâtiment, où les niveaux des carnets de commandes restent exceptionnels, que dans les travaux publics. De plus, les entrepreneurs du secteur du BTP se déclarent toujours contraints dans leur production par l'insuffisance de main-d'œuvre. L'utilisation en prévision du nouvel indicateur de retournement dans le bâtiment confirme également la robustesse de la croissance de ce secteur (cf. dossier « Analyse de la conjoncture du bâtiment depuis 1980 et construction d'un indicateur de retournement »). Par ailleurs, cet hiver plus froid que la normale pourrait conduire à des re-

ports de chantier. Seul indice de fragilité pour les mois à venir : les promoteurs immobiliers interrogés en janvier laissent entrevoir un plafonnement de la demande de logements neufs.

Les services de transports et l'énergie seraient également bien orientés

Au quatrième trimestre de 2005, la production d'énergie s'est repliée de 1,1% principalement du fait de la baisse de la consommation des ménages en produits énergétiques. En moyenne annuelle, la production a augmenté de 2,0% en 2005 par rapport à 2004. Le taux d'indépendance énergétique de la France s'élève à 47,1% en recul de 0,2 point par rapport à 2004. Au premier trimestre de 2006, la production énergétique se redresserait, stimulée notamment par la production manufacturière.

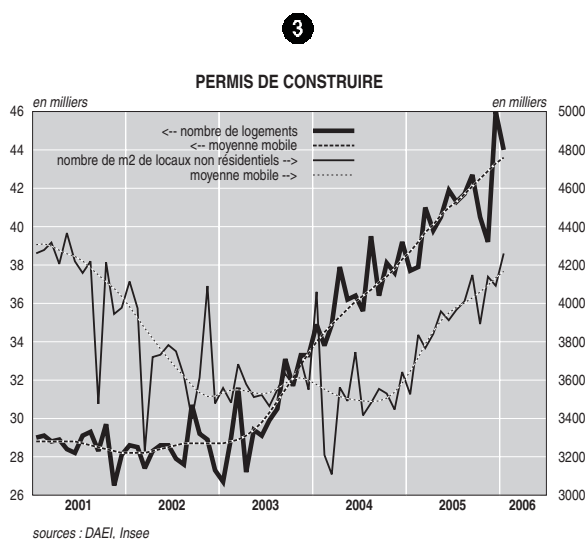
Les services de transports ont été assez dynamiques en fin d'année 2005 et devraient le rester début 2006. À cet égard, les transporteurs routiers de marchandises interrogés en janvier indiquent une amélioration de leurs perspectives d'activité.

Après un recul en 2005, la production agricole et agroalimentaire pourrait être perturbée au premier semestre 2006 par la crise de la filière avicole

En 2005, la production de céréales a diminué de façon sensible (-9,7% par rapport à 2004). Les surfaces semées en céréales d'hiver pour la campagne de 2006 seraient légèrement supérieures aux superficies récoltées en 2005. La production viticole suit la même tendance. En 2005, elle a baissé de 10% par rapport à 2004 et de 3% par rapport à la production moyenne des cinq dernières années. La dégradation des cours se poursuit globalement en France, pour toutes les catégories de vins.

Après deux années de baisse, la production bovine a légèrement augmenté en 2005 (+1,0%). Toutefois, la baisse de l'offre destinée aux abattages a favorisé la fermeté des cours ; ainsi les cours des gros bovins ont augmenté de 8,4%. En 2006, la production bovine devrait se stabiliser (+0,2%). La production porcine a baissé de 1,1% en 2005. Cette baisse devrait se poursuivre à un rythme similaire en 2006. La production de volaille, qui décroît depuis 2002, a poursuivi cette tendance en 2005. Du fait de l'apparition de la grippe aviaire, une forte baisse de la production et des cours est à craindre en 2006.

Dans l'industrie agroalimentaire, la production de viande et de lait a augmenté de 0,3% au quatrième trimestre et de 0,7% sur l'ensemble de l'année 2005. Cette augmentation se poursuivrait début 2006. ■



ENCADRÉ 1 : UNE PREMIÈRE ESTIMATION DES EFFETS ÉCONOMIQUES DE LA GRIPPE AVIAIRE EN FRANCE (CANTONNÉE AUX ANIMAUX)

Contexte sanitaire

La grippe aviaire est une maladie animale liée au virus H5N1. Dans quelques cas répertoriés par l'Organisation mondiale de la Santé (OMS), le virus de la grippe aviaire a pu se transmettre à l'homme par le biais des sécrétions respiratoires des animaux infectés, leurs déjections ou les plumes et les poussières souillées. À ce stade, selon l'OMS, seules les personnes qui ont des contacts étroits, prolongés et répétés avec des animaux malades sont exposées à une contamination par le virus aviaire.

Le 18 février, ce virus a été détecté en France et le 25 février, un élevage de dindes a été contaminé dans le département de l'Ain. Par ailleurs, au 1^{er} mars, 43 pays ont imposé un embargo sur les volailles françaises.

Un « coup de bec » au commerce extérieur

D'un point de vue économique, la grippe aviaire touche la production agro-alimentaire avicole qui représente 4,1% de la production agricole et 2,2% de l'industrie agro-alimentaire. Dans une hypothèse où le virus resterait cantonné aux animaux, la grippe aviaire aurait essentiellement un impact sur les exportations avicoles de la France. Par ailleurs, si une chute de la consommation de volailles est déjà constatée et devrait être d'ampleur conséquente, l'impact sur la consommation alimentaire globale des ménages devrait être limité, ceux-ci se reportant sur d'autres viandes telles que le porc.

En considérant l'embargo total des pays qui l'ont signifié et en anticipant un repli de 10% des importations des autres pays, les exportations avicoles se replieraient de 22% dès le premier trimestre de 2006, soit une perte d'environ 70 millions d'euros. Sur l'ensemble du secteur agro-alimentaire, ceci se traduirait par un repli de 0,7% des exportations.

Une croissance peu affectée

Concernant l'agriculture, les Comptes Nationaux Trimestriels disposent d'indicateurs trimestriels de la production à un niveau fin qui permettent notamment d'isoler la volaille. L'impact de la grippe aviaire devrait être également très visible sur la production de l'industrie agro-alimentaire, via l'indice de la production industrielle de cette branche. Le repli devrait surtout être enregistré au deuxième trimestre : dans un premier temps, les abattages de volaille ne cesseraient pas, et la chute des demandes interne et externe se traduirait par une montée des stocks. Dans un second temps, l'adaptation de la production interviendrait, faisant chuter l'activité.

En termes de production, l'impact sur les exportations avicoles se traduirait par une baisse de 0,02% de la croissance du PIB du premier trimestre 2006. Selon l'ampleur

de la chute de la consommation de volailles, mais aussi selon le degré et l'orientation de la substitution de la consommation alimentaire, l'impact final sur le PIB pourrait être plus important.

En cas de transmission de la maladie à d'autres espèces d'animaux, l'impact serait sans doute plus net, les importations agricoles pouvant alors se substituer à la production nationale. Enfin, l'impact en cas de mutation du virus et de contamination inter-humaine serait beaucoup plus important et dépasse le cadre de cette prévision.

Un léger impact inflationniste

L'analogie avec l'épizootie d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) de 2001 constitue un bon point de départ pour évaluer l'effet de la grippe aviaire sur les prix à la consommation en France.

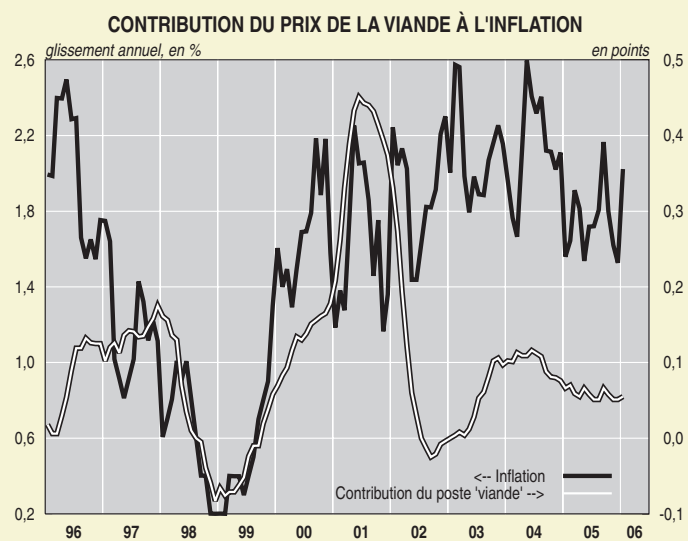
À l'été 2001, le glissement annuel des prix de la viande de bœuf s'établissait à 4,5%, tandis que celui « toutes viandes confondues » était au-dessus de 9,0%. Les consommateurs avaient alors substitué les autres viandes au bœuf, augmentant la demande en volaille, agneau et porc et accélérant donc les prix. En absence de régulation, cet effet aurait été contrebalancé, en partie, par le ralentissement des prix du bœuf. Cependant, dans le cadre de la Politique Agricole Commune, des mesures ont soutenu le prix du bœuf. Par ailleurs, la mise en place de label et les efforts des éleveurs pour produire une viande de qualité ont engendré des surcoûts et limité le ralentissement des prix. Ainsi, la contribution moyenne sur 2001 du poste viande à l'inflation d'ensemble s'établissait à environ 0,4 point (*cf. graphique*) dont 0,3 point peuvent être attribués à l'ESB.

Ce mécanisme inflationniste peut être transposé au cas de la grippe aviaire sous l'hypothèse de non-transmission à l'Homme. On assiste bien à une baisse de la consommation de volaille. En outre, celle-ci est supérieure à celle de bœuf (environ 21,4 kg par habitant en 2003, contre 14,7 kg pour le bœuf). Le poids des volailles, dans le calcul de l'indice des prix à la consommation, s'établit à 0,6% en 2006, soit un peu moins que le bœuf (0,9%), celui de la viande étant de 4,1%.

Aussi, sous les hypothèses d'une baisse d'environ 10% des prix de la volaille et d'une augmentation concomitante de 5% sur les autres viandes, l'effet net de l'épidémie de grippe aviaire sur l'inflation d'ensemble serait de 0,1 point à la hausse.

Cet effet, a priori de courte durée, pourrait être plus important si les œufs et les produits alimentaires transformés à base de volaille étaient concernés. ■

ENCADRÉ 1 (SUITE) : UNE PREMIÈRE ESTIMATION DES EFFETS ÉCONOMIQUES DE LA GRIPPE AVIAIRE EN FRANCE (CANTONNÉE AUX ANIMAUX)



La production dans la branche automobile a baissé de 3,7% au quatrième trimestre de 2005, après le recul de 3,8% observé le trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année 2005, la production automobile recule de 1,3%, après une croissance de +4,1% en 2004. Cette évolution résulte essentiellement de mouvements de stocks et des faibles performances à l'exportation. Si l'enquête de conjoncture dans l'industrie pointe une situation très détériorée du secteur, elle ne reflète pas l'ampleur du repli enregistré. Au niveau européen, le décrochage de la production automobile française intervient quelques années après celui de l'Italie et de l'Espagne, alors que la filière continue sa progression en Allemagne.

Les variations de la production automobile s'expliquent essentiellement par le profil des stocks et des exportations depuis 2000

En terme d'équilibre ressources-emplois, les composantes principales de la production⁽¹⁾ automobile sont la consommation des ménages, les flux de commerce extérieur et les consommations intermédiaires en automobiles. Pourtant, les variations trimestrielles de la production s'expliquent principalement par la dynamique des stocks et des exportations⁽²⁾ (cf. graphique 1).

Ainsi, le dynamisme de la production automobile en 2004 (+4,1%) s'explique par un gonflement important des stocks (contribution des variations de stocks de +3,0%) et non par la demande. Le dégonflement des stocks de 2005 conduit logiquement à une forte contribution négative (-2,6%) et à un repli de la production (-1,3%) en l'absence de reprise des exportations.

(1) La production mentionnée ici est la production produite utilisée dans l'équilibre ressources-emplois. Elle se distingue de la production branche qui est nette des transferts.

(2) Compte tenu de la méthode de calcul des consommations intermédiaires et du poids de l'autoconsommation (77%), la contribution des consommations intermédiaires en automobiles n'est pas informative.

Le diagnostic donné par l'enquête de conjoncture dans l'industrie est en phase avec le profil de la production automobile mais ne capte pas sa volatilité

La conjoncture dégradée du secteur automobile, notamment depuis deux trimestres, est confirmée par les chefs d'entreprise à travers l'enquête de conjoncture sur la situation et les perspectives dans l'industrie. Ainsi, selon les industriels de la branche automobile interrogés en janvier 2006, l'activité passée avait nettement ralenti. Parallèlement, l'opinion sur les stocks de produits finis continuait de décroître pour s'établir à un niveau considéré comme normal. Les carnets de commandes globaux restaient jugés assez dégarnis et la demande étrangère s'essouffait. Les perspectives personnelles de production pour les trois mois à venir se maintenaient pour leur part à un niveau reflétant une activité anticipée assez faible.

Si l'information qualitative résumée par les soldes d'opinion montre une dégradation de la conjoncture dans la branche automobile, il est intéressant d'évaluer quantitativement l'ampleur de cette dégradation, en termes de production. Pour ce faire, on relie les évolutions du taux de croissance trimestriel de la production automobile avec les soldes d'opinion de l'enquête, via l'équation linéaire suivante, dont les coefficients ont été estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires :

$$TCT(t) = 0,73 + 0,025 PRDPRE_2(t) + 0,035 PRDPRE_1(t) + 0,028 [PRDPA_1(t) - PRDPA_3(t-1)] - 0,050 [STOCKS_2(t-1) - STOCKS_1(t-1)]$$

avec les notations suivantes :

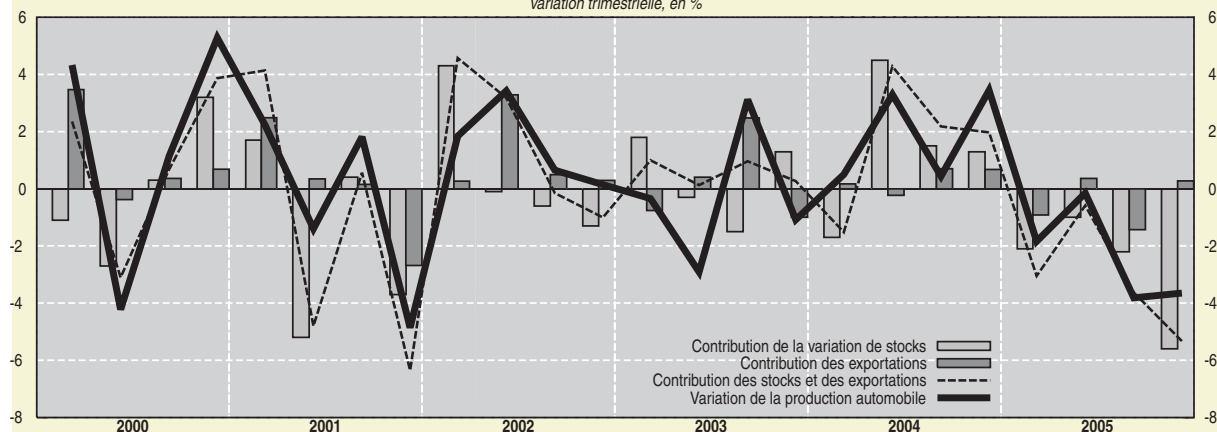
TCT(t) : variation trimestrielle de la production dans la branche automobile au trimestre t.

PRDPRE_i(t) : solde d'opinion relatif à l'évolution de la production au cours des trois prochains mois, au mois i du trimestre t.

1

CONTRIBUTIONS DES STOCKS ET DES EXPORTATIONS À L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION AUTOMOBILE

variation trimestrielle, en %



PRDPA_i(t) : solde d'opinion relatif à l'évolution de la production au cours des trois derniers mois, au mois i du trimestre t.

STOCKS_i(t) : solde d'opinion relatif aux stocks de produits finis au mois i du trimestre t.

L'enquête sur la situation et les perspectives dans l'industrie ne permettait pas d'anticiper un recul aussi prononcé de la production dans la branche automobile sur la période récente : l'étalonnage suggérait en effet 0,2% puis -0,7% aux troisième et quatrième trimestres de 2005, contre -3,8% puis -3,7% finalement enregistrés dans les Comptes trimestriels. Au premier trimestre 2006, l'étalonnage suggère que l'activité dans la branche automobile devrait poursuivre son repli (-0,7%) (cf. graphique 2).

Disparités de la conjoncture industrielle automobile dans la zone euro

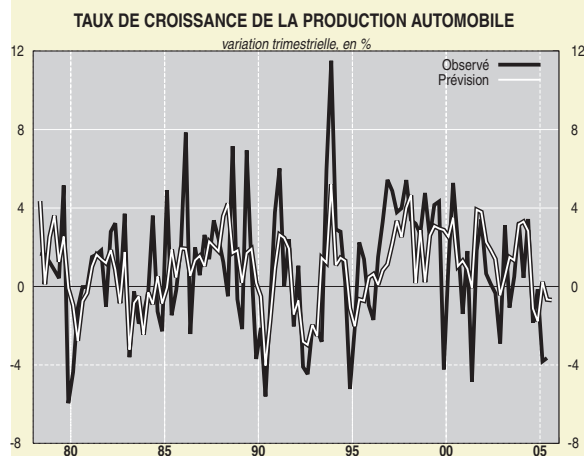
Entre 1990 et 2005, l'Indice de la production industrielle (IPI) de l'industrie automobile de la zone euro a augmenté régulièrement sur un rythme de 0,23% par mois, soit une

croissance annuelle moyenne de 2,8%. Après une période difficile jusqu'en 1993 (qui s'est même traduite par une récession en Italie avec un recul de l'activité de 40% en trois ans), tous les grands pays de la zone euro (France, Allemagne, Italie, Espagne) ont connu une augmentation régulière de l'IPI automobile (indice basé 100 en 2000) qui est passé d'environ 60 à 100 en six ans, soit une croissance annuelle moyenne de 8,9% (cf. graphique 3).

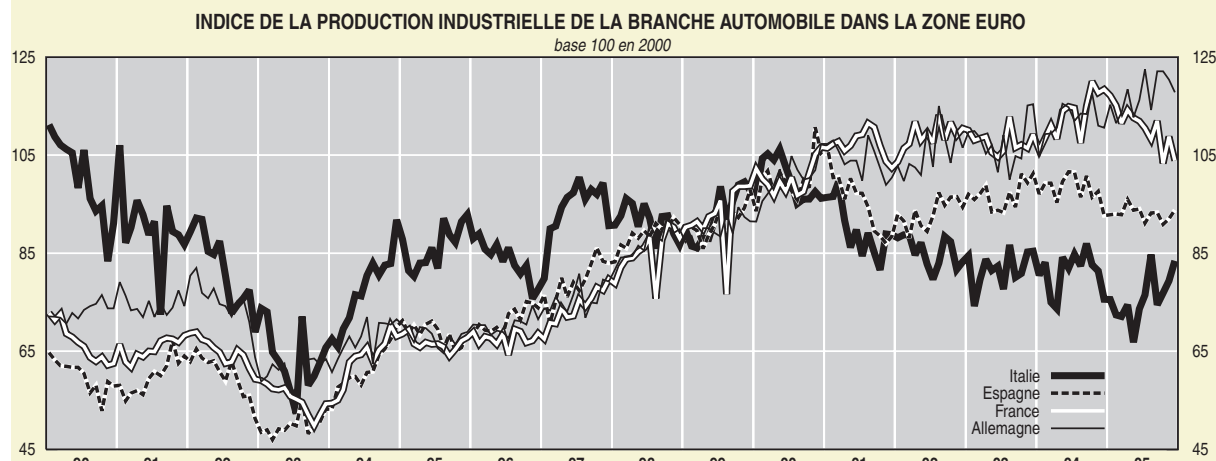
A partir de 2000, la conjoncture industrielle automobile présente des profils très disparates selon les pays. En effet, alors qu'en Allemagne et en France l'activité continue sur un rythme soutenu (+60% environ au cours des dix dernières années), l'industrie automobile stagne en Espagne et se replie en Italie.

Depuis novembre 2004, l'IPI automobile français a décroché à son tour : il perd en moyenne un point par mois alors que l'Allemagne continue sa progression sur un rythme néanmoins un peu ralenti. ■

2



3



Résultats des entreprises

Le taux de marge⁽¹⁾ des entreprises non financières en 2005 a subi le décalage entre les variations des salaires et de la productivité, dans un contexte de choc pétrolier amorti. L'accélération du pouvoir d'achat du salaire moyen par tête alors que les gains de productivité étaient réduits explique la diminution du taux de marge de 0,4 point en 2005.

Au premier semestre de l'année 2006, le taux de marge augmenterait de 0,3 point, car les gains de productivité et surtout le rétablissement du prix de la valeur ajoutée compenseraient le dynamisme des salaires.

Les marges des entreprises ont légèrement diminué en 2005

Sur le champ des entreprises non financières (sociétés non financières y compris entrepreneurs individuels non financiers) résidentes en France, l'excédent brut d'exploitation a ralenti en 2005, à +1,1% après +3,0%. Ce ralentissement résulte de la valeur ajoutée et des salaires : la valeur ajoutée ralentit de +3,2% à +2,2% tandis que la masse salariale accélère, de +2,8% à +3,2%. Par ailleurs, de nouvelles informations concernant l'agriculture causent une révision à la baisse de l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels pour 2005 qui contribue pour un cinquième à la variation de 2005.

(1) 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 (Y/L) et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation (P_{va}/P_c), ces évolutions jouant positivement ;
- les évolutions du pouvoir d'achat du salaire moyen par tête ($SMPT/P_c$) et du taux de cotisation ($W/SMPT$) employeur jouent négativement.

L'équation suivante récapitule la décomposition (cf dossier de la note de conjoncture de juin 2003) :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{SMPT}{P_c} \frac{P_c}{P_{va}}$$

Le niveau du taux de marge des entreprises non financières est plus faible en base 2000 qu'en base 1995. Les consommations intermédiaires des ENF incluent dorénavant des consommations en services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM), elles sont donc revues à la hausse. Comme les coûts d'exploitation restent inchangés, la valeur ajoutée diminue. Enfin, l'excédent brut d'exploitation varie du même montant que la valeur ajoutée. Par conséquent, le taux de marge baisse.

(2) Voir le dossier de la note de conjoncture de décembre 2005.

Le premier semestre de 2006 connaîtrait un retour progressif à l'équilibre du partage des gains de productivité

Au premier semestre de l'année 2006 les salaires ralentiraient dans un contexte de gains de productivité constants, de sorte que la contribution de ces facteurs se redresserait progressivement.

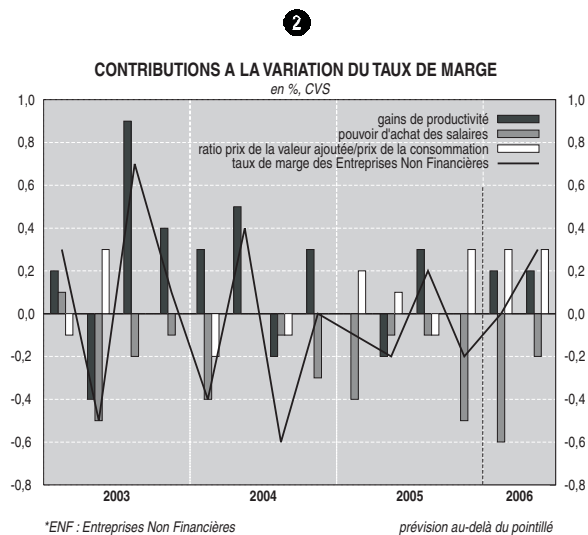
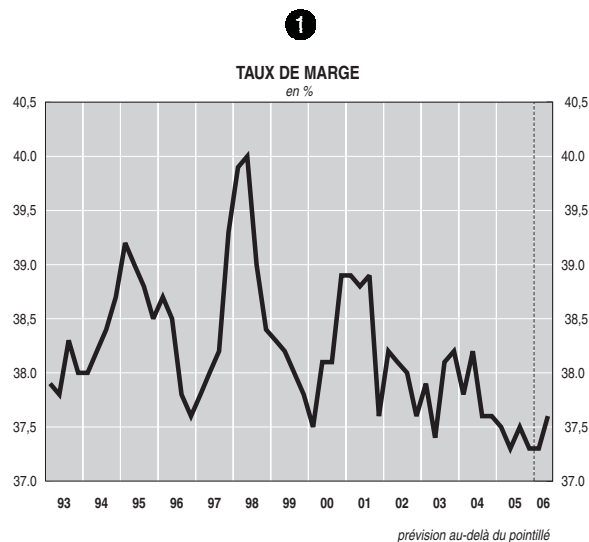
La reprise d'activité au premier semestre (+1,0% en glissement semestriel) se répercuterait lentement sur l'emploi, qui continuerait de croître à un rythme modéré. En contrepartie de ces gains de productivité (0,9% en glissement semestriel), les salaires connaîtraient une croissance dynamique. Le SMPT des ENF augmenterait en effet de 1,6% en glissement semestriel ; comme les prix à la consommation resteraient contenus, le salaire réel serait dynamique. Les cotisations sociales ne contribueraient que marginalement au changement du taux de marge (cf. *encadré Modifications de taux, dans la fiche « Revenu des ménages »*).

Néanmoins, l'évolution des salaires et de la production ce semestre augurerait d'un retour à l'équilibre.

Le taux de marge augmenterait au premier semestre, grâce au redressement du prix de la valeur ajoutée par rapport aux prix à la consommation

L'année 2005 est marquée par un choc pétrolier⁽²⁾, aujourd'hui en grand partie amorti, dont les effets temporels diffèrent suivant le type de prix considéré. Ainsi, les prix à la consommation et les prix des consommations intermédiaires ont accéléré à partir du deuxième trimestre de 2005. Les entreprises n'ont pas répercuté immédiatement ces hausses sur leurs prix de vente, ce que reflète la hausse limitée du prix de la valeur ajoutée (+0,4% aux deuxième et troisième trimestres). Ces mouvements ont concouru à diminuer le taux de marge.

À l'inverse, depuis le quatrième trimestre, et cet effet se poursuivrait au premier semestre, le prix de la valeur ajoutée croîtrait sensiblement, de +0,7% chaque trimestre. Dans le même temps, les prix à la consommation (cf. *fiche « Prix à la consommation »*) ont connu une croissance limitée. Ces deux éléments provoqueraient un redressement du taux de marge au premier semestre de 2006.



Finalement, le ratio des prix de la valeur ajoutée au prix à la consommation contribuerait nettement à l'augmentation du taux de marge au premier semestre de 2006 ; celui-ci se redresserait en effet de 0,3 point à 37,6%. ■

DÉCOMPOSITION DU TAUX DE MARGE DES ENF

(en %)

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2004				2005				2006		2004	2005	2006 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 (en %)	37,8	38,2	37,6	37,6	37,5	37,3	37,5	37,3	37,3	37,6	37,8	37,4	37,6
Variation du taux de marge	-0,4	0,4	-0,6	0,0	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,4	0,2
Contributions à la variation du taux de marge													
des gains de productivité	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,0	-0,2	0,3	0,0	0,3	0,2	1,2	0,2	0,5
du pouvoir d'achat du salaire par tête	-0,3	-0,0	-0,2	-0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	-1,0	-1,0
du taux de cotisation employeur	-0,1	-0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	-0,1
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,2	0,7
Autres éléments	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1
Rappel													
Valeur ajoutée des ENF aux prix de 2000	0,5	0,8	-0,3	0,5	0,0	-0,2	0,6	0,1	0,6	0,4	2,0	0,6	1,1
Emploi des ENF	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4
Salaire moyen par tête des ENF	0,9	0,6	0,7	0,7	0,9	0,5	0,6	0,8	1,1	0,5	2,8	2,8	2,5
Prix de la consommation	0,4	0,5	0,3	0,3	0,1	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	1,5	1,2	0,8
Prix des consommations intermédiaires	0,6	0,8	1,1	0,6	0,2	0,6	0,8	0,5	0,4	0,3	1,9	2,3	1,6
Prix de production	0,3	0,7	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	1,5	2,0	1,7
Prix de la valeur ajoutée	0,0	0,5	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	1,1	1,6	1,9

■ Prévision
Source : Insee