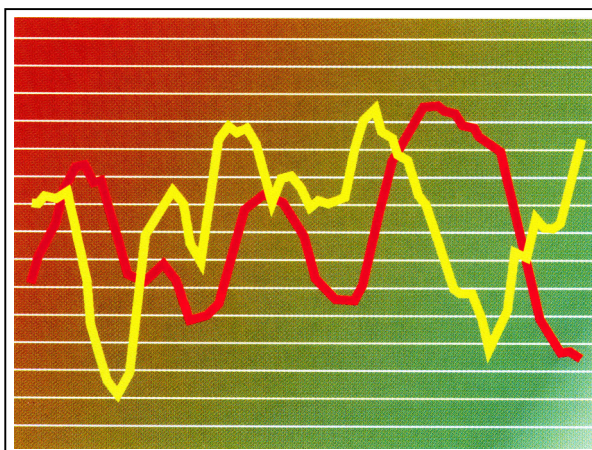


NOTE DE CONJONCTURE

JUIN 2006



NOTE DE CONJONCTURE

Juin 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
Thierry Deperraz
Benoît Ourliac

■ 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
Laurent Clavel
Véronique Cordey
Laure Crusson
Olivier Dorothée
Olivier Filatriau
Christine Fluxa
Philippe Gallot
Véronique Guihard
Sylvain Heck
Thomas Le Barbanchon
Virginie Meyer
Marie-Dominique Minne
Jérémi Montornes
Guillaume Mordant
Bertrand Pluyaude
Hélène Poncet
Cyril Rebillard
Sophie Renaud
Vivien Roussez
Philippe Scherrer
Ludovic Subran
Marguerite Sylvander
Frédéric Tallet
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 16 juin 2006

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

L'ÉCONOMIE FRANÇAISE REMONTE LE TERRAIN

- Vue d'ensemble 9

DOSSIERS

- Marché immobilier américain : quels risques ? 15
- Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise 29

FICHES THÉMATIQUES

INTERNATIONAL

- Conjoncture internationale 43
- Principaux pays partenaires de la zone euro 49
- Conjoncture dans la zone euro 56
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 61
- Pétrole et matières premières 64
- Financement de l'économie 68

FRANCE

- Échanges extérieurs 73
- Éléments du compte des administrations publiques 79
- Prix à la consommation 85
- Emploi 89
- Chômage 94
- Salaires 97
- Revenus des ménages 99
- Consommation et investissement des ménages 102
- Investissement 106
- Stocks 109
- Production 112
- Résultats des entreprises 117

COMPTE ASSOCIÉ

Encadrés

- Le recyclage des pétrodollars 46
- La fin de la déflation au Japon 54
- Impact de l'épisode de suppression et de rétablissement des quotas sur les textiles chinois 76
- La suppression de l'avoir fiscal et son traitement dans les comptes nationaux annuels et trimestriels . . . 82
- Choc pétrolier et porte-monnaie 88
- Dans quels secteurs marchands l'emploi intérimaire est-il un moyen d'ajustement de l'emploi à la production ? 92
- L'impact des crédits de trésorerie sur l'évolution de la consommation des ménages en France et au Royaume-Uni 104
- Un nouvel indicateur synthétique du climat des affaires dans le commerce de gros 115

L'économie française remonte le terrain

L'économie française a retrouvé depuis l'été 2005 une croissance plus robuste. Les chiffres du premier trimestre de 2006 sont venus confirmer cette tendance au-delà d'une progression du PIB de 0,5% en soulignant le rôle toujours moteur de la consommation des ménages et en atténuant les inquiétudes sur la tenue de nos échanges extérieurs. Il est vrai que ce premier trimestre a été marqué par un fort dynamisme de l'économie mondiale, tant en Asie qu'aux États-Unis et même en zone euro où la croissance a progressé de 0,6%, et consécutivement par une vive accélération des échanges mondiaux. Dans ce contexte, les prix du pétrole ont continué de progresser, favorisant une augmentation de l'inflation, qui est cependant restée modérée en l'absence d'effets de second tour. Ainsi les banques centrales ont été amenées à poursuivre le relèvement progressif de leur taux d'intervention, avec une répercussion sur les taux à long terme.

En zone euro, ce resserrement monétaire est appelé à se poursuivre. Avec la remontée récente du taux de change de l'euro, il contrebalancerait l'effet sur l'activité d'une demande intérieure un peu mieux orientée, grâce notamment à son redressement en Allemagne. Il installerait la croissance de la zone sur un régime proche de sa tendance de long terme.

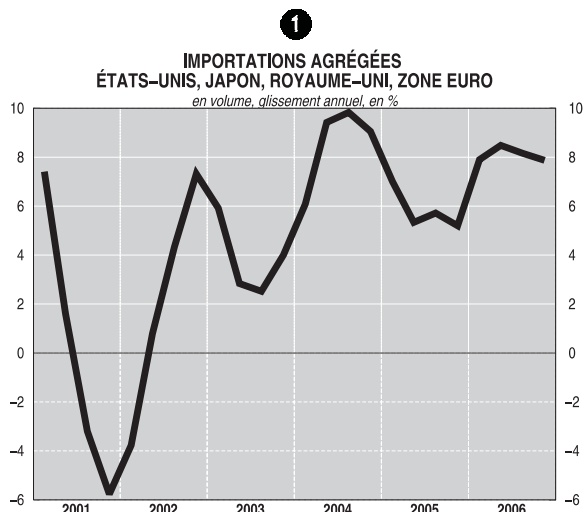
La France suivrait des tendances similaires. La croissance en 2006 atteindrait 2%, malgré la fragilité de la production manufacturière qui ne progresserait que de 1%. En contrepoint, l'augmentation de la consommation des ménages serait confortée par une meilleure orientation du pouvoir d'achat, maintenue par une stabilisation de l'inflation en dessous de 2% (1,8% en décembre). L'autre ressort de la bonne orientation de la consommation serait la poursuite de la baisse du chômage. Le taux de chômage diminuerait continûment tout au long de l'année pour se situer à environ 9% en décembre. En sus d'une augmentation moins rapide de la population active tendancielle et d'un apport conséquent des emplois aidés, cette évolution reflèterait une accélération sensible de l'emploi salarié marchand. Par ailleurs, le dynamisme du secteur de la construction ne serait pas encore affecté par un plafonnement attendu de la demande de logement en liaison avec la remontée des taux d'intérêt.

Le principal aléa sur ces perspectives réside dans l'accentuation des déséquilibres mondiaux qui renforce les risques d'une baisse du dollar susceptible d'affecter les anticipations des entrepreneurs européens. Mais à l'inverse on ne peut exclure qu'à très court terme l'élan de l'économie mondiale entraîne une dynamisation plus importante de la zone euro. ■

L'économie française a entamé l'année 2006 sur un rythme de croissance moyen mais solide de 0,5%. Deux faits nouveaux vont sans doute affecter les évolutions à venir de notre économie : la reprise européenne et tout particulièrement la reprise à l'œuvre en Allemagne (cf. dossier p.29) modifient profondément le panorama international vu de la France ; en revanche la poursuite de la hausse des prix des matières premières ainsi que la dépréciation du dollar fragilisent les bases du cycle de croissance mondiale.

Une année exceptionnelle en termes de commerce mondial, ce qui facilite une convergence économique entre les grandes zones

Un important aléa négatif s'est concrétisé depuis notre dernière prévision : sur les marchés des matières premières, les tendances qui se dessinaient déjà fin 2005-début 2006 se sont prolongées. Le cours du baril de Brent a continué de monter, pour fluctuer finalement autour de 70 dollars (hypothèse de prévision retenue jusqu'en fin 2006), entraînant dans son sillage le prix des dérivés du pétrole. De plus, l'ensemble des matières premières industrielles est resté orienté à la hausse en ce début d'année, notamment les métaux. Ce mouvement a plutôt tendance à accentuer les déséquilibres mondiaux, car les pays exportateurs de pétrole restent prudents sur l'utilisation de la manne pétrolière (cf. encadré p.46), leurs propensions à consommer les recettes additionnelles sous forme d'importations supplémentaires étant bien inférieures à celles constatées lors des chocs des années 70 (50% actuellement, contre 75% précédemment selon le FMI).



sources : Instituts nationaux, agrégation Insee

Pour autant, l'année 2006 apparaît d'ores et déjà comme exceptionnelle sur le plan des flux d'échanges commerciaux. Ces derniers auraient culminé à l'hiver 2005-06 et conserveraient encore par la suite des rythmes relativement soutenus en raison de la poursuite de l'expansion mondiale (cf. graphique 1). Vu sous cet angle, l'impact circonscrit du choc pétrolier est à nouveau confirmé. Les derniers développements sur l'inflation et les salaires témoignent d'ailleurs de l'absence d'effets de second tour.

Toutefois un durcissement général des conditions de crédit se poursuit. Les taux d'intérêt à court terme ont continué de se redresser aux États-Unis ainsi qu'en zone euro, tandis que les taux d'intérêt à long terme, en raison du maintien des perspectives de croissance et d'inflation, sont remontés dans toutes les zones industrialisées début 2006. Les marchés anticipent que la Banque Centrale Européenne va poursuivre son cycle de relèvement jusqu'en fin d'année et que la Banque d'Angleterre va remonter

FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

		2004				2005				2006				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.	3 ^e T.	4 ^e T.			
PIB	(100%)	0,5	0,8	0,1	0,6	0,1	0,0	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	2,0	1,2	2,0
Importations	(28%)	0,8	3,2	1,6	0,9	1,2	1,4	2,4	2,2	1,1	2,3	2,0	1,7	6,0	6,5	7,6
Dépenses de consommation des ménages	(54%)	0,7	0,8	0,0	1,2	0,6	0,0	0,8	0,4	0,9	0,7	0,5	0,5	2,5	2,2	2,6
Dépenses de consommation des APU*	(24%)	0,5	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,6	0,0	0,5	0,5	0,4	0,4	2,1	0,9	1,4
FBCF totale	(19%)	-0,1	1,6	-0,1	1,1	0,8	0,8	1,6	0,9	0,2	1,1	1,0	0,9	2,6	3,7	3,5
dont : ENF	(11%)	0,4	2,5	-0,1	1,3	0,5	0,4	2,2	1,1	-0,1	1,4	1,1	1,1	4,2	3,8	3,8
Ménages	(5%)	0,7	2,1	0,8	1,2	0,7	1,3	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,6	4,0	4,1	2,6
Exportations	(29%)	0,1	1,2	0,2	1,3	-0,5	0,7	2,9	1,0	3,0	1,3	1,1	1,4	3,3	3,2	7,4
Demande intérieure hors stocks		0,5	0,9	0,1	0,9	0,5	0,2	0,9	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	2,4	2,2	2,5
Variations de stocks		0,2	0,4	0,4	-0,4	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,7	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-0,3
Commerce extérieur		-0,2	-0,6	-0,4	0,1	-0,5	-0,2	0,1	-0,4	0,5	-0,3	-0,3	-0,1	-0,7	-1,0	-0,2

■ Prévision

* Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM.

Entre parenthèses : poids en 2000.

ses taux. De leur côté, les marchés des changes ont commencé à réagir fin avril à la situation économique aux États-Unis. Le dollar s'est ainsi déprécié à la fois vis-à-vis de l'euro et des devises asiatiques. Dans la foulée, les bourses se sont repliées. Dans ce contexte, le taux de change euro-dollar a été stabilisé à 1,27, soit sa moyenne sur les trois premières semaines de mai.

L'année 2006 serait non seulement exceptionnelle en terme de commerce mondial, mais elle marquerait aussi le début d'une phase de convergence des rythmes d'activité entre zones industrialisées. Ainsi, alors que les États-Unis commenceraient à plafonner (+3,5% de croissance en 2006, comme l'an passé), les pays européens seraient en accélération en moyenne annuelle : la zone euro dépasserait 2% de croissance (après +1,4% en 2005) et le Royaume-Uni atteindrait +2,4% (contre +1,8% l'an passé). Parallèlement, la reprise de l'économie japonaise se confirmerait avec une progression du PIB de 3,2%, tandis que le reste de la zone asiatique conserverait son élan. En matière d'investissement des entreprises, une scission relativement claire s'opérerait toujours entre les pays européens d'une part, plus prudents, et les États-Unis et le Japon d'autre part. Dans ce domaine, un risque lié à l'envolée des matières premières commence à apparaître : un ralentissement de l'investissement productif est observé en Asie émergente depuis le deuxième trimestre de 2004, que l'on peut sans doute relier à la fois au renchérissement des cours pétroliers et aux relèvements passés des taux d'intérêt.

Des décalages notables au sein de la zone euro en dépit de la reprise allemande

Début 2006, le fait le plus notable au sein de la zone euro est le faisceau de signaux de reprise de l'économie allemande. Si la croissance du PIB de la zone euro a été forte au premier trimestre de 2006 (+0,6%) c'est notamment grâce au rebond outre-Rhin, en particulier de la demande des ménages. La forte expansion des exportations a également soutenu la production industrielle européenne.

Sur le reste de l'année, la consommation des ménages en zone euro montrerait des signes d'accélération : certes des phénomènes temporaires soutiendraient la dynamique (notamment en Allemagne, avec l'organisation de la coupe du monde de football et l'effet d'anticipation de la hausse de TVA annoncée pour 2007), mais ce seraient plus fondamentalement la croissance de l'emploi plus rapide que l'an passé et la poursuite de la baisse du taux d'épargne qui soutiendraient cette inflexion de fond à la hausse (cf dossier Allemagne). En outre, les échanges extérieurs cesseraient de pénaliser la croissance de l'activité. En revanche l'amélioration du climat conjoncturel ne se traduirait pas par une franche accélération de l'investissement.

Pour autant les situations entre pays de la zone demeurent très contrastées. Au premier trimestre, la progression des PIB allemand et français est demeurée en deçà de la moyenne de la zone tandis que celle de l'Espagne est restée très forte. Au second semestre, les rythmes de croissance de l'Allemagne et de la France s'inscriraient dans la moyenne de la zone tandis que l'Italie resterait à la traîne.

Le ressort du commerce international n'entraîne que partiellement la production industrielle française

Reflet d'une progression exceptionnelle des échanges extérieurs dans tous les pays, la croissance des exportations de produits manufacturés a fortement rebondi au premier trimestre de 2006 en France. Un facteur nouveau de soutien a également bénéficié aux échanges français : la reprise de la demande intérieure allemande. Toutefois, les incertitudes quant à la résistance de la compétitivité extérieure et intérieure de la France sont toujours prégnantes, dans un contexte de brusque dépréciation du dollar depuis quelques semaines. Si les biens d'équipement voient leur position s'améliorer, l'effritement des parts de marché demeure toujours sensible dans les ventes de l'industrie automobile et de biens intermédiaires, avec pour miroir un plafonnement de la production dans ces deux branches.

Pour la suite de l'année 2006, la demande en provenance des deux principaux clients de la France, l'Allemagne et l'Espagne, accélérerait encore. Toutefois, le rythme exceptionnel du premier trimestre ne serait pas maintenu, car il résulte sans doute en partie d'un phénomène d'amplification des échanges extérieurs dans le monde, lié au contenu en importations des exportations. Sur l'ensemble de l'année, la croissance des exportations manufacturées en volume atteindrait tout de même le niveau record de 10,5%.

Parallèlement, l'expansion des importations manufacturées est tout aussi exceptionnelle : elle atteindrait également 10,5% cette année. La hausse des importations continue d'être poussée par des évolutions de prix peu favorables à la France.

Après le recul du quatrième trimestre de 2005, la progression de la production manufacturière de 0,6% au premier trimestre de 2006 découle en partie du dynamisme des exportations, en particulier dans la branche des biens d'équipement. Dans le même temps, l'activité manufacturière a été freinée par un important mouvement de déstockage. Cette évolution pourrait refléter des mouvements légèrement décalés entre demande intérieure et importations : pour ces dernières, la faible croissance du premier trimestre 2006 serait une compensation des fortes progressions des deux trimestres précédents. Mais les difficultés de certains secteurs se confirment. Le secteur de l'automobile, qui traverse une conjoncture difficile marquée par une concurrence vive sur le marché intérieur, ajuste sa production par le biais

TAUX D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES



de variations de stocks au profil particulièrement heurté au mois le mois. Ainsi, les enquêtes auprès des industriels suggèrent que, dès le deuxième trimestre, la production manufacturière s'installerait au second semestre sur un rythme de progression de l'ordre de 0,5% par trimestre.

Des entreprises qui investissent plus en BTP qu'en produits manufacturés

L'atonie dans l'industrie a eu des conséquences visibles sur l'investissement en début d'année. Après une fin d'année 2005 dynamique, l'investissement des entreprises s'est globalement stabilisé au premier trimestre de 2006 (-0,1 %). Le repli des dépenses en produits manufacturés a été compensé par une hausse des dépenses en construction.

La stabilisation de l'investissement au premier trimestre de 2006 serait suivie par un rebond au cours du trimestre suivant, comme le suggère l'évolution des réponses des industriels interrogés en avril dernier dans l'enquête sur les investissements. L'investissement croîtrait de +1,4% sur cette période. Au second semestre de 2006, les dépenses d'équipement 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 reste toutefois très inférieure à ce qu'elle est habituellement en période de reprise, puisqu'au total l'investissement croîtrait au même rythme en 2006 qu'en 2005, soit 3,8%. Pour autant ce rythme reste compatible avec celui plutôt atone de l'activité, comme en té-

moigne le niveau relativement élevé atteint désormais par le taux d'investissement des entreprises (cf. graphique 2) ; ainsi, il est peu probable que la demande des entreprises se renforce dans les mois à venir.

La progression de l'emploi total ramènerait le taux de chômage à 9,0% en décembre 2006

En termes d'emplois, la faiblesse industrielle se reflète notablement sur le marché des intérimaires (cf. encadré p.92). Pour autant, elle n'est pas de nature à contrecarrer le mouvement actuel de reprise du marché de l'emploi.

Après 99 000 emplois créés dans l'ensemble de l'économie française en 2005, le nombre de créations d'emploi doublerait en 2006 et atteindrait 196 000.

Cette progression proviendrait notamment d'une accélération dans le secteur non marchand, où l'emploi aidé progresserait fortement au cours du premier semestre de l'année. En outre, depuis la mi-2005, le rythme de croissance dans les secteurs marchands s'est infléchi à la hausse. En revanche, au second semestre, la montée en charge du Plan de Cohésion social serait terminée, et l'emploi non marchand aidé cesserait de soutenir la croissance de l'emploi total.

Parallèlement, l'emploi salarié marchand conserverait un rythme de croissance stable tout au long de l'année. Portés par une activité économique robuste, les secteurs marchands créeraient 76 000 postes en 2006 (après +63 000 postes en 2005).

Grâce à la combinaison du redressement de l'emploi et de la diminution graduelle de l'accroissement de l'offre de travail 2006, le taux de chômage au sens du BIT poursuivrait sa baisse pour atteindre 9,0% à la fin de l'année.

Une accélération sensible du pouvoir d'achat des ménages portée par l'ensemble des composantes des revenus

La reprise de l'emploi restant à ce stade modérée, ce sont l'évolution salariale et la stabilité de l'inflation qui emmènent l'accélération régulière du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages : il a augmenté de 1,3% en 2005 et sa croissance atteindrait 2,4% en 2006.

Les évolutions des diverses composantes du revenu réel iraient ainsi toutes dans le même sens cette année : 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 (3,1% cette année) tandis qu'un net redressement de l'EBE des entrepreneurs individuels serait enregistré.

En outre, même si début 2006 l'inflation en France s'est légèrement redressée sous l'impact du rebond des prix énergétiques observé au premier trimestre, le glissement annuel de l'indice d'ensemble reviendrait à 1,8% en décembre 2006, le profil de l'inflation continuant d'être dicté par les évolutions des prix de l'énergie sans effet de second tour notable du choc pétrolier.

La demande des ménages, tant consommation qu'investissement, demeurerait le socle de la croissance tout au long de l'année

Les évolutions des dépenses des ménages s'inscrivent dans le sillage de celles du pouvoir d'achat des revenus depuis plusieurs trimestres. Ainsi, après un léger ralentissement au quatrième trimestre, notamment dans le secteur des biens, un nouveau rebond a été enregistré au premier trimestre de 2006 ; il a touché aussi bien les produits manufacturés que l'alimentation et l'énergie, poussant la consommation des ménages à la hausse jusqu'à atteindre +0,9%. La croissance des dépenses des ménages se poursuivrait à un rythme ferme au deuxième trimestre, soutenue par la hausse du pouvoir d'achat et la baisse

graduelle du taux de chômage. Elle rejoindrait un rythme de 0,5% par trimestre en seconde moitié d'année, et sur l'ensemble de l'année les dépenses des ménages augmenteraient de 2,6%.

Autre facteur favorable : au vu des dernières mises en chantier, l'investissement logement continuerait de progresser de manière régulière jusqu'à la fin de l'année, sans toutefois atteindre les rythmes de croissance observés en 2004 et 2005.

Une accélération franche de la production globale malgré le plafonnement de l'industrie

La production globale française accélérerait à 2,1% cette année après 1,2% l'an passé, mais ce rétablissement serait pour l'essentiel porté par le commerce et la construction.

D'une part, si l'activité manufacturière a retrouvé une évolution plus en ligne avec les résultats des enquêtes de conjoncture en début d'année, l'amélioration serait de courte durée : le rythme de l'industrie française plafonnerait au cours des prochains trimestres. La production énergétique suivrait cette évolution.

Au contraire, l'activité commerciale, directement en lien avec la consommation des ménages, doublerait quasiment sa progression, avec une croissance de 3,8% après 2,0% en 2005. Les autres services marchands progresseraient également, quoiqu'un peu freinés par les services aux entreprises.

Enfin dans la construction, le rythme solide de progression serait conforté jusqu'à la fin de l'année. La reprise du logement social et du non-résidentiel compenserait le très léger ralentissement de l'investissement des ménages.

Dans ce contexte, la croissance du PIB s'installerait sur un rythme de 0,6% par trimestre jusqu'à la fin d'année, et la croissance annuelle atteindrait 2,0%. ■



Dossiers

Marché immobilier américain : quels risques ?

Anne-Juliette Bessone

Division Synthèse conjoncturelle

Après avoir apporté pendant plusieurs années un soutien important au dynamisme de l'économie américaine, le marché immobilier semble plafonner ces derniers mois. Même si les principaux organismes spécialisés tablent toujours sur un atterrissage en douceur du marché immobilier à horizon de deux ans, les implications sur l'évolution de l'investissement résidentiel et sur celle de la consommation des ménages ne sont pas négligeables. Plusieurs simulations ont été réalisées afin d'estimer les impacts potentiels du ralentissement immobilier sur ces deux composantes de la croissance Outre-Atlantique.

Afin d'évaluer l'impact sur l'investissement résidentiel, deux approches complémentaires ont été explorées. La première, d'inspiration comptable, vise à rendre compte de l'effet mécanique de la modération attendue des mises en chantier et des ventes de logements. La seconde relève davantage d'une optique d'équation de comportement, dans la mesure où elle intègre les déterminants traditionnels à la décision d'investissement : évolutions du revenu réel, de la richesse -affectée par les mouvements des prix de l'immobilier- et des taux d'intérêt. Sous l'hypothèse assez consensuelle sur les marchés que le rythme de progression des prix réels de l'immobilier est divisé par trois en 2006 par rapport à 2005, puis encore par deux en 2007, et que, en deux ans, les taux d'intérêt hypothécaires remontent de près de 100 points de base, ces deux méthodes conduisent à un ordre de grandeur similaire : environ 8 points d'investissement résidentiel en moins sur les années 2006 et 2007 (soit 1/2 point de PIB environ).

Les implications sur la consommation des ménages ont également été analysées, au travers cette fois de deux équations de comportement. L'une fait intervenir des déterminants traditionnels, à savoir le revenu courant, la richesse -immobilière et financière- ainsi que le taux de chômage. L'autre, qui s'inspire de démarches plus récentes, permet d'intégrer une variable d'extraction hypothécaire (Housing Equity Withdrawal). En retenant les mêmes hypothèses que précédemment, la première modélisation fait ressortir un impact de l'ordre d'1/2 point de consommation en moins sur les deux ans. La seconde modélisation suggère cependant un effet plus faible.

I. Un marché immobilier encore dynamique mais qui montre des signes d'essoufflement

Le marché immobilier américain apparaît encore globalement bien portant actuellement. Les mises en chantier se sont même montrées très dynamiques tout début 2006, en raison de conditions météorologiques particulièrement clémentes. Néanmoins, le regain a été de courte durée. En outre, les ventes de logements ont commencé à décélérer sous l'effet de la montée des prix et des relèvements de taux

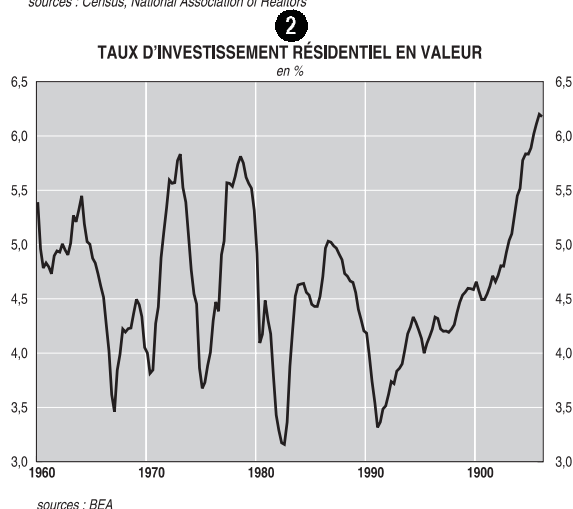
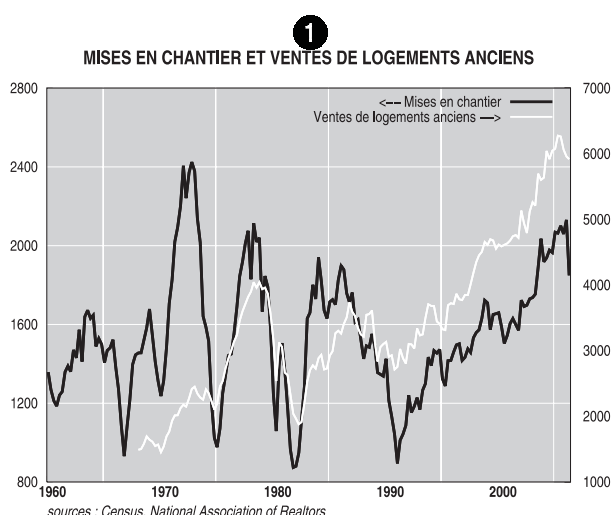
d'intérêt, qui ont fini par peser sur l'accession à la propriété. Les demandes de prêts hypothécaires se sont donc infléchies graduellement. Pour autant, d'après les organismes spécialisés, le scénario le plus probable demeure celui d'un atterrissage en douceur du marché immobilier.

Un marché immobilier encore assez bien orienté

Depuis le creux de 1991, la bonne orientation du marché immobilier aux États-Unis ne s'est pas dé-

mentie. Les mises en chantier ont même atteint des niveaux historiquement élevés, proches de ceux enregistrés à la fin des années 1970 (cf. graphique 1). Elles tendaient cependant à plafonner ces derniers mois, avant que l'hiver particulièrement clément et l'effort de reconstruction suite au passage des ouragans Katrina et Rita ne les fassent repartir à la hausse tout début 2006 : mais dès février, des replis marqués ont été enregistrés. Les ventes de logements anciens se sont également montrées dynamiques ces dernières années, même si elles ont marqué le pas à partir du troisième trimestre de 2005.

Marché immobilier américain : quels risques ?



Dans ce contexte encore globalement favorable, le ratio en valeur de l'investissement résidentiel sur le PIB s'est encore accru. Il n'a d'ailleurs pratiquement jamais cessé d'augmenter depuis début 1991 et dépasse désormais 6%, soit un niveau jamais égalé depuis 35 ans

(cf. graphique 2). Dans le même temps, les prix de l'immobilier sont restés globalement orientés à la hausse. Entre 1995 et 2005, ils ont ainsi pratiquement doublé. Sur cette même période, l'indice des prix des logements unifamiliaux publié par l'OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Over-

sight) a augmenté de 60% en termes réels (cf. graphique 3). Le prix médian des logements neufs a enregistré de son côté une hausse légèrement plus modeste, de l'ordre de 40%, tandis que le prix médian de l'ancien a progressé de plus de 50%.

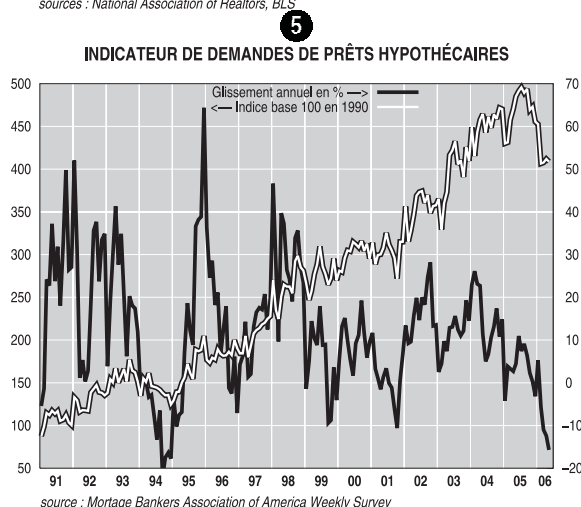
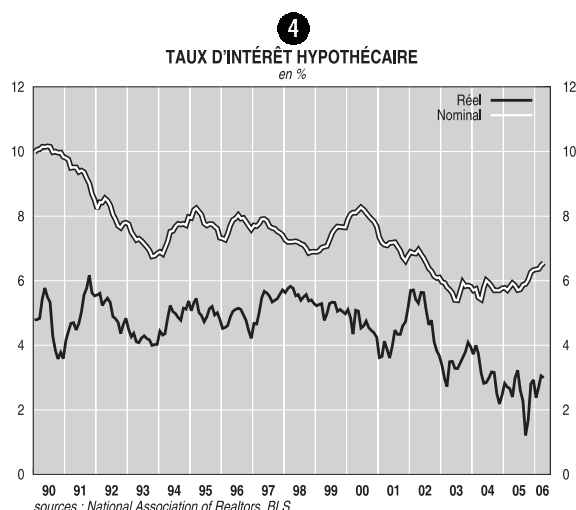
Une hausse des prix de l'immobilier essentiellement liée à des facteurs structurels (règles strictes d'urbanisme, démographie) ainsi qu'à des conditions de financement particulièrement favorables

En dépit de cette envolée des prix, la plupart des études récentes (cf. [17] et [18]) écartent l'idée d'une véritable bulle immobilière à l'échelon national. C'est le cas notamment de l'étude de l'OCDE, qui conclut à une surévaluation du marché de seulement 1,8% en 2004.

Cette estimation est fondée sur l'idée suivant laquelle, à l'équilibre, les arbitrages entre location et achat de logement devraient conduire à l'égalité entre le loyer et le coût de la propriété, ce dernier étant estimé comme le produit du prix de l'immobilier par un « coût d'usage du logement ». Ce coût d'usage est par définition fonction du taux d'intérêt du prêt net de taxe (cf. déductions éventuelles des paiements d'intérêt du revenu imposable), du taux de taxe foncière, du taux de croissance annuel anticipé de la valeur du bien (i.e. de la plus-value), de l'amortissement et du coût de maintenance du logement ainsi que de la prime de risque associée à l'investissement immobilier.

Suivant cette approche, à l'équilibre, le ratio prix / loyer doit être égal à ce coût d'usage. Dans ce cadre, la surévaluation est estimée en se fondant sur la comparaison entre le ratio prix / loyer observé, et le ratio théorique correspondant à la valeur du coût d'usage. Or, bien que le ratio prix de l'immobilier / loyer ait fortement augmenté en 10 ans (plus de 40% de hausse), depuis 2000, la valeur d'équilibre et

Marché immobilier américain : quels risques ?



la valeur observée du ratio prix / loyer auraient évolué parallèlement et l'écart qui les sépare se serait avéré négligeable. D'après ce critère, il n'y aurait donc guère de surévaluation sur le marché immobilier, du moins à l'échelle nationale.

La dynamique ininterrompue des prix s'expliquerait donc avant tout par des facteurs structurels. Les strictes règles d'urbanisme auraient eu des conséquences sur la rigidité de l'offre et donc sur les hausses de prix (cf. [17]). Ainsi, dans certaines agglomérations, la lourdeur des règlements d'urbanisme a considérablement freiné la construction de logements, ce qui a limité l'offre et entraîné de ce fait une augmentation des prix dans les communes concernées mais aussi dans les villes voisines. Ce serait notamment le cas en Californie,

dans le Massachusetts, le New Hampshire, le New Jersey et à Washington D.C.

Les évolutions démographiques auraient aussi joué un rôle important (cf. [12]), dans la mesure où plusieurs phénomènes ont marqué les années récentes - et risquent encore de s'amplifier à l'avenir. En premier lieu, les générations issues du baby-boom ont, de par leur nombre et leur richesse accumulée, alimenté la progression de la demande, notamment de résidences secondaires. C'est également le cas de la seconde génération d'immigrés, qui bénéficient de revenus plus élevés que la première. Parallèlement, le détournement des modèles familiaux traditionnels (couples avec enfants) au profit des familles monoparentales et/ou recomposées, ou encore de personnes vivant seules, ont conduit à une hausse de la demande de loge-

ments ainsi qu'à une modification des types d'habitats recherchés. Enfin, et c'est lié en partie aux éléments précédents, l'investissement locatif a sans doute joué un rôle non négligeable dans le maintien de la dynamique du marché immobilier (cf. [17]). De fait, la part des ventes attribuables à ce type d'investissement a atteint environ 15% de l'ensemble des achats de logements en 2004, soit beaucoup plus que le niveau normal de 5%.

Plus fondamentalement, le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau (cf. graphique 4) a sensiblement soutenu la demande de logements. Ce phénomène est toutefois en passe de se résorber sous l'effet de la remontée des taux directeurs opérée par la Réserve fédérale américaine depuis la mi-2004. Les taux d'intérêt hypothécaires nominaux ont ainsi gagné plus de 80 points de base depuis le mois de juin 2005.

Une dégradation de l'accessibilité au logement qui pourrait entraîner une modération sur le marché immobilier...

Les ménages font désormais face à des contraintes financières croissantes. Sans accélérer très fortement, le service de la dette s'est alourdi courant 2005 pour dépasser 13½ points du revenu disponible brut (RDB). De son côté, le taux d'endettement apparaît élevé, puisqu'il est désormais supérieur à 120% du RDB. Dans ce contexte, les demandes de prêts hypothécaires montrent des signes de fléchissement : un point haut aurait été atteint dans le courant du second semestre de 2005 (cf. graphique 5). Un autre signal de tassement à venir du marché immobilier transparaît dans la dégradation de l'accessibilité au logement (cf. graphique 6). Celle-ci se détériore en effet de façon quasi continue depuis la mi-2004, sous l'effet de la flambée des prix et de la remontée des taux d'intérêt. Au total, la confiance sur le marché immobilier se dégrade sensiblement depuis la fin de l'année dernière (cf. graphique 7).

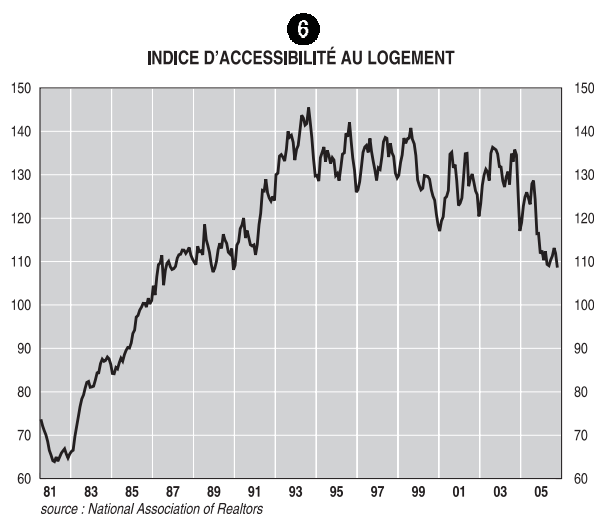
Marché immobilier américain : quels risques ?

Tableau 1 : Prévisions sur le marché immobilier

	Moyennes annuelles en %			
	2005	2006	2006 (*)	2007
Mises en chantier				
Freddie Mac		-4,1	-4,8	-6,8
Mortgage Bankers Association		-6,1	-6,2	-3,5
National Association of Realtors		-3,2	-4,1	-7,6
Scénario retenu	6,3		-4,5	-5,0
Ventes de logements anciens				
Freddie Mac		-7,0		-4,0
Mortgage Bankers Association		-7,1		-3,3
National Association of Realtors		-6,0		1,1
Scénario retenu	4,4		-5,0	-2,0
Prix médian de l'ancien				
Freddie Mac				
Mortgage Bankers Association		6,2	6,1	4,7
National Association of Realtors		6,0	5,7	4,8
Scénario retenu	12,8	-	-	-
Prix médian du neuf				
Freddie Mac				
Mortgage Bankers Association		2,6	8,2	3,7
National Association of Realtors		2,2	6,6	5,6
Scénario retenu	7,5	-	-	-
Prix réel de l'immobilier OFHEO				
Scénario retenu (1)	10,1		3,5	2,0
Taux d'intérêt hypothécaire à 30 ans				
Freddie Mac		6,4		6,6
Mortgage Bankers Association		6,5		6,8
National Association of Realtors		6,6		7,0
Scénario retenu	5,9	6,5		6,8

(*) en tenant compte des données disponibles sur le début de l'année 2006

(1) L'indice de prix OFHEO est surtout guidé par l'évolution des prix dans l'ancien



Note de lecture :

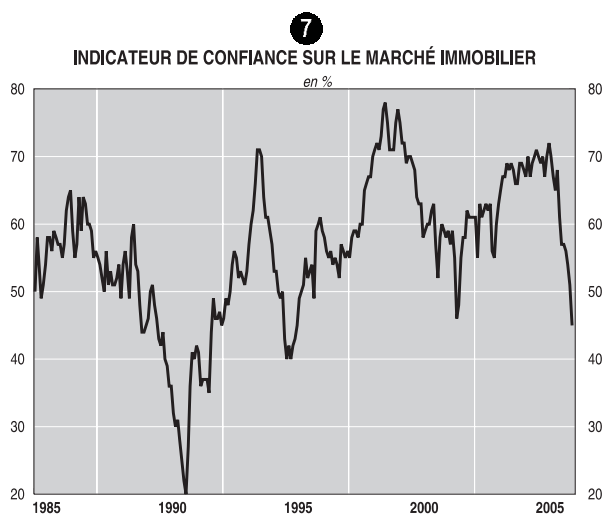
- Cet indicateur vaut 100 si un ménage percevant le revenu médian peut obtenir un prêt pour acheter un bien au prix médian.

- Une baisse de cet indicateur signifie qu'un ménage percevant le revenu médian a de plus en plus de difficulté à acheter un bien au prix médian.

...pour autant, le scénario le plus probable demeure celui d'un atterrissage en douceur

En dépit des premiers signes de plafonnement du marché immobilier, la plupart des organismes spécialisés dans ce domaine anticipent un atterrissage en douceur (cf. [13], [14], [15], [16]). Par rapport aux ordres de grandeurs récents fournis par ces institutions, des évolutions moyennes ont été retenues de façon à simuler par la suite les effets du ralentissement immobilier sur l'investissement et la consommation des ménages (cf. tableau 1). Ainsi, les mises en chantier sont supposées se replier dès 2006 (-4,5% puis -5,0% en 2007). Les ventes de logements anciens, compte tenu de la détérioration enregistrée cet hiver, sont attendues en net repli en 2006 (-5,0%), une baisse moins marquée

Marché immobilier américain : quels risques ?



intervenant en 2007 (-2,0%). Quant aux prix réels de l'immobilier, ils progresseraient trois fois moins vite en 2006 qu'en 2005 (3,5%), puis encore deux fois moins rapidement en 2007 (2,0%). Enfin, une remontée des taux d'intérêt hypothécaires de 90 points de base sur les deux années est anticipée. La modération des prix et la remontée des taux se traduirait *in fine* par un infléchissement de la richesse immobilière des ménages (cf. *infra* et estimation présentée dans l'encadré n°3, équation n°5).

II. Un impact potentiel de la modération du marché immobilier sur l'investissement des ménages de l'ordre de 8 points à l'horizon 2007

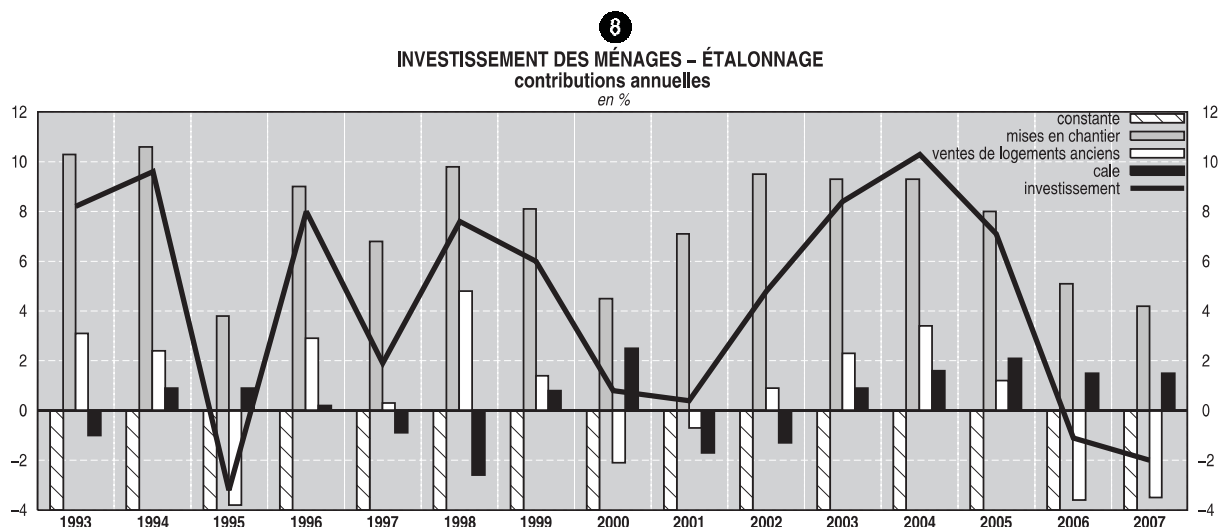
Les premiers effets du ralentissement du marché immobilier risquent de se faire sentir sur l'investissement des ménages. Deux angles d'approche sont exploités pour fournir un ordre de grandeur de l'impact potentiel. Le premier se fonde sur l'évolution attendue des mises en chantier et des ventes de logements. Le second, complémentaire, s'inspire des déterminants de la décision d'achat :

il s'agit alors de voir dans quelle mesure la modération des prix de l'immobilier et la remontée des taux d'intérêt est susceptible de jouer sur l'investissement résidentiel.

Suivant une optique « comptable », un ralentissement relativement prononcé de l'investissement résidentiel pourrait s'opérer

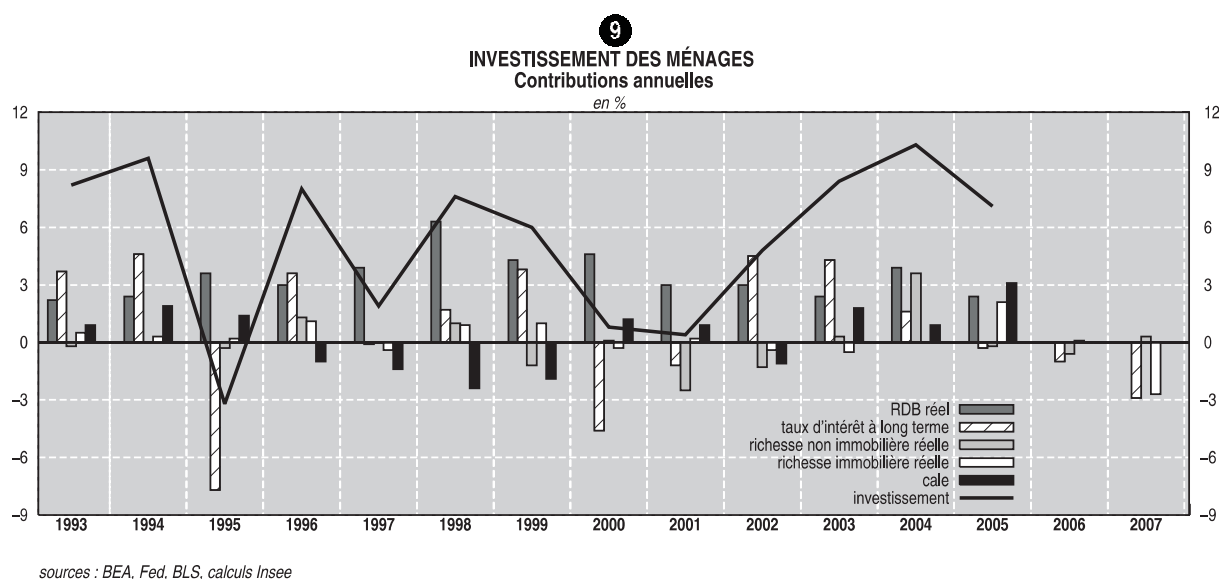
L'investissement résidentiel permet de comptabiliser la construction des nouveaux logements ainsi que toutes les dépenses effectuées par les ménages pour améliorer leur habitat. Ces deux composantes sont indirectement prises en compte au travers de l'évolution des mises en chantier d'une part et des ventes de logements anciens d'autre part.

L'étalonnage obtenu (cf. encadré n°1, équation n°1) est assez satisfaisant, même s'il sous-estime la progression de l'investissement en fin de période (cf. graphique 8). Il est exploité en prévision en faisant intervenir l'évolution des deux variables explicatives telle que retracée dans le tableau 1. En maintenant la contribution du résidu de l'étalonnage à celle observée ces deux dernières années, l'investissement résidentiel pourrait se replier de 1% en 2006 puis de 2% en l'année suivante.



sources : BEA, Census, National Association of Realtors, calculs Insee

Marché immobilier américain : quels risques ?



Une modélisation davantage économique du comportement d'investissement résidentiel conduit à une baisse tout aussi importante mais plus graduelle

De façon alternative à l'approche pratiquement comptable présentée ci-dessus, le comportement d'investissement a été cette fois modélisé au moyen des variables les plus déterminantes dans la décision d'achat d'un logement : l'évolution du revenu disponible brut réel, de la richesse réelle et des taux d'intérêt (cf. encadré n°1, équation n°2). Le cadre d'analyse exploré ici est à rapprocher de celui traditionnellement adopté lors d'estimation d'équation de consommation (cf. infra pour plus de détails). Les fondements théoriques sont cependant plus flous, comme le rappellent notamment les auteurs de l'étude [1] : « il existe à notre connaissance peu de travaux théoriques analysant le comportement d'investissement-logement », notamment parce que ce poste de dépenses est finalement relativement hétérogène.

Comme précédemment, la simulation obtenue sous-estime l'investissement sur la période récente, et notamment en 2005 (cf. graphique 9). Cette année-là, il convient de noter que l'effet de richesse immobilier semble avoir joué un rôle important dans la dynamique de l'investissement. Ce

phénomène peut être relié aux résultats de la dernière enquête sur la situation financière des ménages (cf. [5]). De fait, elle indique que la hausse des prix immobiliers a permis aux ménages d'extraire des liquidités (par exemple en contractant un nouveau prêt adossé sur leur logement), dont pratiquement la moitié a servi à l'amélioration de l'habitat, ce qui a mécaniquement soutenu l'investissement.

Ce qu'il semble intéressant à prendre en compte dans une optique prévisionnelle est l'effet de la modération attendue des prix de l'immobilier (et par conséquent de la richesse immobilière, cf. infra et encadré n°3, équation n°5 pour la modélisation retenue) et de la remontée des taux d'intérêt (suivant les ordres de grandeurs fournis dans le tableau 1). Cet impact se lit directement au travers des replis marqués des contributions de ces deux variables à l'investissement simulé (cf. graphique 9). Il apparaît qu'elles soustraient, toutes choses égales par ailleurs, 3½ points au taux de croissance de l'investissement en 2006 et 4 points en 2007.

Au total, l'effet cumulé sur les deux années est, suivant les deux approches retenues, de l'ordre de 8 points d'investissement en moins (soit environ 0,5 point de PIB). L'impact est cependant davantage

concentré sur 2006 si l'on se fonde sur l'étalonnage réalisé sur les mises en chantier et les ventes de logements. A contrario, et de façon assez naturelle, l'équation de comportement lisse l'effet du ralentissement du marché immobilier.

Il convient de rappeler que les ordres de grandeurs proposés ici sont largement contingents aux hypothèses retenues sur les variables explicatives. À titre de comparaison, l'étude [9] estime un effet beaucoup plus important : de l'ordre de 15 à 30% de chute de l'investissement résidentiel. Mais cette évaluation repose sur une correction massive des mises en chantier (entre 15 et 30%) et équivaut selon les auteurs à faire revenir le ratio investissement / PIB en valeur à son niveau moyen des 25 dernières années. Ces hypothèses, qui ne peuvent certes être écartées, correspondent cependant à un scénario peu répandu actuellement.

III. La consommation des ménages pourrait être amputée d'1½ point sur les deux prochaines années sous l'effet du freinage du marché immobilier

Les prémisses du plafonnement du marché immobilier peuvent faire également craindre une modéra-

Marché immobilier américain : quels risques ?

tion des dépenses des ménages dans les trimestres à venir, notamment parce qu'elles s'accompagneraient d'un amoindrissement des effets de richesse. De manière à fournir des éléments de quantification de l'impact potentiel de ce phénomène, deux équations de consommation ont été estimées. La première fait intervenir des déterminants standards (revenu et richesse essentiellement), tandis que la seconde, suivant en cela des démarches plus récentes, introduit une variable d'extraction hypothécaire.

L'effet de la modération du marché immobilier sur la consommation des ménages est dans les deux cas appréhendé de la façon suivante : un infléchissement des prix de l'immobilier est susceptible de se traduire à terme par un tassement de la richesse (ou de l'extraction hypothécaire) qui est de nature à modérer la consommation des ménages. Autrement dit, trois étapes successives sont présentées :

- la première consiste à estimer l'équation de consommation avec effet de richesse (ou d'extraction hypothécaire) ;
- la deuxième vise à fournir une relation entre la richesse (ou l'extraction hypothécaire) d'une part et les prix de l'immobilier et les taux d'intérêt d'autre part ;

- enfin, la troisième permet, à partir des hypothèses retenues dans le tableau 1, d'exploiter les équations obtenues lors de la seconde étape pour les intégrer ensuite dans les équations de consommation réalisées au cours de la première étape.

L'estimation d'équations de consommation amène à retenir une influence non négligeable du crédit hypothécaire (première étape)

L'effet de la richesse sur la consommation est traditionnellement analysé dans le cadre de la théorie du revenu permanent ou du modèle de cycle de vie, suivant lesquels le niveau de consommation dépend du revenu permanent des ménages, i.e. du flux de revenu courant et anticipé ainsi que du stock de richesse. Étant donné un niveau de revenu permanent anticipé, les ménages sont supposés dépenser sur l'ensemble de leur horizon de vie, emprunter lorsqu'ils sont jeunes, épargner dans le courant de leur vie active et désépargner quand ils sont plus âgés. Une hausse non anticipée de la richesse incite les ménages à étaler dans le temps le gain de richesse sur l'ensemble de leur horizon de vie, de façon à dépenser un peu plus et épargner un peu moins.

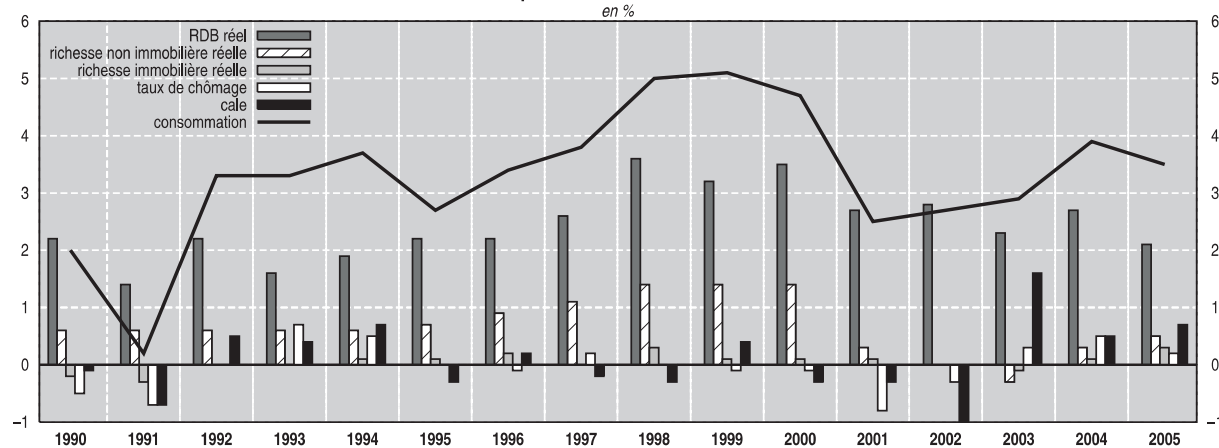
Ces théories permettent de distinguer deux canaux de financement des dépenses. En premier lieu, l'augmentation de la richesse permet directement d'accroître la consommation quand les ménages liquident leurs actifs. L'autre canal transite par le fait que l'accroissement de la richesse augmente les capacités d'emprunt, ce qui permet *in fine* de stimuler les dépenses des ménages qui étaient soumis à des contraintes de liquidité. De nombreux travaux présentent des estimations d'équation de consommation faisant intervenir des effets de richesse (cf. [2], [3], [4], [6], [8] et [11]). Les déterminants introduits sont le plus généralement : le revenu disponible brut réel courant et retardé (ou les revenus réels du travail), le stock de richesse (avec dans certains cas, une distinction entre richesse financière et richesse immobilière), le taux de chômage, les taux d'intérêt et l'inflation.

Le graphique 10 présente les résultats des simulations dynamiques obtenues à partir de l'estimation d'une équation de comportement traditionnelle (cf. encadré n°2, équation n°3). Ils apparaissent relativement satisfaisants.

Une piste alternative a été explorée de façon à introduire une variable de Housing Equity Withdrawal

10

CONSOMMATION AVEC LES VARIABLES DE RICHESSE
Principales contributions annuelles
en %



sources : BEA, Fed, BLS, calculs Insee

Marché immobilier américain : quels risques ?

(HEW), suivant en cela la démarche récente de Catte et alii (cf. [6]).

L'idée sous-jacente est d'utiliser un indicateur permettant de mesurer à quel point les ménages sont en mesure d'extraire des liquidités du marché immobilier. Le HEW est en effet calculé comme l'écart entre l'augmentation nette de la dette hypothécaire et l'évolution de l'investissement résidentiel des ménages. Cet indicateur tend à être positif lorsque les ménages renégocient leurs emprunts hypothécaires existants ou lorsqu'ils contractent un nouveau prêt hypothécaire sur le même bien pour tirer parti de la hausse de la richesse immobilière. Quand cet indicateur augmente, les ménages disposent de davantage de liquidités pour consommer. On s'attend donc à obtenir une relation positive entre la consommation et le HEW⁽¹⁾.

Le gain essentiel par rapport à l'équation précédente réside dans l'introduction d'une variable ayant trait au marché immobilier dans la relation de long terme (cf. encadré n°2, équation n°4). Les simulations dynamiques obtenues (cf. graphique 11) fournissent en outre de meilleurs résultats que l'équation précédente en 2004 et 2005.

Le lien, théoriquement non trivial, entre les prix de l'immobilier et la richesse (deuxième étape)

Ayant mis en évidence l'effet de la richesse immobilière (ou de l'extraction hypothécaire) sur la consommation, il convient à présent de relier l'évolution des prix de l'immobilier à la richesse (resp. l'extraction hypothécaire). Or, en théorie, le lien entre le prix de l'immobilier et la richesse immobilière nette n'est pas trivial. Une hausse des prix de l'immobilier peut en effet simplement refléter une augmentation de la pénurie de logements en raison d'une augmentation de la demande, sans qu'il y ait donc un accroissement net de la quantité ou de la qualité du service rendu par le logement : dans ce cas, il n'y a pas de modification de la richesse nationale.

Empiriquement, une modélisation de la richesse immobilière réelle a pu cependant être obtenue à partir du prix réel de l'immobilier, en procédant simplement à l'estimation d'une équation entre ces deux variables et les taux d'intérêt à long terme (cf. graphique 12 et encadré n°3, équation n°5).

De la même façon, une relation économétrique simple, sous la forme d'un modèle à correction d'erreur, a été recherchée entre l'indicateur HEW, le prix de l'im-

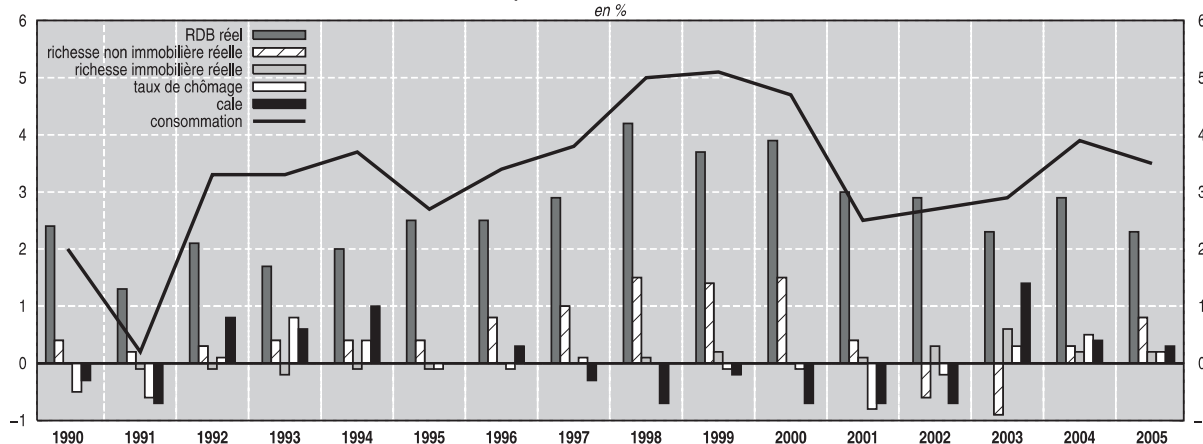
mobilier et les taux d'intérêt à long terme. Elle rend néanmoins parfois difficilement compte de la variabilité du HEW (cf. graphique 13 et encadré n°3, équation n°6).

Un impact plus important suivant l'approche traditionnelle des effets de richesse qu'avec l'extraction hypothécaire (troisième étape)

L'évolution de la consommation a été simulée à l'horizon 2007 à l'aide des différents outils exposés, en reprenant les hypothèses figurant dans le tableau 1. Les ordres de grandeurs qui en découlent sont fournis toutes choses égales par ailleurs. En particulier, l'effet de la hausse des taux d'intérêt n'est pris en compte que *via* son impact sur la richesse immobilière (ou l'extraction hypothécaire) mais en dehors des implications éventuelles sur les charges d'intérêt (et donc sur le RDB) : or, la recrudescence du recours aux emprunts à taux variables (moins de 20% des prêts hypothécaires étaient contractés à

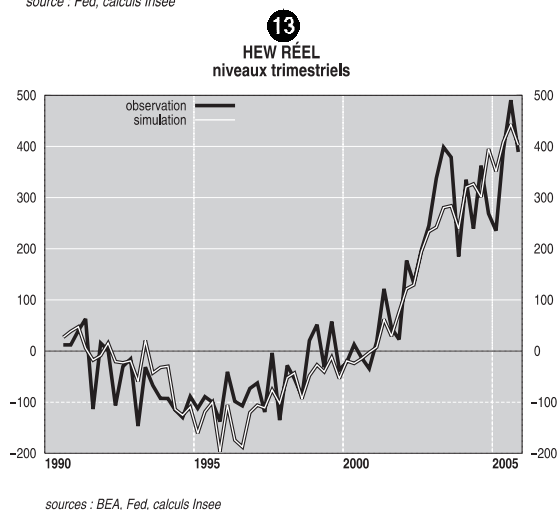
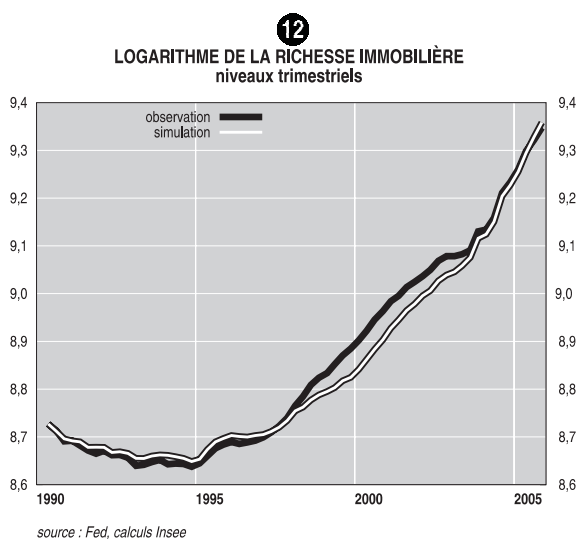
(1) Le HEW tel que calculé ici se rapproche du Mortgage Equity Withdrawal (MEW) présenté par la Fed (cf. [10]). Le MEW n'a pas pu être exploité directement dans l'estimation car il n'est pas publié en série longue. Or, il n'a pas été possible de le recalculer, en raison d'un problème de disponibilité de données. C'est pourquoi il a été choisi de procéder à un calcul très simple de HEW, cette variable s'étant avérée a posteriori très corrélée au MEW fourni par la Fed (cf. coefficient de corrélation de 0,93).

11
CONSUMATION AVEC LE HEW
Principales contributions annuelles
en %



sources : BEA, Fed, BLS, calculs Insee

Marché immobilier américain : quels risques ?



taux ajustables en 2003, contre plus de 30% en 2005) pourrait rendre cet aspect non négligeable. De la même façon, l'impact éventuel de l'atterrissage en douceur du marché immobilier sur les créations d'emploi, notamment dans le secteur de la construction, n'est pas intégré.

L'équation de consommation traditionnelle (avec effet de richesse, équation n°3) conduirait à une annulation de la contribution de la richesse immobilière à la consommation simulée dès 2006 (après +0,3 point de contribution en 2005), suivie d'une nouvelle détérioration en 2007 (-0,3 point). Dans l'équation de consommation

n°4, il apparaît que la contribution de la variable d'extraction hypothécaire à la consommation demeure élevée en 2006 et 2007, aux alentours de 0,3 point (après +0,2 point seulement en 2005, en raison d'un fort repli du HEW au premier trimestre). Suivant cette modélisation alternative, l'impact de la modération du marché immobilier serait donc bien moindre que celui simulé à l'aide de l'équation traditionnelle. Ceci est sans doute à relier au fait que la projection de la variable d'extraction hypothécaire, certes en fléchissement, est sans doute trop lisse pour rendre compte de son évolution potentielle en cas de modération des prix de l'immobilier.

Mais au total, les deux outils présentés concluent à un impact circonscrit de la modération du marché immobilier sur la consommation : de l'ordre d'½ point à la baisse sur la consommation en deux ans, sous l'hypothèse d'un ralentissement graduel des prix et d'une remontée progressive des taux d'intérêt à long terme. ■

ENCADRÉ 1 : ESTIMATION D'ÉQUATIONS D'INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL

Première estimation - étalonnage fondé sur les mises en chantiers et les ventes de logements

L'équation n°1 se présente sous la forme suivante :

$$DLINVEST = 0,002 + \underset{-2,81}{0,119} * \underset{5,60}{DLMTOT} + \underset{3,99}{0,130} * \underset{-2,03}{DLMTOT(-1)} - 0,046 * \underset{2,00}{DLMTOT(-4)} \\ - 0,060 * \underset{6,73}{DLMTOT(-8)} + \underset{2,49}{0,252} * \underset{2,60}{DLVANC} + \underset{2,49}{0,100} * \underset{2,00}{DLVANC(-1)} + \underset{2,00}{0,075} * \underset{2,60}{DLVANC(-2)} + 0,233 * \underset{2,60}{DLINVEST(-1)}$$

R² ajusté = 0,86

Période d'estimation : 1990 T1 à 2005 T2

Seconde estimation - équation de comportement

L'équation a été estimée en deux étapes. La relation de long terme a tout d'abord été exhibée en ayant recours à la méthode de Stock et Watson. Ensuite, le résidu de cette première équation étant stationnaire, il a été introduit dans l'estimation d'une relation de court terme.

1ère étape - Relation de long terme de l'équation n°2 :

$$LINVEST = -3,551 + \underset{-4,42}{1,120} * \underset{13,46}{LY} - \underset{-3,59}{0,038} * \underset{-3,59}{TXLT}$$

2ème étape - Relation de court terme de l'équation n° 2 :

$$DLINVEST = -0,006 - \underset{-2,42}{0,168} * \underset{-3,70}{EPSILONI(-1)} + \underset{3,74}{0,775} * \underset{-2,42}{DLY} - 0,017 * \underset{-2,42}{DTXLT(-1)} \\ + \underset{5,77}{0,502} * \underset{3,31}{DLINVEST(-1)} + \underset{3,31}{0,187} * \underset{2,38}{DLWNI(-2)} + \underset{2,38}{0,342} * \underset{2,38}{DLWI(-2)}$$

R² ajusté = 0,68

Période d'estimation : 1990 T1 à 2005 T2

ENCADRÉ 2 : ESTIMATION D'ÉQUATIONS DE CONSOMMATION

Première estimation - équation de comportement standard

L'équation standard retenue a été obtenue en procédant en deux étapes. La relation de long terme a tout d'abord été estimée suivant la méthode de Stock et Watson. Ensuite, le résidu de cette première équation étant stationnaire, il a été introduit dans l'estimation d'une relation de court terme.

1ère étape - Relation de long terme de l'équation n°3 :

$$LCONSO = -0,543 + 0,166 * LWNI + 0,861 * LY$$

-22,17 16,43 72,89

2ème étape - Relation de court terme de l'équation n°3 :

$$DLCONSO = 0,005 - 0,105 * EPSILON0(-1) + 0,256 * DLY + 0,031 * DLWNI(-1) - 0,029 * DLWNI(-3) \\ + 0,047 * DLWI(-1) + 0,207 * DLCONSO(-2) - 0,123 * DLCONSO(-4) + 0,020 * D2001T4 \\ - 0,011 * DTXCHOM + 0,005 * DTXCHOM(-1)$$

5,56 -3,56 5,78 1,99 -1,82
1,81 3,13 -1,98 3,83
-6,35 2,73

R² ajusté = 0,46

Période d'estimation : 1960 T4 à 2005 T2

Cette estimation appelle plusieurs remarques :

- Seule la composante non immobilière de la richesse ressort de manière significative dans la relation de long terme. L'introduction de la richesse immobilière perturbe la qualité du résidu et affaiblit ensuite la force de rappel : c'est la raison pour laquelle cette variable n'a pu être conservée.
- La richesse immobilière intervient cependant dans la relation de court terme. Elle rend le taux d'intérêt non significatif.
- L'introduction de l'inflation n'a pas été concluante.

Seconde estimation - équation faisant intervenir une variable d'extraction hypothécaire

La méthode d'estimation est la même que celle adoptée précédemment :

1ère étape - Relation de long terme de l'équation n°4 :

$$LCONSO = 0,355 + 5,74 * 10^{-6} * WNI + 5,08 * 10^{-5} * HEWR$$

6,94 17,78 3,54

2ème étape - Relation de court terme de l'équation n°4 :

$$DLCONSO = 4,62 * 10^{-3} - 0,140 * EPSILONHEW(-1) + 0,281 * DLY + 1,06 * 10^{-5} * DHEWR \\ + 0,174 * DLCONSO(-2) + 0,020 * D2001T4 - 0,010 * DTXCHOM + 4,90 * 10^{-3} * DTXCHOM(-1)$$

5,84 -4,41 6,38 1,61
2,63 3,87 -6,79 2,88

R² ajusté = 0,45

Période d'estimation : 1960 T4 à 2005 T2

Marché immobilier américain : quels risques ?

ENCADRÉ 3 : ESTIMATION D'ÉQUATIONS DE RICHESSE ET D'EXTRACTION HYPOTHÉCAIRE

Première estimation - équation de richesse immobilière

L'équation n°5 se présente sous la forme suivante :

$$DLWI = 0,001 \underset{0,16}{10^{-1}} + \underset{19,41}{1,239} * DLOFHEO - \underset{-2,84}{0,435} * DLOFHEO(-2) + \underset{2,73}{0,291} * DLWI(-2) \\ + \underset{2,48}{0,120} * DLWI(-4) + \underset{2,57}{0,004} * DTXLT(-3) - \underset{-4,98}{0,006} * DTXLT(-11)$$

R² ajusté = 0,92

Période d'estimation : 1990 T1 à 2005 T2

Seconde estimation - équation d'extraction hypothécaire

L'équation a été obtenue en procédant en deux étapes. La relation de long terme a tout d'abord été estimée suivant la méthode de Stock et Watson. Ensuite, le résidu de cette première équation étant stationnaire, il a été introduit dans l'estimation d'une relation de court terme.

1ère étape - Relation de long terme de l'équation n°6 :

$$HEWR = -7311,8 + \underset{-11,87}{1359,4} * LOFHEO$$

2ème étape - Relation de court terme de l'équation n°6 :

$$DHEWR = -17,428 - \underset{-1,98}{0,280} * EPSILONR(-1) - \underset{-3,89}{0,546} * DHEWR(-1) - \underset{-4,89}{0,248} * DHEWR(-2) \\ - \underset{-3,46}{67,508} * DTXLT(-1) - \underset{-2,73}{51,983} * DTXLT(-6) + \underset{1,93}{32,147} * DTXLT(-13)$$

R² ajusté = 0,56

Période d'estimation : 1990 T1 à 2005 T2

Nom	Signification	Source
D2001T4	Dummy au T4 2001 (prime automobile)	
DHEWR	Delta du Housing Equity Withdrawal réel	Flows of Fund, BEA
DLCONSO	Delta de log de la consommation des ménages en volume	BEA
DLINVEST	Delta de log de l'investissement résidentiel en volume	BEA
DLMTOT	Delta de log des mises en chantiers	Census
DLOFHEO	Delta de log des prix de l'immobilier réels	OFHEO, BEA
DLVANC	Delta de log des ventes de logements anciens	Nat. Ass. of Realtors
DLWI	Delta de log de la richesse immobilière réelle	Flows of Fund, BEA
DLWNI	Delta de log de la richesse non immobilière réelle	Flows of Fund, BEA
DLY	Delta de log du revenu disponible brut réel	BEA
DTXCHOM	Delta du taux de chômage	BLS
DTXLT	Delta des taux d'intérêt à long terme	FRB
EPSILONI	Résidu de l'équation de long terme pour l'investissement des ménages	
EPSILONR	Résidu de l'équation de long terme (équation d'extraction hypothécaire)	
EPSILONO	Résidu de l'équation de long terme de consommation (première estimation)	
EPSILONHEW	Résidu de l'équation de long terme de consommation (seconde estimation)	
HEWR	Housing Equity Withdrawal réel	Flows of Fund, BEA
LCONSO	Log de la consommation des ménages en volume	BEA
LINVEST	Log de l'investissement résidentiel en volume	BEA
LOFHEO	Log des prix de l'immobilier réels	OFHEO, BEA
LWNI	Log de la richesse non immobilière réelle	Flows of Fund, BEA
LY	Log du revenu disponible brut réel	BEA
TXLT	Taux d'intérêt hypothécaire	FRB
WNI	Richesse non immobilière réelle	Flows of Fund, BEA

Bibliographie

- [1] Baghli M., Brunnhes-Lesage V., De Bandt O., Fraisse H., Villette J-P. (2004), « Mascotte : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », Banque de France, Notes d'études et de recherche n°106
- [2] Beffy P-O., Chataignault C., Monfort B., Thesmar D. (2001), « L'effet richesse en France et aux États-Unis », Note de conjoncture de l'Insee de décembre
- [3] Boone L., Girouard N. (2002), « The stock market, the housing market and consumer behaviour », OECD Economic Studies n°35, 2002/2
- [4] Borgy V. (2005), « Les canaux de transmission de la richesse immobilière », Club du CEPPI - OCDE, La bulle immobilière mondiale
- [5] Bucks B., Kennickell A., Moore K. (2006), « recent changes in U.S. Family Finances : Evidence from the 2001 and 2004 Survey of Consumer Finances », Federal Reserve Bulletin
- [6] Catte P., Girouard N., Price R., André C. (2004), « Housing markets, wealth and the business cycle », OCDE, Economic Department Working papers n°394
- [7] Coville T. (2005), « L'impact du cycle immobilier sur la croissance américaine », COE, Lettre mensuelle de conjoncture n°486
- [8] Dudley B., Hatzius J., McKelvey Ed., Tilton A., Fuentes M. (2005), « Mortgage Equity Withdrawal : the key issue for 2006 », Goldman Sachs, US Economics Analyst n°05/46
- [9] Dudley B., Hatzius J., McKelvey Ed., Tilton A. (2006), « Q&A on the Housing Cycle : Movin' On Down », Goldman Sachs, US Economics Analyst n°06/13
- [10] Greenspan A., Kennedy J. (2005), « Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences », Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series n°41
- [11] Hatzius J., Dudley B., McKelvey Ed., Tilton A. (2005), « 2006 : The turn in the interest rate cycle », Goldman Sachs, US Economics Analyst n°05/52
- [12] Joint Center for Housing Studies of Harvard University (2005), « The State of the Nation's Housing 2005 »
- [13] Mortgage Bankers Association (2005), « Assessing risks in the Consensus Forecast », Economic Commentary december
- [14] National Association of Realtors (2005), Real estate insight, december
- [15] National Association of Realtors (2005), « Historically strong home sales expected in 2006 », December forecast for 2006
- [16] Nothaft F., Richardson N., Schoenbeck M. (2005), « 'Tis the Season », Freddie Mac, December Economic Outlook
- [17] OCDE (2005), « Le rôle des fondamentaux dans l'évolution récente des prix des logements », Perspectives économiques n°78
- [18] Société Générale (2005), « L'immobilier américain sur le fil du rasoir », Focus, décembre

Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise

Raphaël Cancé
Jérémi Montornes
Benoît Ourliac

Division synthèse conjoncturelle

***E**n Allemagne, les enquêtes de conjoncture, notamment l'indice Ifo, témoignent d'un climat des affaires euphorique début 2006 et suggèrent une reprise économique forte. Toutefois, le caractère durable de cette reprise résiderait dans l'amélioration de la situation sur le marché du travail. A ce jour, les créations d'emploi dans les services ne compensent pas les destructions dans l'industrie et la construction. La persistance d'un chômage élevé ainsi qu'une évolution retenue des salaires réels freinent la demande intérieure.*

Depuis la fin des années 1990, les performances de l'Allemagne en matière de croissance sont inférieures à celles de la France. Ce différentiel s'élève à environ un point de croissance en raison de l'atonie de la demande intérieure. L'Allemagne est désormais le premier exportateur mondial mais cette réussite n'a pas constitué jusqu'à présent un ressort pour les créations d'emplois. Cependant, cet enchaînement devrait s'enclencher cette année et la reprise de l'emploi pourrait in fine porter la consommation.

Du côté de l'offre, les enquêtes de conjoncture suggèrent une reprise forte

L'indice Ifo⁽¹⁾ du climat des affaires a bondi début 2006. Après six mois de hausse, il atteint 105,6 points en mai, son plus haut niveau depuis la réunification allemande. L'envolée de l'indice Ifo est corroborée par les enquêtes Zew effectuée auprès des financiers et PMI auprès des centrales d'achats. Les prévisions de croissance des six principaux instituts de conjoncture en Allemagne tablent ainsi sur une reprise économique. Dans leur rapport semestriel, ils prévoient désormais pour 2006 une croissance de 1,8%, que l'Allemagne n'a plus connue depuis 2000. A l'automne 2005, ils envisageaient une croissance de 1,2%.

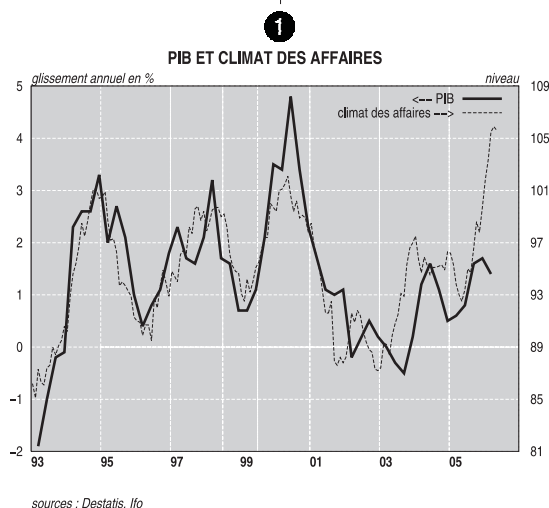
Toutefois, l'enquête Ifo qui est traditionnellement un indicateur fiable de la croissance, semble début 2006 déconnectée de la situation économique réelle en Allemagne, mesurée par les indi-

cateurs quantitatifs de production ou de valeur ajoutée (cf. graphique 1). Elle indique une franche amélioration du jugement et des anticipations dans l'ensemble des secteurs de l'économie : industrie, construction et commerce.

La forte internationalisation des entreprises allemandes aurait pu expliquer cette déconnexion : le jugement des entrepreneurs intègre leur activités à l'étranger et pas seulement celles sur le territoire allemand. Mais cette explication ne serait que partielle car la

déconnexion constatée l'an passé est plus forte encore dans les secteurs qui opèrent avant tout sur le territoire national, comme la construction ou le commerce de gros (cf. graphiques 2, 3 et 4).

Les indices Ifo dans la construction et le commerce de gros ont progressé de façon spectaculaire depuis la mi-2005 sans que l'on observe de redressement des indicateurs quantitatifs dans ces secteurs. Le secteur du BTP n'est pas sorti, à ce stade, de la crise qu'il traverse depuis dix ans. Il reste péna-

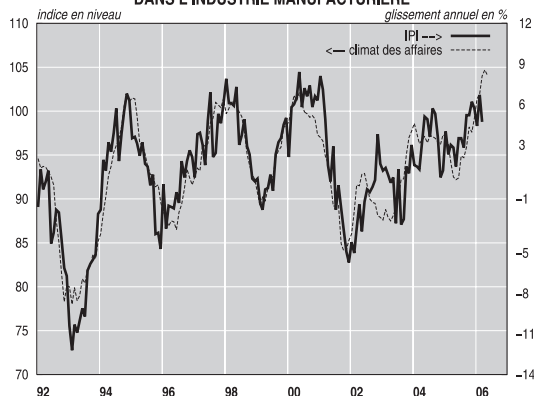


(1) L'indice Ifo est fondé sur une enquête réalisée tous les mois auprès d'environ 7 000 entreprises.

Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise

2

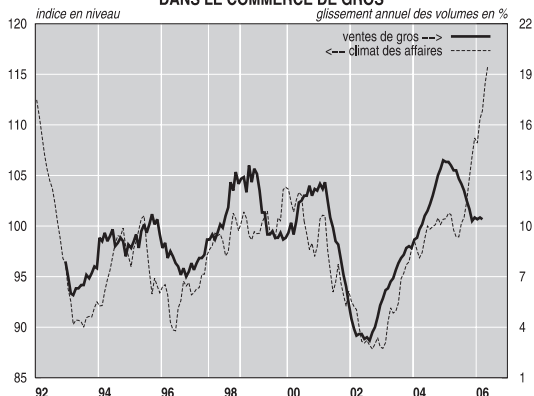
PRODUCTION ET CLIMAT DES AFFAIRES DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



sources : Destatis, Ifo

3

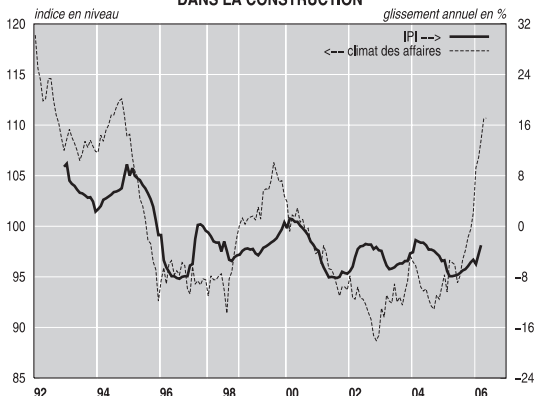
VENTES ET CLIMAT DES AFFAIRES DANS LE COMMERCE DE GROS



sources : Destatis, Ifo

4

PRODUCTION ET CLIMAT DES AFFAIRES DANS LA CONSTRUCTION



sources : Destatis, Ifo

lisé par l'excédent d'offre de logements depuis le boom immobilier qui a suivi la réunification. Quant aux ventes de gros et de détail, elles ont pâti de la faiblesse de la demande intérieure. Dans l'industrie, la déconnexion est moins forte et tend même à se résorber.

La reprise de la consommation est engagée en 2006 mais pourrait de nouveau freiner en 2007

La reprise de l'emploi stimulerait la consommation des ménages allemands en 2006

En Allemagne, les perspectives de la consommation semblent favorables pour 2006. La situation sur le marché du travail ne constituerait plus un obstacle mais au contraire devrait favoriser la consommation. Le nombre de chômeurs a baissé de 352 000 entre mai 2005 et mai 2006. Les destructions d'emploi salarié se sont interrompues au premier trimestre et des créations interviendraient courant 2006.

De plus, les consommateurs allemands réduiraient leur épargne de précaution en lien avec l'amélioration du climat de confiance. Le taux d'épargne des ménages baisserait ainsi de 0,3 point en 2006. L'accélération de la consommation intervenue au premier trimestre de 2006 devrait se poursuivre, comme en témoigne les ventes de détail au mois d'avril dont l'acquis pour le deuxième trimestre est de 1,3%.

L'organisation de la Coupe du Monde de football serait un soutien supplémentaire quoique temporaire à la demande intérieure

La consommation serait ponctuellement dynamisée au deuxième trimestre par la tenue de la Coupe du Monde de football. Les grands événements sportifs poussent traditionnellement à la hausse les ventes de biens de consommation et favorisent les secteurs de l'hôtellerie-restauration. L'hypothèse d'un

ENCADRÉ 1 : L'IMPACT SUR LA CONFIANCE DES MÉNAGES ET LA CONSOMMATION PEUT DÉPENDRE DES PERFORMANCES DE L'ÉQUIPE DE FOOTBALL ALLEMANDE

L'accueil de la Coupe du Monde devrait stimuler la consommation en Allemagne en 2006. Cet effet pourrait être renforcé par de bons résultats de l'équipe allemande. Lorsque la France a remporté la Coupe du Monde en juillet 1998, la confiance des ménages s'était accrue les mois suivants la victoire.

Historiquement, les résultats sportifs du pays organisateur de la Coupe du Monde ont été affectés par « un biais domestique ». L'Allemagne en 1974, l'Argentine en 1978 et la France en 1998 sont devenus champions du monde alors qu'ils organisaient la coupe du monde ⁽¹⁾. Ce phénomène s'est reproduit 6 fois au total lors des 17 Coupes du Monde. L'avantage de jouer à domicile ne vaut pas que pour la seule Coupe du monde. Selon une étude de la Fédération internationale de football (Fifa), portant sur plus de 6 500 matches internationaux, la victoire est revenue au pays qui recevait dans la moitié des cas. Le pays visiteur ne l'a emporté que dans un quart des cas, les autres rencontres s'achevant sur un score de parité.

Si ce « biais domestique » joue en 2006 et que les résultats sportifs de l'équipe allemande sont favorables, les effets économiques seraient renforcés. Quand l'Allemagne a accueilli et gagné la Coupe du Monde en 1974, la consommation a progressé de 2,9 % au deuxième trimestre et de 2,7 % au troisième trimestre (en valeur). En 1988, lors de l'organisation du Championnat d'Europe des Nations, le pic de consommation s'était élevé à 2,7 % au troisième trimestre (cf. graphique 5). ■

(1) Ainsi que l'Uruguay en 1930, l'Italie en 1934 et l'Angleterre en 1966.

surcroît de consommation de 0,3% au deuxième trimestre a ainsi été retenue pour notre prévision.

Un million de visiteurs étrangers est attendu en Allemagne, ce qui devrait générer un boom du tourisme pendant les mois de juin et juillet 2006. Ce secteur pourrait escompter des gains de l'ordre de 500 millions d'euros⁽²⁾, selon une étude de Standard and Poor's. La croissance des ventes de détail dans le secteur des biens d'équipement serait de 2,2 milliards d'euros. Cette estimation pourrait même être dépassée dans l'électronique grand public, où le renouvel-

lement des équipements serait accéléré par les dernières innovations technologiques (télévisions à écran plat, baladeur vidéo, etc.). Toutefois, comme ces biens sont pour la majorité d'entre eux importés, le surcroît de consommation attendu ne profiterait pas intégralement à la croissance.

L'organisation de la Coupe du Monde aurait en revanche peu d'effets sur l'investissement en 2006. Les dépenses pour la construction des cinq stades prévues par les organisateurs ont déjà été effectuées. De plus, la majeure partie des sites sportifs existait déjà

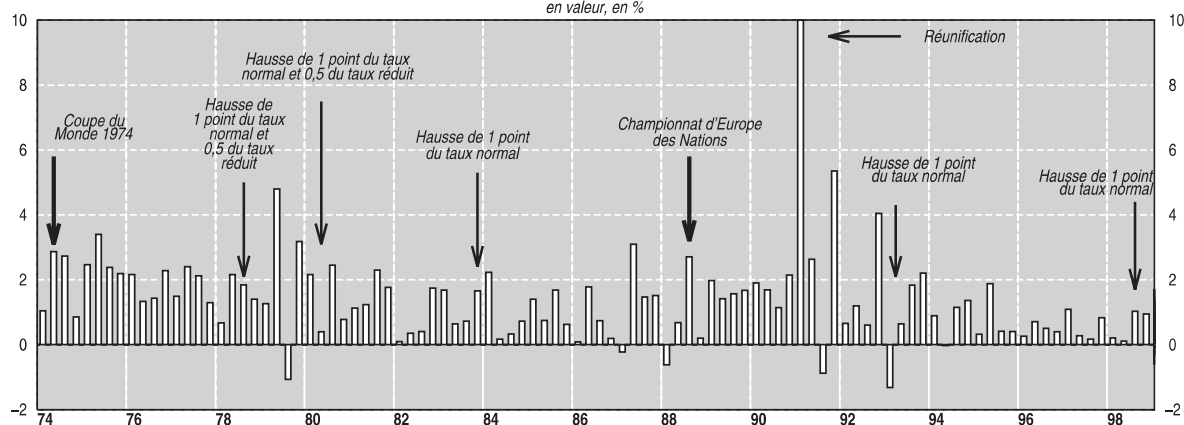
et ils n'ont fait l'objet que d'aménagements. Cependant, l'État allemand a investi 3,9 milliards d'euros en 2006 (soit 1% du flux annuel d'investissement) dans la rénovation ou l'extension d'infrastructures publiques notamment dans les réseaux routier et ferroviaire.

Au total, selon l'estimation du ministère de l'économie allemand, les gains issus de l'organisation de la Coupe du Monde seraient de 3 milliards d'euros soit environ 0,1 point de croissance du PIB. Cet impact pourrait être supérieur en cas de bons résultats sportifs

(2) Cette estimation se fonde sur un surcroît de 5 millions de nuits d'hôtels. Chaque visiteur est supposé dépenser une moyenne de 150-200€ par jour dont un tiers pour l'hébergement.

5

EFFET DE LA COUPE DU MONDE ET DES HAUSSES DE LA TVA SUR LA CONSOMMATION ALLEMANDE



source : Destatis

(cf. encadré 1). La Chambre de commerce et d'industrie (DIHK) estime pour sa part que la Coupe du Monde devrait créer 60 000 emplois⁽³⁾. Pour les deux tiers, il s'agirait d'emplois à durée déterminée.

L'anticipation de la hausse de TVA de 3 points devrait également favoriser la consommation au deuxième semestre 2006. Les expériences passées suggèrent l'émergence d'anticipations rationnelles les deux trimestres précédents la hausse de TVA. Historiquement, les ménages allemands ont augmenté leur consommation par rapport à la progression tendancielle, au cours des deux trimestres précédents la hausse de TVA (cf. graphique 5).

La hausse annoncée de la TVA dégraderait la consommation en 2007

Pour autant, cette reprise en 2006 pourrait être contrecarrée dès l'an prochain. Selon une simulation réalisée à partir d'une équation de consommation, la hausse de la

(3) Cette enquête a été réalisée auprès de 20 000 entreprises allemandes sur l'ensemble des secteurs.

TVA de 3 points aurait un impact négatif de l'ordre de 0,6% sur la consommation en 2007 (cf. annexe 1). En premier lieu, une hausse permanente du taux de TVA a pour effet d'accroître l'inflation : en effet, elle aboutit systématiquement à une hausse de prix même si la hausse peut être atténuée par une réduction parallèle des taux de marge. En tout état de cause, le comportement de marge des entreprises allemandes en réponse à des variations des taux de TVA n'a pas été stable dans le temps.

Selon le cas de figure retenu, l'impact de la TVA sur les prix serait compris entre 1 et 2 points (cf. tableaux 1 et 2) soit une perte mécanique du pouvoir d'achat du même ordre de grandeur.

Toutefois, comme l'annonce de la hausse de la TVA a eu lieu plus d'un an avant sa mise en œuvre, son effet peut être anticipé par les agents. Les négociations salariales en cours pourraient conduire à une augmentation des salaires, ce qui limiterait l'effet d'érosion du pouvoir d'achat. Ainsi, dans le secteur manufacturier, les derniers accords salariaux prévoient une hausse de 3% des rémunérations à partir de

juin 2006 sur un an, assortie d'une prime. Toutefois, dans les autres secteurs les syndicats ont un pouvoir de négociation beaucoup moins fort. Ainsi, la perte de pouvoir d'achat des ménages en 2007 pourrait se limiter à la moitié du choc d'inflation.

La simulation réalisée suggère que la hausse de la TVA diminuerait la consommation dans une fourchette comprise entre -0,4% et -0,8%. Le scénario médian peut être considéré comme le plus probable, la consommation serait alors amputée de 0,6% en 2007.

Il faut souligner que cette estimation ne prend pas en compte les effets de l'utilisation de ces nouvelles ressources budgétaires. Les recettes de TVA devraient être affectées pour 1/3 à la baisse des charges sociales, ainsi, elles pourraient favoriser l'emploi, puis une augmentation du RDB et in fine de la consommation.

Les réformes structurelles ont profondément modifié le visage de l'économie allemande

La situation sur le marché du travail s'améliore rapidement

Confronté à un chômage persistant, le gouvernement Schröder a mis en œuvre entre 2002 et 2005 une série de réformes, connues sous le nom de lois Hartz, visant à dynamiser le marché du travail. Selon le rapport intermédiaire d'évaluation des réformes « Hartz » publié par le Ministère Fédéral du Travail en février 2006, ces mesures ont eu une efficacité inégale⁽⁴⁾. Les aides à la création d'entreprises « Ich-Ag » ont conduit à la création de 350 000 emplois non salariés. L'extension des baisses de charges sur les bas salaires « mini-jobs » aurait permis de créer 800 000 emplois. En sens inverse, la réforme du système de place-

Tableau 1 : Hausse de la TVA et impact sur l'indice des prix

	Taux normal	Taux réduit	IPC v.m.
Janvier 1978	+1	+0,5	+0,5
Juillet 1979	+1	+0,5	+0,7
Juillet 1983	+1		+0,7
Janvier 1993	+1		+1,4
Avril 1998	+1		+0,3

Tableau 2 : Effet d'une hausse de la TVA de 3 points sur la consommation en moyenne en 2007

	Hausse de 3 points de TVA		
	1/3	1/2	2/3
Comportement de marge			
Impact de la TVA sur les prix	1	1,5	2
Effet d'érosion sur le RDB	-0,5	-0,75	-1
Élasticité de court terme de la consommation au RDB	0,8	0,8	0,8
Impact sur la consommation	-0,4	-0,6	-0,8

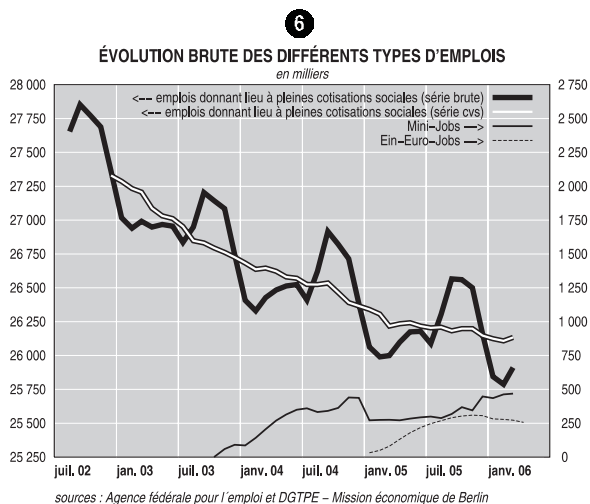
Note de lecture :

On peut envisager trois variantes :

- les entreprises absorbent deux tiers du choc de TVA dans leur marge et en répercutent un tiers sur les prix.
- elles répercutent la moitié sur les prix et l'autre sur leur marge.
- les entreprises absorbent un tiers du choc de TVA dans leur marge et en répercutent deux tiers sur les prix.

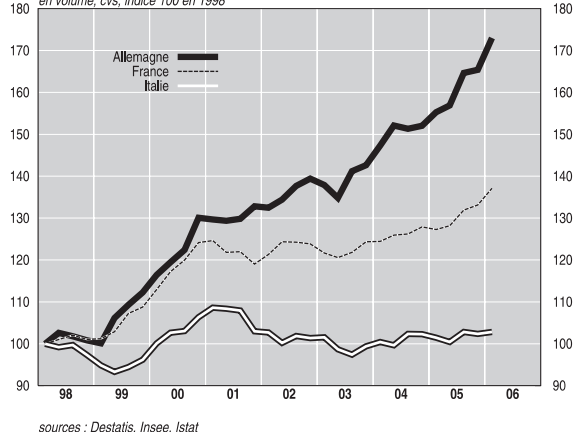
(4) La mesure Hartz IV entrée en vigueur en 2005, qui prévoit la fusion des dispositifs d'allocation chômage de longue durée et d'aide sociale, n'a pas été évaluée.

Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise



7

COMPARAISON DES EXPORTATIONS ALLEMAGNE-FRANCE-ITALIE
en volume, cvs, indice 100 en 1998



ment des chômeurs et les aides aux chômeurs âgés ne semblent pas avoir eu les effets escomptés. L'ensemble de ces mesures a compensé en partie les destructions d'emplois soumis à cotisations sociales.

Toutefois, ces dispositifs ont désormais achevé leur montée en charge (cf. graphique 6) et ne se-

raient plus à l'origine de créations nettes d'emplois en 2006. Ainsi, la pérennité des emplois dans le dispositif « Ich-AG » n'est pas assurée et les flux sortants de bénéficiaires compensent les flux entrants. De plus, les baisses de charges sociales « mini-jobs » semblent avoir atteint leur efficacité maximale. La reprise entrevue début 2006 devrait

améliorer la situation sur le marché du travail : le taux de chômage national a atteint 11,0% de la population active en mai, soit son niveau le plus bas depuis fin 2004 et le nombre d'emplois vacants s'est accru nettement par rapport à 2005. Ainsi, l'emploi salarié soumis à cotisations sociales s'accroîtrait en 2006.

Une équation d'emploi permet d'évaluer les conséquences de la croissance pour l'emploi (cf. annexe 2). Cette équation suggère qu'une croissance proche de 2% en 2006 permettraient à l'emploi salarié de croître de 0,4%. Toutefois, cette estimation suppose la stabilité des gains de productivité. Pour l'Allemagne, les gains de productivité à moyen terme sont de l'ordre de 1,0%.

La stratégie de croissance fondée sur les exportations ne s'est pas traduite par une franche reprise de l'activité générale

Pour la troisième année consécutive, l'Allemagne a conservé, en 2005, son rang de premier pays exportateur. Selon les chiffres publiés par l'Office fédéral de statistiques, les exportations s'établissent à 786,1 milliards d'euros. Entre 1995 et 2005, les exportations allemandes ont progressé en moyenne de 7,2% par an, en volume (cf. graphique 7). Le poids des exportations est nettement plus élevé en Allemagne (44% du PIB) qu'en France (26% du PIB).

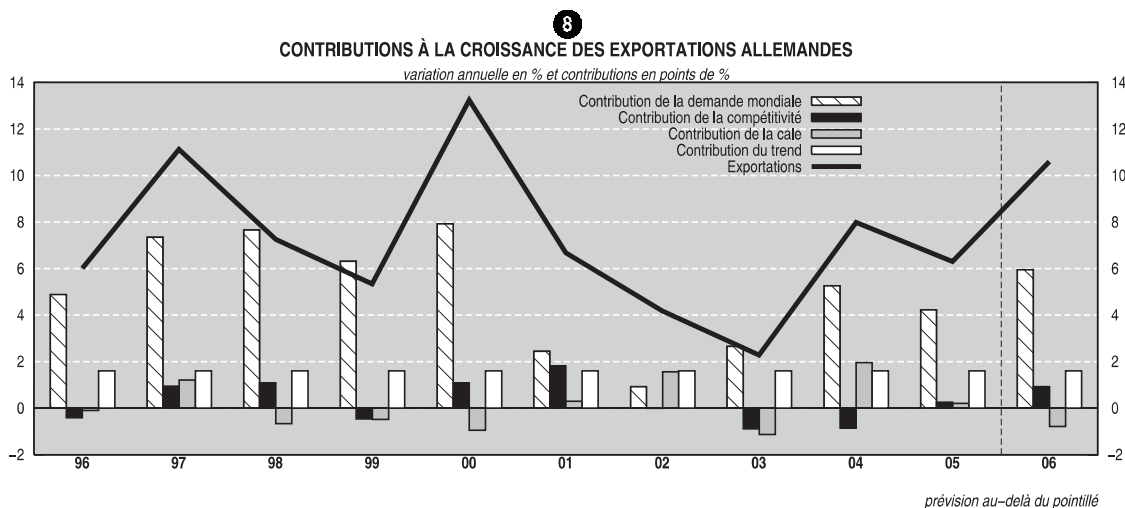


Tableau 3 : Part des importations en provenance des PECO et de la Chine

En %	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PECO	5,8	5,9	6,5	7,4	7,9	8,4	9,0	10,1	10,8	9,9
Chine	2,4	2,6	2,8	2,8	3,1	3,4	3,7	4,1	4,8	5,7

Source : DESTATIS

Une analyse économétrique permet d'estimer la contribution de chacun des principaux déterminants des exportations aux résultats allemands (cf. annexe 3). L'Allemagne bénéficie d'une forte demande mondiale. Sa performance s'explique également par des gains de compétitivité sur la période récente. (cf. graphique 8)

L'Allemagne a bénéficié fortement de l'évolution du commerce mondial, excepté en 2001 et 2002 où l'activité mondiale a ralenti. Le dynamisme de la demande mondiale qui lui est adressée résulte aussi d'un bon positionnement géographique. L'Allemagne a davantage exporté que ses partenaires ces dernières années en direction des pays émergents (PECO, Chine, OPEP, etc.).

La contribution de la compétitivité à la croissance des exportations est globalement positive de l'ordre de 0,5% par an. Sur la période récente, l'évolution de la compétitivité-prix recoupe largement celle du taux de change effectif réel de l'euro. L'Allemagne a enregistré durant les années 2002 et 2003 des pertes de compétitivité-prix, et inversement depuis 2004, des gains de compétitivité. De plus, la politique de modération salariale, que l'on observe depuis 2001, favorise également la compétitivité des entreprises allemandes.

Enfin, l'analyse économétrique permet de dégager une tendance à la hausse des exportations indépendante de la demande mondiale et de la compétitivité. Cette tendance contribue pour plus d'un point de pourcentage à la croissance des exportations chaque année et peut être interprétée comme une ouverture structurellement croissante aux échanges.

Des exportations qui tireraient davantage la production que la valeur ajoutée

Ainsi, la performance de l'Allemagne en matière d'exportations est également à relier à la hausse parallèle des importations (+ 5,5% par an en moyenne depuis 1995)⁽⁵⁾. Une partie de la production allemande est désormais effectuée dans les pays à bas salaires. En particulier, les premières étapes du cycle de production ont été délocalisées en Europe de l'Est dans le secteur de l'automobile et en Asie pour les composants informatiques. Ces intrants sont ensuite renvoyés en Allemagne où s'achève le cycle de production. Selon la thèse de l'économie de bazar (cf. encadré 2), in fine, l'industrie allemande n'interviendrait plus qu'en fin de chaîne de production pour l'assemblage ou la distribution.

Le dynamisme de l'ouverture de l'Allemagne s'explique notamment par la forte participation des petites et moyennes entreprises (PME) au commerce international. Selon une récente étude de l'institut KfW, les PME réalisent désormais 17% de leur chiffre d'affaires à l'exportation, alors que la moyenne européenne se situe à 12%. Si les deux tiers de leurs ventes à l'étranger sont réalisées au sein de l'Union européenne, une part croissante est orientée vers les nouveaux États membres. Ainsi, les PME allemandes empruntent la voie des grandes entreprises, qui pour nombre d'entre elles, se sont déjà implantées dans les pays émergents.

La part des importations en provenance des PECO et de la Chine a quasiment doublé entre 1995 et 2004. Au total, en 2004, les importations en provenance des PECO et

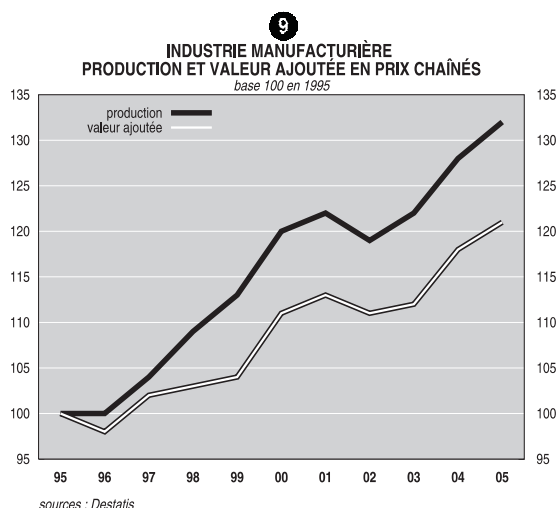
de la Chine représentent plus de 15% des importations (cf. tableau 3). Etant donné la stagnation de la demande intérieure, le dynamisme des exports permet d'expliquer cet essor.

En effet, le contenu en importations des exportations est élevé en Allemagne. Selon Destatis, la part totale des consommations intermédiaires importées dans les exportations est passée de 30% à 39% entre 1995 et 2002. Cette part est encore plus élevée dans l'industrie textile et dans l'industrie électronique. En conséquence, la part de la valeur ajoutée dans la production a diminué en Allemagne. Ain-

ENCADRÉ 2 : ÉCONOMIE DE MARCHÉ OU ÉCONOMIE DE BAZAR ?

Le thème de la désindustrialisation et des délocalisations s'est récemment imposé dans le débat économique en Allemagne. Dans plusieurs publications le président de l'Ifo a soutenu l'idée que depuis le milieu des années 90, l'Allemagne est devenue une plate-forme de réexportation, qualifiée d'économie de bazar. Dans une telle économie, les exportations ont un fort contenu en importations et génèrent peu de valeur ajoutée. Les exportations contribueraient faiblement à la croissance. Ainsi pourrait s'expliquer la coexistence d'une production industrielle dynamique et d'un PIB (donc d'une valeur ajoutée) encore languissant. ■

(5) Il existe une relation de causalité entre l'évolution des exportations et importations. A ce titre, depuis 2003, les exportations sont le seul déterminant qui contribue à la croissance des importations alors que la demande intérieure a une contribution nulle.



si, il apparaît que de 1995 à 2005 la valeur ajoutée dans l'industrie a augmenté deux fois moins vite que la production (*cf. graphique 9*). Dans le passé, la valeur ajoutée et la production évoluaient de ma-

nière parallèle. Ce décalage aurait coûté 2,5 points de croissance du PIB cumulée de 1995 à 2005 selon l'Ifo.

Conclusion

Les enquêtes témoignent d'une conjoncture porteuse au printemps 2006. La croissance du PIB atteindrait donc 1,8% sur l'ensemble de l'année 2006 (*cf. fiche Zone euro*). La reprise des dépenses des ménages serait en outre dynamisée en 2006 par l'effet conjugué de l'organisation de la Coupe du Monde de football et de l'anticipation de la hausse de la TVA. Ce redémarrage de l'économie allemande constitue un élément positif pour l'évolution de l'économie française cette année. ■

ANNEXE 1 : PRÉSENTATION D'UNE ÉQUATION DE CONSOMMATION POUR L'ALLEMAGNE

La modélisation retenue pour les évolutions de la consommation est traditionnelle. Les déterminants sont ceux suggérés par la littérature théorique : évolution du RDB réel, du patrimoine financier (estimé par un indice boursier), inflation, taux de chômage et taux d'intérêt réel. Cette modélisation repose sur un modèle à correction d'erreurs. L'estimation est réalisée sur la période T1-92 à T4-06.

Relation de long terme :

$$C_t = -0,6 + 1,0 RDB_t + 0,01 DaxR_t - 0,002Tt_t + \mu_t$$

Avec :

C_t le log de la consommation des ménages en volume (à la période t)

RDB_t le log du revenu disponible brut déflaté par le déflateur de consommation

$DaxR_t$ le log de l'indice DAX déflaté par l'indice des prix à la consommation

Tt_t le taux d'intérêt réel, i.e. le taux long à 10 ans moins l'inflation

Relation de court terme :

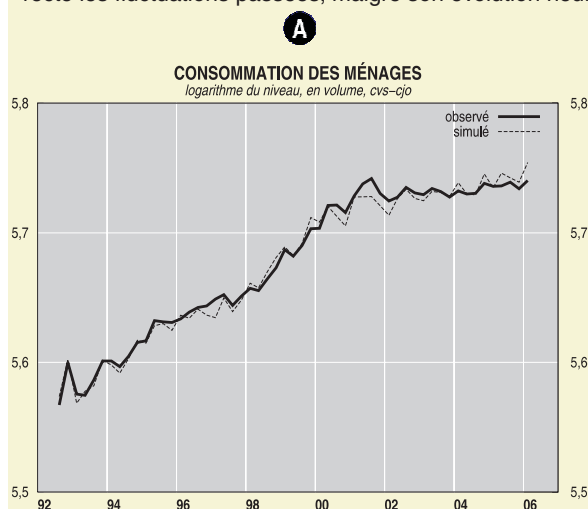
$$\Delta C_t = 0,001 + 0,8\Delta RDB_t - 0,004\Delta\pi_t - 0,4\mu_{t-1} + \varepsilon_t$$

Avec : π_t l'inflation

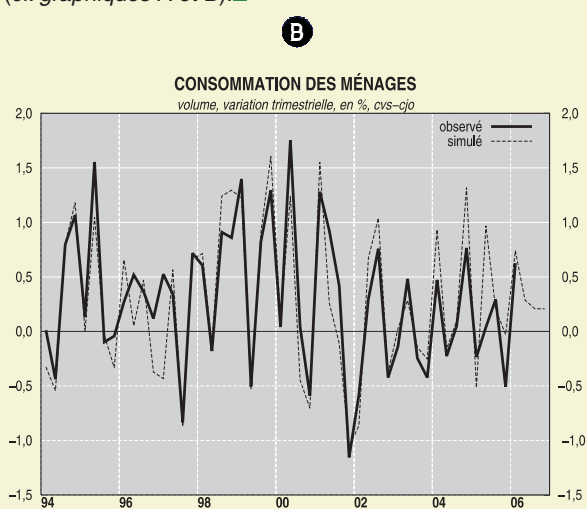
$R^2=0,82$ DW=2,1

Dans l'équation de consommation à court terme, on intègre le RDB réel, l'inflation et le résidu (avec retard) de la relation de long terme comme mécanisme de correction d'erreurs. Le taux de chômage est significatif mais les derniers points de la série sont perturbés par l'entrée en vigueur des lois Hartz. La qualité prédictive du modèle serait donc biaisée par le chômage. Les variables sont prises en différence première, excepté le résidu.

Toutes choses égales par ailleurs, une augmentation permanente 1 % de RDB entraîne un accroissement de 0,8 % de la consommation des ménages à court terme. Une hausse du taux d'inflation (en rythme annualisé) diminue la consommation. Par ailleurs, la consommation converge vers sa cible de long terme plus rapidement que l'équation de consommation de la France du modèle Mésange. La « force de rappel » est de l'ordre de 40 %. La spécification reproduit de manière correcte les fluctuations passées, malgré son évolution heurtée (cf. graphiques A et B).



sources : Destatis, calculs Insee



sources : Destatis, calculs Insee

ANNEXE 2 : PRÉSENTATION D'UNE ÉQUATION D'EMPLOI POUR L'ALLEMAGNE

Une équation d'emploi a été estimée à partir des données des comptes trimestriels allemands. Cette équation lie l'emploi salarié au PIB, au coût du travail et à une tendance temporelle (cf. graphique C).

L'emploi salarié est celui des secteurs publics et privés. Le PIB est exprimé en volume aux prix de l'année précédente. Le coût du travail est mesuré par le salaire brut et comprend donc les cotisations employées et employeurs. La tendance temporelle est censée capter le progrès technique augmentant le facteur travail. Cette tendance présente une rupture en 1998 liée à l'essor des nouvelles technologies de l'information et de la communication. L'équation a été estimée en deux étapes afin d'identifier les relations de long terme et la dynamique de court terme entre les variables. La période d'estimation est 1991T2-2005T4.

Équation de long-terme

L'élasticité unitaire de long terme au PIB est imposée mais elle est compatible avec les données.

$$E_t = 7,5 + 1,0 \text{ PIB}_t - 0,2 \text{ Sal}_t + 0,016 \text{ Trend} - 0,0004 \text{ Trend98} + \mu_t$$

Avec :

E le log de l'emploi salarié total

PIB le log du PIB en volume au prix de l'année précédente

Sal le log du salaire brut, y compris l'indicateur de compétitivité des exportations

Trend une tendance linéaire sur la période d'estimation

Trend98 une rupture de tendance linéaire à partir du T3 1998

Cette spécification retient une constante et une tendance dans l'équation de long-terme. Les autres spécifications possibles (sans constante et/ou sans tendance) sont rejetées soit parce que les coefficients estimés ne sont pas significativement différents de zéro soit parce que les résidus obtenus ne sont pas stationnaires. La stationnarité du résidu de long terme, avec ou sans contrainte sur le coefficient du PIB, est acceptée au seuil de 5% en recourant à un test de Dickey-Fuller.

Équation de court-terme

$$\Delta E_t = 0,34\Delta E_{t-1} + 0,11\Delta \text{PIB}_t - 0,16\Delta \text{Sal}_t - 0,16\mu_{t-1} + 0,01\text{DUM99T3} + \varepsilon_t$$

$R^2=0,77$, $DW=2,06$

À court terme, une hausse de 1 % du PIB stimule l'emploi salarié de 0,11%. Une hausse permanente des salaires diminue quant à elle, l'emploi de -0,16%. L'emploi converge rapidement vers sa cible de long terme. La « force de rappel » est de 16 % (cf. graphique D page suivante). ■

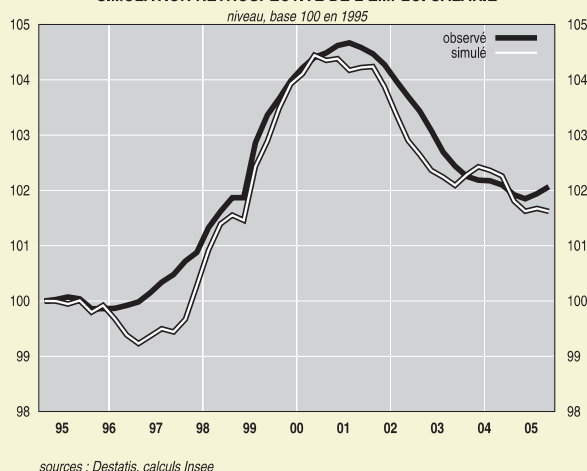
©

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'EMPLOI SALARIÉ EN ALLEMAGNE



D

SIMULATION RÉTROSPECTIVE DE L'EMPLOI SALARIÉ



ANNEXE 3 : PRÉSENTATION D'UNE ÉQUATION D'EXPORTATION POUR L'ALLEMAGNE

Une équation d'exportation a été estimée à partir des données des comptes trimestriels allemands. Cette équation lie les volumes exportés à la demande mondiale et à un terme de compétitivité-prix (cf. graphique E page suivante).

La demande mondiale adressée à l'Allemagne est calculée à partir des importations en volume des principaux partenaires commerciaux pondérées par ses parts de marché. La somme de ces importations peut recouvrir les biens ou les biens et services selon la disponibilité des données. Les pondérations sont fixes et correspondent à la structure de nos exportations en 2000 (source : STAN). L'indicateur de compétitivité-prix est calculé comme le rapport entre le prix des exportations étrangères et le prix des exportations françaises totales. Une double pondération est utilisée pour tenir compte à la fois de la concurrence exercée dans ces pays mais aussi sur les marchés tiers. L'équation a été estimée en deux étapes afin d'identifier les relations de long terme et la dynamique de court terme entre les variables. La période d'estimation est 1992T4-2005T4.

Équation de long-terme

$$X_t = +5,0 + 1,0 DM_t + 0,3 Compet_{t-2} + 0,004trend + \mu_t$$

L'élasticité unitaire de long terme à la demande mondiale est imposée mais elle est compatible avec les données.

Avec :

X le log des exportations de biens et services de l'Allemagne en volume

DM le log de la demande mondiale adressée à l'Allemagne

$Compet$ l'indicateur de compétitivité des exportations

$Trend$ une tendance linéaire sur la période d'estimation

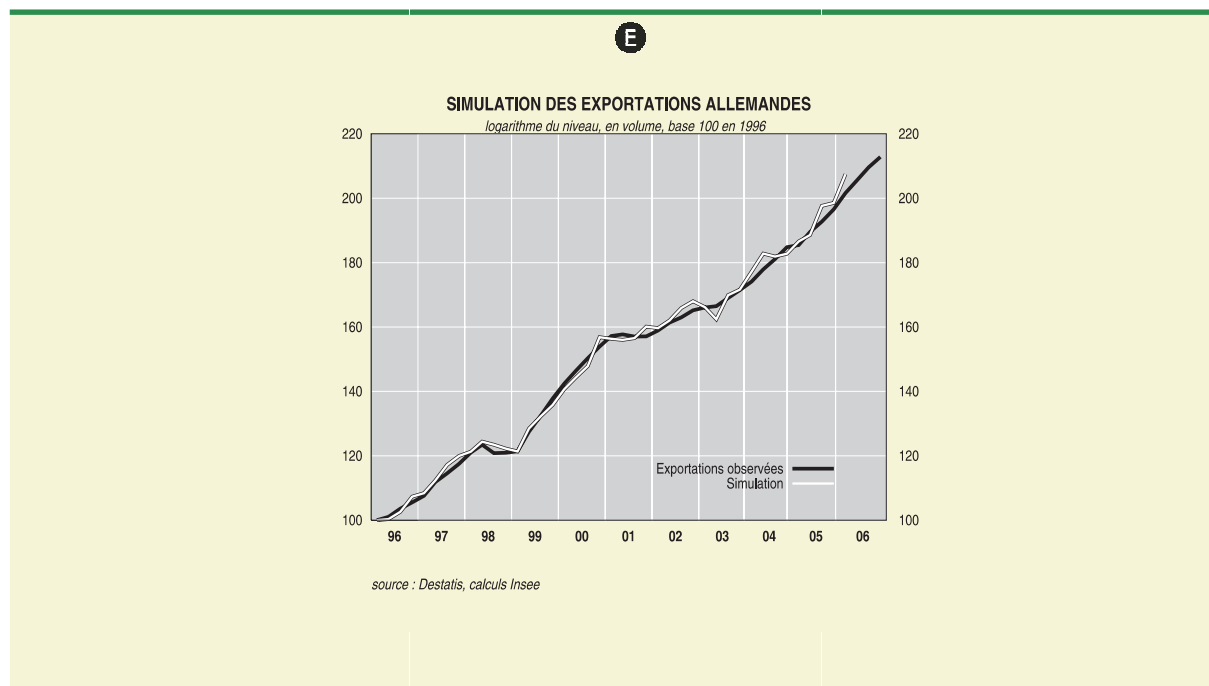
Cette spécification retient une constante et une tendance dans l'équation de long-terme. Les autres spécifications possibles (sans constante et/ou sans tendance) sont rejetées soit parce que les coefficients estimés ne sont pas significativement différents de zéro soit parce que les résidus obtenus ne sont pas stationnaires. La stationnarité du résidu de long terme, avec ou sans contrainte sur le coefficient de la demande mondiale, est acceptée au seuil de 5% en recourant à un test de Dickey-Fuller.

Équation de court-terme

$$\Delta X_t = 0,01 + 0,43\Delta DM_t + 0,35\Delta DM_{t-1} + 0,4\Delta Compet_t - 0,82\mu_{t-1} + dum98 + \varepsilon_t$$

$R^2=0,59$, $DW=1,92$

À court terme, une hausse de 1 % de la demande mondiale stimule les exports de 0,43%. Une hausse permanente de la compétitivité de 1% stimule, quant à elle, les exportations de 0,4%. Les exportations convergent rapidement vers leur cible de long terme. La « force de rappel » est de 82 %. L'élasticité à la demande mondiale obtenue dans l'équation estimée sur les seuls biens manufacturés est de 0,7 (cf. Note de Conjoncture de Juin 2005). Dans notre spécification, les exportations réagissent moins vite à la demande mondiale car cette dernière n'inclut pas a priori les échanges de services. ■



Bibliographie :

- Bouhlol H. (2005), *Le bazar allemand explique-t-il l'écart de performance à l'export par rapport à la France ?*, Flash n°2005-243 Cdc-Ixis
- Destatis (2004), *Importanteil der deutschen Exporte bei 40%*
- Espinoza A. (2006), *La compétitivité de l'Allemagne*, Diagnostic Prévision Analyse Economique
- KFW (2005), *Die Globalisierung des Mittelstandes - Chancen und Risiken*
- Marin D (2004), *A nation of poets and thinkers - less so with eastern enlargement ? Austria and Germany*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 4358.
- Sinn H. (2004), *Bazar Economy*, Ifo Viewpoint n°50
- Sinn H. (2005), *L'Allemagne, économie de bazar, Champion du monde des exportations ou lanterne rouge*, Ifo Schnelldienst 58
- Standard and Poor's (2006), *Soccer world cup kick off german consumer sector*



Fiches Thématiques

International

Conjoncture internationale

L'année 2006 apparaît comme exceptionnelle sur le plan des flux d'échanges commerciaux. Ces derniers auraient culminé à l'hiver 2005-06 et conserveraient encore par la suite des rythmes relativement soutenus en raison de la poursuite de l'expansion mondiale. Vu sous cet angle, le caractère circonscrit de l'impact du choc pétrolier est à nouveau confirmé. Les derniers développements sur l'inflation et les salaires témoignent d'ailleurs de l'absence d'effets de second tour. Dans ce contexte favorable, les rythmes d'activité seraient assez dynamiques dans l'ensemble des pays industrialisés et une convergence entre zones s'opérerait même, en lien avec l'accélération attendue dans les pays européens. Pour autant, les déséquilibres mondiaux se maintiendraient encore à l'horizon de la fin de l'année.

Si les perspectives mondiales d'activité ont été bien orientées en début d'année, les marchés des changes et les bourses ont commencé à réagir à la situation de l'économie américaine

Après s'être stabilisées en fin d'année dernière, les perspectives d'activité dans l'industrie manufacturière sont globalement reparties à la hausse début 2006. Ceci suggère que la production industrielle mondiale devrait encore se montrer dynamique dans les prochains mois, en s'inscrivant sur des rythmes de progression proches de 6% en glissement annuel (cf. graphique 1). Quant à l'indice PMI global



dans le secteur des services, il est également resté bien orienté.

Cet optimisme des entrepreneurs, synthétisé dans l'indice PMI composite global, est compatible avec un maintien du taux de croissance du PIB dans les grandes zones industrialisées aux alentours de 3% l'an (cf. tableau 1). Il est vrai que la déconnexion observée, dans certains pays de la zone euro notamment, entre les enquêtes de conjoncture et les données quantitatives incite à la prudence. Mais le contexte étant globalement très favorable, la demande mondiale adressée à la France serait particu-

TABLEAU 1 : ENSEMBLE DES PAYS INDUSTRIALISÉS : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS

	Variations trimestrielles								En volume		
	2005				2006				Variations 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.	2004	2005	2006
PIB	0,7	0,7	0,7	0,5	0,9	0,8	0,6	0,5	3,1	2,6	2,9
Consommation privée	0,6	0,6	0,7	0,3	0,9	0,6	0,6	0,5	2,7	2,5	2,6
Consommation publique	0,5	0,6	0,7	0,0	0,7	0,5	0,4	0,2	1,8	1,7	1,8
Investissement	1,1	1,7	1,6	0,5	1,5	1,1	0,8	0,7	5,4	5,2	4,8
Exportations	0,7	2,4	1,7	1,5	3,3	1,7	1,5	1,6	8,2	5,9	8,9
Importations	0,4	1,2	1,9	1,7	2,9	1,7	1,5	1,5	8,6	5,8	8,5
<i>Contributions à la croissance</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,9	0,3	0,9	0,7	0,6	0,5	3,0	2,9	2,8
Stocks	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,1
Extérieur	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2

Prévision
Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

lièrement forte en 2006, puisqu'elle progresserait de près de 10% en moyenne annuelle.

L'économie mondiale ne serait donc à ce stade que modérément affectée par le durcissement des conditions de crédit intervenu au tournant de l'hiver (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Les taux d'intérêt à court terme ont pourtant continué de se redresser aux États-Unis ainsi que, dans une moindre mesure, en zone euro. Mais ils sont restés stables au Royaume-Uni et au Japon. Quant aux taux d'intérêt à long terme, en raison du maintien des perspectives de croissance et d'inflation, ils sont remontés dans toutes les zones industrialisées début 2006. Les marchés anticipent que la Banque Centrale Européenne poursuive son cycle de relèvement jusqu'en fin d'année et que la Banque d'Angleterre remonte ses taux, vraisemblablement en août prochain. Dans ce contexte, les conditions de crédit se durciraient donc encore à l'horizon de la prévision.

De leur côté, les marchés des changes, qui avaient fait preuve d'une assez grande stabilité au premier trimestre de cette année, ont commencé à réagir fin avril - début mai à la situation économique aux États-Unis. Le dollar s'est ainsi déprécié à la fois vis-à-vis de l'euro et des devises asiatiques. En outre, les bourses se sont repliées. Dans ce contexte, on a retenu en prévision un taux de change dollar/euro stabilisé à 1,27, soit sa moyenne sur les trois premières semaines de mai.

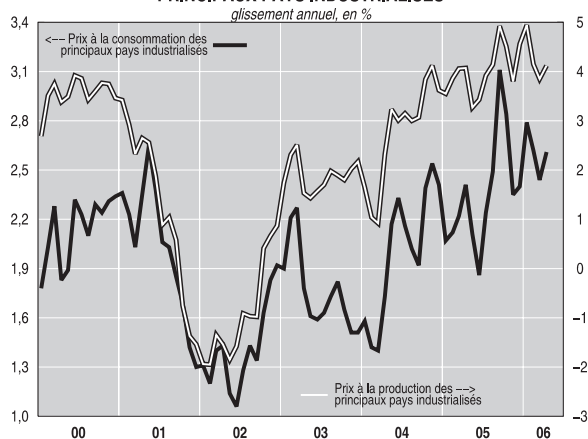
L'impact du choc énergétique resterait cantonné aux effets de diffusion aux prix des consommations intermédiaires

Sur les marchés des matières premières, les tendances qui se dessinaient déjà fin 2005-début 2006 se sont prolongées. Le cours du baril de Brent a continué de monter, pour fluctuer finalement autour de 70 dollars le baril, entraînant dans son sillage le prix des dérivés du pétrole. En réalité, l'ensemble des matières premières industrielles est resté orienté à la hausse en ce début d'année, notamment les métaux (cf. fiche « *Pétrole et matières premières* »).

Dans ce contexte, les prix à la production se sont maintenus sur des rythmes de progression compris entre 4 et 5% l'an dans l'ensemble des pays industrialisés. Le profil a été essentiellement dicté par l'énergie, un phénomène également observé sur les prix à la consommation (cf. graphique 2). Ces derniers ont légèrement reflué au cours du premier trimestre de 2006, avant de ré-accélerer en avril en raison de la nouvelle envolée des cours pétroliers. Le Japon, en phase de sortie de déflation, a suivi le mouvement, quoique de façon plus modérée. Dans les autres pays asiatiques, les tensions inflationnistes sont demeurées dans l'ensemble relativement contenues. Ainsi, en avril, le glissement annuel des prix à la consommation s'est établi à +2,0% en Corée du sud, +1,2% à Taiwan et +1,1% à Singapour. Seules l'Indonésie et dans une moindre mesure la Thaïlande connaissent actuellement des

2

ÉVOLUTION DES PRIX DANS LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS



tensions inflationnistes. Dans ce contexte, les cycles de resserrement monétaire ont été interrompus dans la plupart des pays d'Asie émergente.

Ces éléments confirment bien qu'actuellement l'effet du choc pétrolier reste amorti. Cette situation perdurerait d'ailleurs à l'horizon de la fin de l'année. Les évolutions de l'inflation, dictées avant tout par les composantes énergétiques, resteraient en effet globalement maîtrisées, sous l'hypothèse d'une stabilisation du cours du Brent aux alentours de 70 dollars (cf. fiches « *Principaux pays partenaires de la zone euro* » et « *Prix à la consommation en zone euro* »). Ainsi, à la différence des épisodes des années 70, aucun enclenchement de boucle prix/salaires ne se ferait jour. Même aux États-Unis, où le marché du travail serait pourtant tendu, les gains de productivité et la modération de l'inflation sous-jacente permettraient encore de juguler les coûts salariaux dans les trimestres à venir. Au Royaume-Uni, les salaires poursuivraient sur leur dynamique actuelle, alors qu'ils pourraient connaître une nette accélération au Japon en raison de la sortie de déflation. Enfin, en zone euro, ils seraient encore relativement inertes en termes réels. De façon générale, la pression concurrentielle exercée par les pays émergents serait de nature à contenir dans tous les pays la progression des coûts salariaux. Néanmoins, même en Asie émergente, les entreprises auraient vraisemblablement commencé à consentir des efforts de marges de façon à amortir la hausse des coûts des consommations intermédiaires : ceci pourrait se faire au détriment des décisions d'investissements.

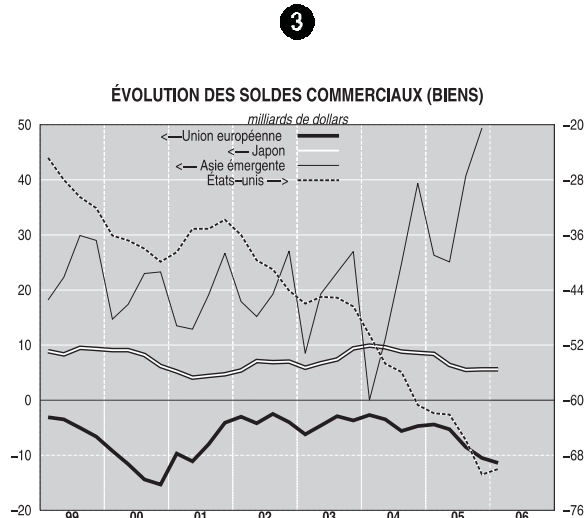
Vers une convergence des rythmes d'activité entre zones mais un maintien, voire une nouvelle aggravation, des déséquilibres mondiaux

L'année 2006 serait non seulement exceptionnelle en terme de commerce mondial, mais elle marquerait aussi le début d'une phase de convergence des

rythmes d'activité entre zones industrialisées (cf. *tableau 2*). Ainsi, alors que les États-Unis commencent à plafonner (+3,5% de croissance en 2006, comme l'an passé), les pays européens seraient en accélération : la zone euro dépasserait 2% de croissance (après +1,4% en 2005) et le Royaume-Uni atteindrait +2,4% (contre +1,8% l'an passé). Parallèlement, la reprise de l'économie japonaise se confirmerait, une progression du PIB de 3,2% étant attendue (après +2,6% en 2005), tandis que le reste de la zone asiatique conserverait elle aussi son élan.

Entre les grandes zones industrialisées, les écarts dans les dynamiques des demandes intérieures resteraient néanmoins notables. Toutefois, fait marquant, la consommation des ménages en zone euro montrerait des signes d'accélération (cf. *fiche « Conjoncture dans la zone euro »*) : certes des phénomènes temporaires soutiendraient la dynamique (notamment en Allemagne, avec l'organisation de la coupe du monde de football et l'effet d'anticipation de la hausse de TVA annoncée pour 2007), mais ce seraient plus fondamentalement la croissance plus rapide que l'an passé de l'emploi et la poursuite de la baisse du taux d'épargne qui soutiendraient cette inflexion à la hausse. En matière d'investissement des entreprises, une scission relativement claire s'opérerait toujours entre les pays européens d'une part, plus prudents, et les États-Unis et le Japon d'autre part.

En Asie du Sud-est, l'activité est restée soutenue au premier trimestre de 2006. Le glissement annuel de la production industrielle (hors Chine) est resté supérieur à 7% en mars, soit un rythme similaire à celui enregistré en moyenne ces six derniers mois. Dans cette zone, la croissance resterait encore dynamique à l'horizon de la fin de l'année. Les entreprises semblent, d'une manière générale, pouvoir faire face à l'augmentation de leurs coûts de production en comprimant leurs marges. Dans la plupart des pays, la persistance de cours élevés du pétrole ne devrait en effet que marginalement affecter l'activité manufacturière. Ce phénomène est d'ailleurs corroboré par l'évolution récente des indicateurs conjoncturels avancés des principaux pays de la zone. Cependant, le ralentissement de l'investissement productif observé depuis le deuxième tri-



mestre de 2004 (hors Chine), sans doute lié à la fois au renchérissement des cours pétroliers et aux relèvements passés des taux d'intérêt, pourrait se poursuivre.

Enfin, les pays exportateurs de pétrole profiteraient encore à plein cette année de l'envolée du prix du baril. Sur la base des comportements observés en 2005, ils resteraient toutefois prudents sur l'utilisation de la manne pétrolière (cf. *encadré*), leurs propensions à consommer les recettes additionnelles sous forme d'importations supplémentaires étant bien inférieures à celles constatées lors des chocs des années 70 (50% actuellement, contre 75% précédemment selon le FMI). Même le recyclage des pétrodollars sous forme de placements financiers aurait évolué par rapport aux épisodes précédents : pour les pays de l'Opep par exemple, ils seraient moins destinés à des investissements de portefeuille et des dépôts bancaires à l'étranger, pour être davantage recyclés en réserves de changes, ou encore investis dans les marchés locaux (boursiers et immobiliers) et dans des fonds spéculatifs.

Le rééquilibrage de la croissance entre zones n'étant que timide, les déséquilibres mondiaux se maintiendraient encore à l'horizon de la fin de l'année. C'est

TABLEAU 2 : PIB DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2005				2006				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.			
Ensemble	0,7	0,7	0,7	0,5	0,9	0,8	0,6	0,5	3,1	2,6	2,9
États-Unis	0,9	0,8	1,0	0,4	1,3	0,8	0,7	0,6	4,2	3,5	3,5
Japon	1,3	1,3	0,3	1,1	0,8	0,9	0,6	0,6	2,3	2,6	3,2
Royaume-Uni	0,2	0,5	0,4	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	3,1	1,8	2,4
Zone euro, dont :	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	1,8	1,4	2,1
Allemagne	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	0,8	0,5	0,5	1,1	1,2	1,8
Italie	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,6	0,3	0,2	0,2	0,9	0,1	1,3
Espagne	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	3,1	3,4	3,1

Prévision
Sources : Données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

d'ailleurs déjà ce que l'on a pu constater dans les pays industrialisés début 2006 (cf. graphique 3). En Asie émergente, les excédents commerciaux se sont amplifiés depuis mi-2004 -tirés notamment par la

Chine- et cette situation devrait perdurer dans les prochains trimestres, en faisant toutefois l'hypothèse que les devises asiatiques ne s'ajustent pas brusquement, vis-à-vis du dollar notamment. ■

ENCADRÉ : LE RECYCLAGE DES PÉTRODOLLARS

Les recettes pétrolières des pays exportateurs de pétrole sont passées de 260 milliards environ en 2002 à plus de 600 milliards en 2005⁽¹⁾ selon le Fond Monétaire International (FMI). Ce surplus de 350 milliards de dollars représente près de 40% du PIB *ex ante* de ces pays, soit un niveau intermédiaire entre celui atteint lors du premier choc pétrolier et celui observé au moment du second (cf. 48% en 1973-76 et 31% en 1978-81).

Le recyclage de ces pétrodollars semble avoir évolué par rapport aux épisodes précédents. La propension à dépenser les recettes supplémentaires serait plus faible (50% contre 75%), et les fonds épargnés, difficiles à recenser, auraient été investis dans des produits financiers plus diversifiés que par le passé. Cette manne pétrolière aurait finalement peu joué sur les déséquilibres mondiaux : la hausse des cours pétroliers a simplement contribué à creuser les déficits courants des régions qui en connaissaient déjà un, typiquement celui des États-Unis. Dans le cas français, le solde commercial bilatéral avec les fournisseurs de pétrole s'est très largement dégradé entre 2003 et 2005, suggérant ainsi que le recyclage des pétrodollars sous forme d'achat de produits français est relativement limité, de l'ordre de 20%.

Une propension à dépenser les recettes pétrolières additionnelles plus faible que dans les années 70

Depuis 2002, les pays exportateurs de pétrole ont dépensé une part moins importante de leur revenus additionnels que lors des chocs pétroliers antérieurs. Leurs importations en part de PIB sont d'ailleurs restées globalement stables ces dernières années. Même en termes absolus, l'augmentation des importations correspond à moins de la moitié des revenus additionnels (contre 3/4 dans les années 70).

Des écarts significatifs apparaissent néanmoins suivant les pays. Les plus faibles taux de dépenses reviennent aux pays du Golfe. A contrario, l'Iran a dépensé une part importante de ses recettes pétrolières. En moyenne, les surplus budgétaires ont augmenté de 11 points de PIB sur la période 2002-2005 dans l'ensemble des pays exportateurs de pétrole.

Des fonds investis dans des produits financiers beaucoup plus diversifiés que par le passé

De l'aveu des institutions internationales (FMI et Banque des Règlements Internationaux notamment), il est relativement ardu de se faire une idée précise de l'allocation de l'épargne des pays exportateurs de pétrole. Seul un tiers

des fonds susceptibles d'être investis peut être identifié (contre la moitié lors des épisodes précédents). Deux sources d'information en particulier sont mobilisables : l'état des réserves des banques centrales et le recyclage des pétrodollars sous forme de dépôts bancaires. Or les réserves des banques centrales des pays exportateurs ont certes augmenté de 90 milliards de dollars en 2005, mais cela représente moins d'un tiers des surplus courants. En outre, contrairement aux épisodes des années 70, peu de pétrodollars ont été accumulés sous forme de dépôts bancaires (moins d'un tiers des surplus courants accumulés dans les banques recensées par la BRI). En réalité, dans certains pays, comme la Russie, l'Arabie Saoudite ou les Émirats Arabes Unis, les gouvernements ont confié leurs surplus à des sociétés d'investissement ou des fonds de stabilisation du pétrole, et ces investissements sont difficiles à répertorier.

De façon générale, les pays exportateurs de pétrole disposent d'opportunités d'investissement plus diversifiées que dans les années 70. Les marchés boursiers locaux se sont développés et l'immobilier est en plein boom dans certaines régions, notamment au Moyen-Orient. Mais comme le suggère la faible hausse des réserves officielles par rapport aux surplus courants, la majeure partie des recettes pétrolières a été investie à l'étranger. Sur ce dernier point cependant, la détention par les pays de l'OPEP de bons du Trésor américains a baissé en 2005. On ne peut cependant pas écarter l'hypothèse que des achats aient été réalisés via Londres, Genève ou Hong-Kong.

Le recyclage des pétrodollars a surtout joué aux États-Unis, où il a atténué les pressions sur le coût de financement

Le recyclage de la manne pétrolière, même si elle correspond à une part assez faible du PIB mondial (1,0% actuellement, contre 1,5% environ lors des épisodes précédents), est susceptible de jouer sur les déséquilibres mondiaux.

À court terme, la hausse des cours pétroliers dégrade les balances courantes des pays importateurs de pétrole et, à l'inverse, conduit à des excédents courants dans les zones exportatrices. Par la suite, qu'ils dépensent ou qu'ils épargnent leurs recettes pétrolières (i.e. quel que soit le mécanisme de recyclage des pétrodollars), le comportement des pays exportateurs de pétrole a une incidence sur la résorption des déséquilibres courants via deux canaux de recyclage :

- Si les pays exportateurs de pétrole dépensent leurs recettes (canal de l'absorption), une partie des flux entrants de pétrodollars ressort pour payer les importations de biens et services, ces dernières provenant

(1) L'ensemble des estimations présentées ici, mises à part celles présentées sur la France, sont reprises du FMI.

notamment des pays importateurs de pétrole. Ceci restreint d'autant les déficits commerciaux des pays importateurs vis-à-vis des pays exportateurs.

- Si les pays exportateurs de pétrole épargnent leurs revenus (canal des comptes courants), cela peut dans un premier temps détourner des ressources financières de l'investissement ou de la consommation dans les pays importateurs. Les importations de ces derniers s'en trouvent mécaniquement amoindries, ce qui contribue à limiter leurs déficits courants. Ce phénomène est néanmoins amorti par le fait que les pays exportateurs de pétrole placent en partie leurs pétrodollars dans des actifs étrangers, ce qui limite la remontée des taux d'intérêt dans les pays importateurs : la demande intérieure des pays importateurs est alors moins affectée par les resserrements des politiques monétaires opérés par les banques centrales nationales en raison de la remontée de l'inflation.

Sur la période récente en réalité, la hausse des cours pétroliers a simplement contribué à creuser les déficits courants des régions qui en connaissaient déjà un, typiquement celui des États-Unis. Dans ce pays, le recyclage des pétrodollars a surtout atténué les pressions sur le coût de financement, ces dernières ayant été induites par la sortie de capitaux engendrée par le haut niveau des cours pétroliers. En revanche, les revenus pétroliers qui ont été dépensés par les pays exportateurs n'ont pas joué un rôle direct important dans la réduction du déficit courant américain. Les pays exportateurs de pétrole importent en effet de moins en moins de produits en provenance des États-Unis (cf. baisse de 5 points entre 1981 et 2004 de la part des importations venant des États-Unis dans l'ensemble de leurs importations de biens). Même en supposant que les pays exportateurs de pétrole dépensent tous leurs revenus additionnels, le déficit courant des États-Unis est appelé à se creuser de 25 milliards de dollars supplémentaires (0,2 point de PIB). Ainsi, les pays exportateurs de pétrole n'ont pas été les acteurs principaux du creusement du déficit courant américain (cf. illustration sur le solde commercial, graphique 1). Pour autant, les surplus courants des pays exportateurs de pétrole représentent environ 40% du déficit courant américain en 2005, soit le double de 2004.

Un effet plutôt limité du recyclage des pétrodollars sur le solde commercial français

Dans le cas de la France, le diagnostic est identique : on constate un effet limité du recyclage des pétrodollars sur le solde commercial.

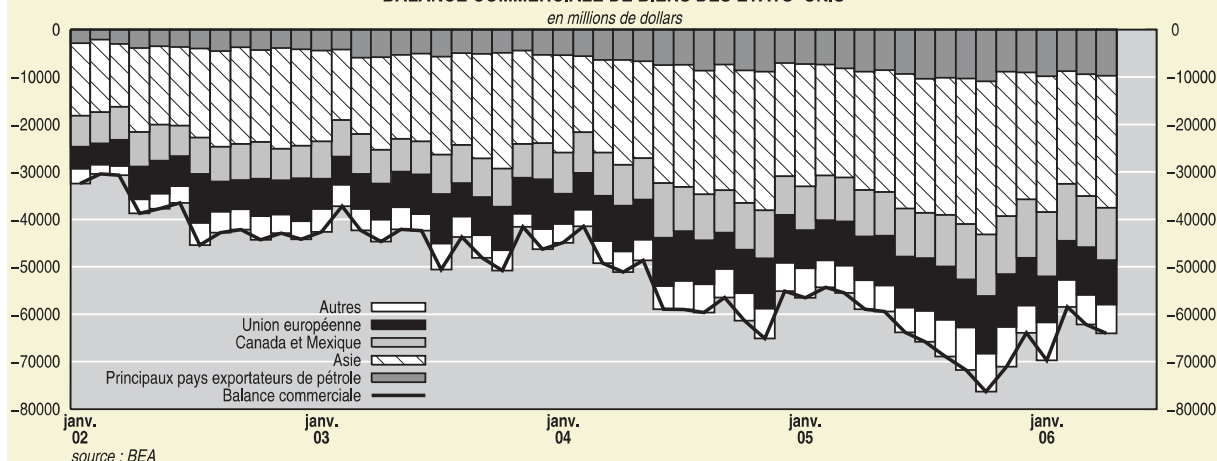
Depuis janvier 2005, les Douanes publient les importations françaises d'hydrocarbures par pays, non plus en considérant le pays d'origine mais le pays de provenance. Il y a donc un biais à la hausse pour les pays transitaires comme l'Allemagne ou la Belgique, notamment concernant les flux de pétrole brut provenant respectivement de Russie (et plus généralement des pays de la CEI) et de Norvège.

Au contraire, le poids de l'Opep dans les importations françaises reste relativement stable. Afin de corriger de ce biais technique, on fait l'hypothèse que les poids des différents fournisseurs sont restés relativement constants. Plus précisément, on enlève à partir de janvier 2005 un pourcentage fixe des flux comptabilisés comme provenant du pays transitaire et on le réaffecte aux importations en provenance du pays fournisseur. De cette façon, la moyenne du poids de chaque pays sur les quatre trimestres de 2005 est supposée égale à sa moyenne sur 2003-2004. Les flux ainsi corrigés sont représentés sur le graphique 2 par pays d'origine.

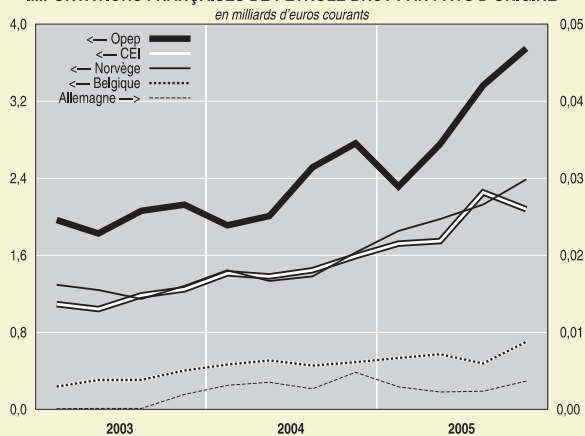
Il ressort de ces séries corrigées une nouvelle lecture de la structure bilatérale du creusement du déficit commercial français. Après prise en compte de cette rupture statistique, 80% des importations de pétrole brut de la France en 2005 sont bien issues de ses trois grands fournisseurs : l'Opep, la CEI et la Norvège. Ces flux ont bien connu une forte augmentation entre 2003 et 2005 (+10,8 milliards d'euros), ce qui représente 80% de la hausse des importations de pétrole brut totales de la France telles que retracées par les Comptes nationaux trimestriels. **Ceci représente par ailleurs 70% du creusement du déficit commercial énergétique, les flux de pétrole raffiné restant relativement équilibrés.**

1

BALANCE COMMERCIALE DE BIENS DES ÉTATS-UNIS



IMPORTATIONS FRANÇAISES DE PÉTROLE BRUT PAR PAYS D'ORIGINE



sources : Douanes, calculs Insee

Cette correction statistique permet également d'infirmar l'hypothèse d'un recyclage des pétrodollars en produits français. En effet, alors que les seules importations de pétrole brut progressent de 10,8 milliards d'euros en provenance de ces trois pays, les exportations de la France à destination de ces pays n'ont augmenté que de 2,2 milliards d'euros, soit **un taux de recyclage de seulement 20%**. Le solde commercial bilatéral de la France avec ses fournisseurs de pétrole s'est donc très largement dégradé entre 2003 et 2005. ■

Références bibliographiques

- « Oil prices and global imbalances », World Economic Outlook, avril 2006
- « Petrodollar recycling and global imbalances », CESifo's International Spring Conference, mars 2006
- « The international banking market », BIS Quarterly Review, décembre 2005
- « OPEC Revenues Fact Sheet », Energy information Administration, janvier 2006

Principaux pays partenaires de la zone euro

Pourtant touchés par l'envolée des cours du pétrole et des matières premières, les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon connaîtraient des rythmes d'activité soutenus en 2006. Dans les trois pays, la consommation des ménages se montrerait dynamique, portée par la vigueur des revenus réels. Le marché du travail y serait en effet porteur, tandis qu'outre-Manche et outre-Atlantique la progression des prix resterait essentiellement alimentée par les effets de diffusion du choc énergétique et que la sortie de déflation de l'économie nippone se confirmerait.

Un autre point commun rapprocherait les trois principaux pays partenaires de la zone euro : tous veraient leurs flux d'échanges commerciaux culminer en début d'année. Pour autant, seul le Japon tirerait réellement parti de cette embellie, la contribution du commerce extérieur y étant attendue nettement positive.

En matière d'investissement, aucune ligne directrice unifiée ne se dégagerait, de sorte que les spécificités nationales s'exprimeraient pleinement cette année. Ainsi, alors que l'investissement résidentiel bénéficierait de la meilleure orientation des marchés immobiliers au Royaume-Uni et au Japon, il marquerait le pas aux États-Unis après avoir connu des rythmes de progression records ces dernières années. Quant à l'investissement productif, il accélérerait au Royaume-Uni, resterait soutenu aux États-Unis et se modérerait au Japon. Les enquêtes auprès des industriels et l'évolution des commandes témoignent de ces évolutions contrastées.

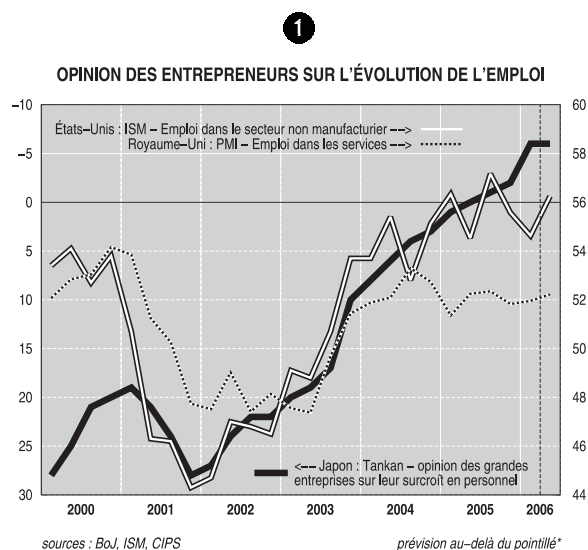
Au total, le taux de croissance se stabiliserait entre 2005 et 2006 aux États-Unis (+3,5%), tandis que les PIB japonais et britannique accéléreraient respectivement à +3,2% et +2,4% (contre +2,6 et +1,8% l'an passé).

Portée par la dynamique du pouvoir d'achat, la consommation des ménages serait soutenue au Royaume-Uni, au Japon et aux États-Unis

En 2006, le marché du travail serait relativement porteur dans les trois grands pays partenaires de la zone euro. Les créations d'emploi bénéficieraient partout du dynamisme passé de l'activité. Un mouvement de reprise s'est d'ailleurs déjà amorcé au Royaume-Uni et au Japon. En effet, après avoir re-

culé de 0,2% au quatrième trimestre de 2005, l'emploi a de nouveau progressé en début d'année dans ces deux pays (+0,4% et +0,3% respectivement). Au vu des dernières données d'enquête (cf. graphique 1), cette embellie devrait perdurer dans les trimestres à venir : les soldes d'opinion relatifs à l'évolution de l'emploi britannique se sont récemment améliorés, tant dans le secteur manufacturier que dans les services ; de la même façon, les résultats du Tankan du premier trimestre confirment que les entreprises nippones auraient mis fin à leur situation de sureffectif. En outre au Japon, le nombre des demandes d'emploi demeure supérieur à celui des offres d'emploi, et ce depuis décembre 2005. L'évolution de l'emploi serait également assez favorable dans les prochains mois aux États-Unis. Néanmoins, après s'être maintenues aux alentours de 175 000 par mois au premier trimestre, les créations d'emploi s'y modéreraient d'ici la fin de l'année en lien avec le fléchissement attendu de l'activité : s'il est vrai qu'elles ont marqué le pas en avril et mai, l'opinion des entrepreneurs sur l'évolution de l'emploi dans le secteur non manufacturier reste bien orientée.

Parallèlement, les salaires progresseraient à des rythmes soutenus outre-Manche et outre-Atlantique ; ils connaîtraient même une nette accélération au Japon. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les indicateurs mensuels sont déjà orientés à la hausse en début d'année (glissements annuels respectifs de



Note de lecture

*Prévision pour le Japon et moyenne sur les deux premiers mois pour les deux autres pays

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

(en %)

</

■ Prévvision

(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.

+4,2% au premier trimestre et de +3,7% en mai pour le salaire horaire moyen). Dans les deux pays, les bas niveaux de taux de chômage (5,3% en avril et 4,6% en mai resp.) sont susceptibles de jouer sur les futures revendications salariales. À cela s'ajouterait, dans le cas des États-Unis, la remontée très récente des anticipations d'inflation engendrée par l'envolée des prix de l'essence. Mais dans la mesure où la progression des composantes sous-jacentes de l'inflation y demeurerait limitée, les augmentations de salaires n'alimenteraient pas de tensions inflationnistes. Enfin au Japon, après avoir reculé au premier trimestre de 2006 (-1,8%), les salaires

devraient rapidement ré-accélérer. Les négociations salariales de printemps (*shunto*) qui se sont achevées fin avril ont en effet permis aux syndicats d'obtenir des hausses de rémunérations pour la première fois depuis cinq ans, même si celles-ci sont très variables d'un secteur à un autre.

Dans les trois pays, ces mouvements combinés de l'emploi et des salaires viendraient alimenter la progression du revenu dans les trimestres à venir. Dans le même temps, les tensions inflationnistes resteraient toujours maîtrisées au Royaume-Uni et aux États-Unis (cf. graphique 2). L'intervention des

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	1,5
Salaire moyen par tête	2,9	4,3	4,4	4,5
Revenu disponible brut nominal	4,3	6,1	4,2	5,8
Déflateur de la consommation privée	1,9	2,6	2,8	2,7
Taux d'épargne en niveau	2,1	1,8	-0,5	-0,7
Royaume-Uni				
Emploi salarié	1,0	1,0	1,0	0,9
Salaire moyen par tête	3,5	3,6	3,8	4,0
Revenu disponible brut nominal	4,7	3,4	4,1	4,3
Déflateur de la consommation privée	1,9	1,2	1,9	2,2
Taux d'épargne	5,4	4,3	5,0	5,0
Japon				
Emploi total	-0,3	0,2	0,4	0,6
Salaire moyen par tête	-1,2	-1,5	0,8	1,9
Revenu disponible brut nominal	-1,2	0,4	0,5	1,7
Déflateur de la consommation privée	-0,9	-0,6	-0,8	-0,2
Taux d'épargne	4,0	3,1	2,4	2,4

■ Prévvision

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

banques centrales contribuerait d'ailleurs à contenir l'évolution des prix. En raison du dynamisme de l'activité et du léger dépassement de la cible d'inflation (+2,2% en mai), les marchés anticipent que la Banque d'Angleterre relèvera prochainement ses taux directeurs. Ce resserrement surviendrait vraisemblablement après un an de statu quo, à l'occasion de la réunion du mois d'août au cours de laquelle celle-ci réviserait traditionnellement le scénario de croissance et d'inflation. La Réserve fédérale américaine a de son côté continûment opéré des hausses de taux depuis juin 2004. Et le profil de l'inflation aux États-Unis serait avant tout dicté par le glissement annuel de la composante énergétique, qui ne connaîtrait pas de réelle décrue avant le troisième trimestre de cette année. Au Japon enfin, l'évolution, tant de l'indice des prix à consommation que du déflateur de la consommation, signale d'ores et déjà la sortie progressive de la situation déflationniste qui pénalisait l'économie depuis plusieurs années (*cf. encadré*).

Sur l'ensemble de l'année, les gains de pouvoir d'achat ainsi dégagés alimenteraient le dynamisme de la consommation. Les dépenses des ménages japonais conserveraient leur élan, d'autant que la confiance a atteint au premier trimestre de 2006 son plus haut niveau depuis juin 1991. Au Royaume-Uni, un facteur supplémentaire jouerait dans le redressement marqué de la consommation : la reprise tangible du marché de l'immobilier en permettant une revalorisation des actifs, se traduirait par un recours croissant des ménages au mécanisme de refinancement hypothécaire pour financer leurs dépenses. Les ventes au détail présentent d'ailleurs un acquis très favorable fin mai (+1,7%).

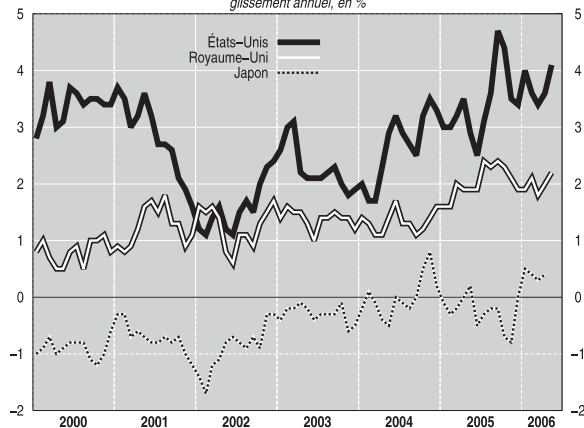
Enfin, la consommation des ménages américains serait un peu moins dynamique que l'an passé. Après un premier trimestre exceptionnellement fort, les dépenses se tempéreraient en effet pour revenir davantage en ligne avec la progression du revenu réel. En mai, les ventes au détail ont du reste augmenté de façon timide et la confiance des ménages a baissé ces derniers mois. Dans ce contexte, alors que le taux d'épargne s'était sensiblement replié l'an passé (de 1,8% en 2004 à -0,5%), il se stabiliserait presque en 2006 (-0,7%).

L'évolution de l'investissement serait dominée par des spécificités nationales : la composante résidentielle se redresserait vivement au Royaume-Uni et au Japon mais marquerait le pas aux États-Unis, tandis qu'en matière d'investissement productif, le regain britannique se démarquerait du dynamisme, maintenu ou à peine modéré, des deux autres pays

Alors qu'il se redresserait au Royaume-Uni et au Japon, l'investissement résidentiel marquerait le pas aux États-Unis. Outre-Manche, l'investissement en logement reprendrait, bénéficiant à la fois de l'orientation favorable du pouvoir d'achat et d'un taux d'intérêt hypothécaire bas : en témoigne la remontée récente des prix de l'immobilier. Il retrouverait aussi un certain dynamisme au Japon sous l'effet du retour en territoire positif des prix de l'immobilier après quinze ans de marasme : c'est d'ailleurs ce que suggère le rebond des mises en chantier

2

PRIX À LA CONSOMMATION



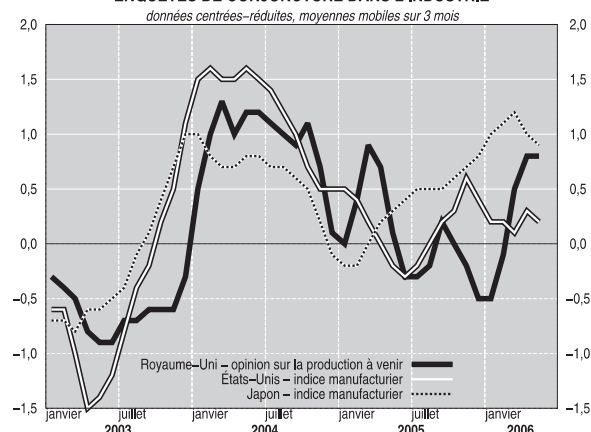
sources : BLS, ONS, Ministry of Public Management-Home Affairs-Posts and Telecom

enregistré au premier trimestre. À l'inverse, le ralentissement de l'investissement résidentiel survenu cet hiver aux États-Unis s'accroîtrait encore, puisque les mises en chantier ont à nouveau reculé depuis le mois de février et que les ventes de logement ont poursuivi leur mouvement de repli entamé à la mi-2005. D'autres éléments sont venus confirmer le tassement récent du marché immobilier américain (cf. dossier « *Marché immobilier américain : quels risques ?* »). Les demandes de prêts hypothécaires par exemple ont montré des signes de fléchissement, après avoir vraisemblablement atteint un point haut dans le courant du second semestre de 2005. Parallèlement, l'accessibilité au logement s'est détériorée depuis la mi-2004, sous l'effet de la flambée des prix et de la remontée des taux d'intérêt. Dans ce contexte, la confiance sur le marché immobilier s'est sensiblement dégradée depuis la fin de l'année dernière.

Les disparités en matière de dynamique d'investissement non résidentiel seraient également marquées entre les trois pays cette année. Alors qu'il accélérerait outre-Manche, l'investissement des entreprises conserverait sa dynamique aux États-Unis mais ralentirait au Japon. Les enquêtes de conjoncture fournissent une première indication sur cette divergence d'évolution (cf. graphique 3). Ainsi, comme le suggère la Confederation of British Industry (CBI), les anticipations des industriels britanniques se sont nettement améliorées depuis février, à la faveur de la reprise de l'activité manufacturière (+0,7% au premier trimestre, après quatre trimestres de déclin). Aux États-Unis, par delà les fluctuations, l'indicateur avancé ISM manufacturier s'est maintenu sur les cinq premiers mois de l'année au niveau moyen de 2005. Parallèlement, les soldes d'opinion relatifs aux commandes sont repartis à la hausse depuis deux mois dans le secteur non manufacturier. À contrario, les résultats de l'enquête Tankan du premier trimestre attestent de l'intention des entrepreneurs japonais de modérer leurs investissements en biens d'équipement au cours des trimestres à venir, en lien

3

ENQUÊTES DE CONJONCTURE DANS L'INDUSTRIE



sources : CBI, ISM, PMI

avec des anticipations de profit orientées à la baisse. De même, l'indicateur PMI manufacturier souligne un effritement des perspectives des industriels.

Les dépenses d'investissement des entreprises nippones ralentiraient donc progressivement courant 2006 après le rebond enregistré en début d'année. À cet égard, les commandes de machines, qui constituent un indicateur avancé de l'investissement à un horizon de trois à six mois, ont reculé lors du premier trimestre de 2006 et le Cabinet Office anticipe un nouveau repli au deuxième trimestre (-2,5% en variation trimestrielle). De plus, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé en début d'année. À l'inverse, à la faveur du dynamisme recouvré du secteur manufacturier, l'investissement productif gagnerait de la vigueur cette année au Royaume-Uni. Les conditions de financement y resteraient en outre toujours extrêmement favorables. Malgré l'envolée des prix des matières premières et de l'énergie, les perspectives d'une consommation dynamique d'une part, et de bons débouchés à l'étranger d'autre part, devraient encourager les entrepreneurs à investir au cours des prochains trimestres. L'investissement serait toutefois modéré par le relâchement récent des tensions sur l'appareil productif. Enfin, aux États-Unis, le plafonnement du commerce international à des sommets historiques et l'amorce d'un fléchissement de la demande des ménages inciteraient les entreprises à davantage de prudence dans les prochains mois. Toutefois, la production industrielle présente un acquis favorable à la fin mai (+1,2%) et le taux d'utilisation des capacités de production se trouve proche de celui observé courant 2000. En outre, les conditions de financement ne se sont que légèrement durcies en dépit des remontées des taux directeurs. Les capacités d'autofinancement se sont restaurées et les taux de profit et de marge ont atteint des niveaux inégalés depuis 30 ans (supérieurs respectivement à 10% et 25%). Mais les commandes en biens d'équipement se sont néanmoins graduellement affaïssées, si bien

qu'après un début d'année particulièrement dynamique, les dépenses d'investissement s'atténueraient.

Si dans les trois pays les flux d'échanges commerciaux auraient culminé début 2006, cette année encore, la contribution du commerce extérieur à la croissance ne serait positive qu'au Japon

Au premier trimestre de 2006, les flux commerciaux se sont montrés extrêmement soutenus, notamment au Royaume-Uni, où les échanges ont été particulièrement intenses avec la zone euro. Mais sur l'ensemble de l'année, seul le Japon tirerait réellement parti de la vigueur du commerce mondial. Ses exportations continueraient en effet de bénéficier d'un environnement international porteur, d'autant que l'activité économique est appelée à rester dynamique chez ses principaux partenaires asiatiques. Dans ce contexte, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait nettement positive en 2006. La configuration inverse se profilerait aux États-Unis et au Royaume-Uni : dans ces deux pays, la progression des importations, entretenues par la vigueur de la demande intérieure, l'emporterait sur celle pourtant vive des exportations.

L'essor des échanges reste naturellement tributaire des rythmes d'activité attendus dans les trois grands pays partenaires de la zone euro. Il pourrait de ce fait

être hypothéqué si des aléas à la baisse sur la croissance de ces économies venaient à se matérialiser. Aux États-Unis par exemple, la dégradation assez rapide du climat conjoncturel dans le secteur immobilier pourrait augurer un repli plus abrupt que prévu de l'investissement résidentiel. L'évolution de la consommation des ménages resterait de son côté conditionnée par celle de l'inflation. Or, si le reflux des prix anticipé à l'automne venait à être reporté, les dépenses des ménages s'en trouveraient directement pénalisées, à moins d'un nouveau creusement du taux d'épargne. Dans le cas du Japon, ce sont surtout les anticipations de durcissement de la politique monétaire qui pourraient briser l'élan des dépenses. À l'opposé, un regain plus fort qu'attendu de l'investissement productif dans les trois pays conduirait à soutenir davantage que prévu l'affermissement du commerce mondial cette année.

Plus fondamentalement, les scénarii présentés ici reposent sur une stabilisation des taux de change à des niveaux proches des derniers cours connus (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Or, si la baisse du dollar venait à se confirmer, l'environnement international pourrait être un peu moins dynamique qu'anticipé. À titre illustratif, le modèle INTERLINK de l'OCDE estime qu'une dépréciation de 10% du dollar pénaliserait de 0,1 point environ la croissance des pays de l'OCDE à l'horizon d'un an. ■

Le changement de cap de la politique monétaire intervenu en mars dernier envoyait le signal de la fin de la déflation au Japon

La Banque du Japon a mis officiellement fin à sa politique d'injection massive de liquidités en direction du secteur bancaire le 9 mars 2006, afin de revenir progressivement à une politique monétaire plus classique de gestion par les taux directeurs. Depuis lors, les tensions sur les taux d'intérêt à long terme se sont d'ailleurs graduellement accrues. Ainsi par exemple, les taux sur les emprunts d'État à 10 ans ont augmenté de 30 points de base entre les mois de mars et mai 2006.

La Banque centrale signalait par son changement de politique qu'elle considérait que le Japon était sur le point de sortir de la situation de déflation qui grevait son économie depuis 1998. Elle se basait sur l'évolution favorable de l'indice des prix sous-jacent observée depuis la fin-2005 (cf. *infra*) mais également sur les perspectives de croissance soutenue liées notamment au raffermissement de la demande intérieure. La Banque du Japon n'a pas fixé de cible d'inflation très précise mais a évoqué une fourchette de variation pour le glissement annuel des prix sous-jacent comprise entre 0% et 2%.

Un retour en territoire positif des prix qui pourrait être partiellement remis en cause avec la révision de l'indice des prix à la consommation

Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation hors produits frais est en progression constante depuis juin 2005. Il est repassé en zone positive en novembre et s'établit en avril 2006 à +0,5%. Ce phénomène s'explique par l'évolution combinée des prix de plusieurs produits : la persistance de cours élevés du pétrole qui contribue à maintenir le glissement annuel des prix des produits pétroliers aux alentours de +10%, l'affaiblissement progressif de l'impact baissier des prix du riz mais surtout, une remontée du glissement annuel des prix des produits industriels (cf. *graphique A*). Ce dernier facteur est le plus déterminant car il souligne le fait que les entreprises nippones commencent à répercuter la hausse de leurs prix de production - liée notamment au renchérisse-

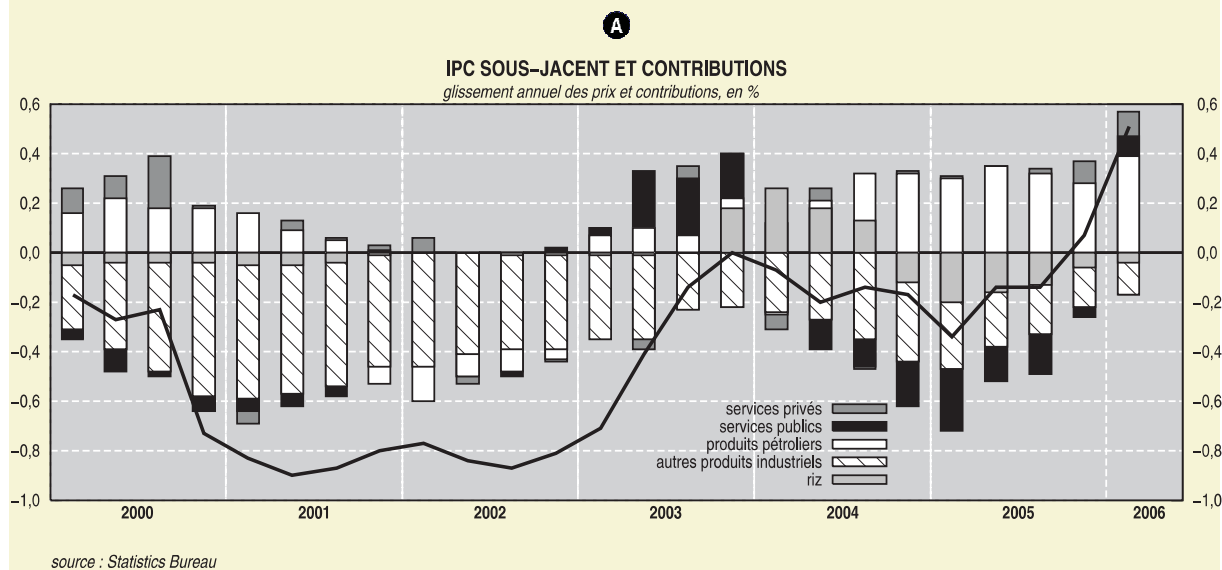
ment des prix de l'énergie - sur leurs prix de ventes au lieu de comprimer leurs marges bénéficiaires. En effet, la progression simultanée de l'emploi et des salaires dynamise les dépenses des ménages et laisse ainsi aux entrepreneurs japonais des marges de manœuvre plus importantes pour augmenter leurs prix.

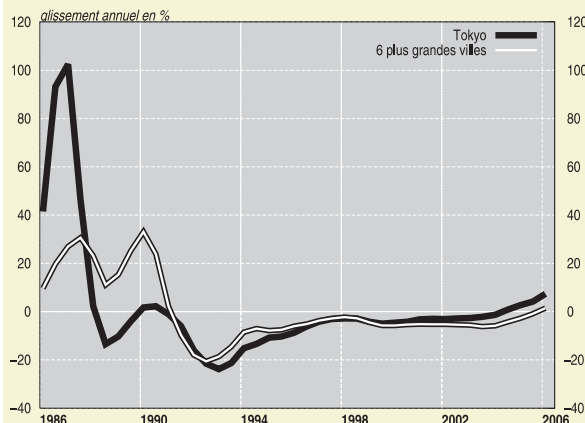
Quant aux prix de l'immobilier, ils s'affichent à la hausse dans les grandes villes japonaises depuis le mois de septembre 2005 (+1,3% en glissement annuel en mars 2006 après +0,1% en septembre 2005) et ce après 15 années de baisse ininterrompue (cf. *graphique B*).

Toutefois, différents éléments pourraient modérer la progression des prix à la consommation au Japon dans les trimestres à venir. Ce serait tout d'abord le cas avec la révision de l'indice des prix prévue pour août 2006. À cette occasion en effet, les coefficients de pondération seront renouvelés, mais surtout, de nouveaux produits seront inclus dans le panier de référence et notamment des biens liés à l'informatique dont les prix diminuent rapidement. Au total, l'impact baissier sur le glissement annuel de l'indice des prix sous-jacent serait estimé à 0,3 point⁽¹⁾. Parallèlement, la réforme de la santé, de même que de nouvelles baisses de prix dans la téléphonie mobile et l'électricité, devraient tirer l'indice des prix sous-jacent à la baisse, ce qui n'est au demeurant pas nécessairement catastrophique : une baisse de prix qui découle d'un progrès technique ne s'interprète pas comme une baisse de prix qui résulte d'enchaînements récessifs.

Par ailleurs, sur la base d'une mesure alternative de l'évolution des prix, à savoir celle du déflateur de la consommation des ménages ou, plus généralement, le déflateur du PIB, l'arrêt du recul des prix apparaît moins franc. De fait, le déflateur de la consommation s'établit à -0,2% en glissement annuel pour le premier trimestre de

(1) Cf. « Révision de 2005 de l'indice japonais des prix à la consommation : Evolution méthodologique » Conseil Economique et Social des Nations Unies.



B**PRIX DE L'IMMOBILIER**

source : Japan Real Estate Institute

2006 (après -0,8% le trimestre précédent). Quant au déflateur du PIB il est toujours en repli à -1,2% après -1,6% au quatrième trimestre de 2005.

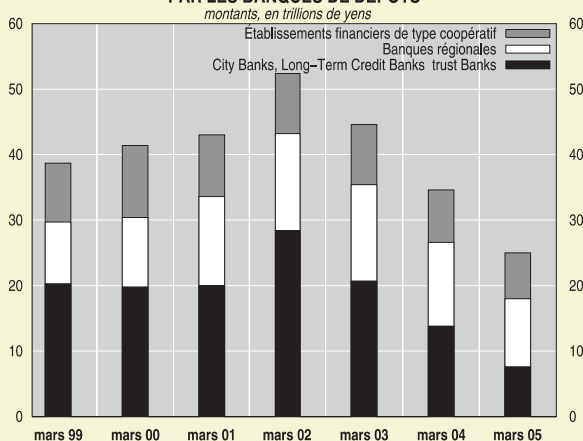
La reprise récente du crédit, rendue possible par l'apurement du système bancaire, signale plus clairement la sortie de déflation

Suite à l'éclatement de la bulle immobilière au début des années 90, les banques japonaises ont fait face à des montants très importants de créances douteuses. Le processus d'apurement qui s'en est suivi s'est traduit par un resserrement du crédit bancaire, notamment en direction des entreprises. On observe ainsi dans un premier temps une stagnation puis, à partir de 1995, une forte baisse des encours de crédit pour les principaux établissements financiers (cf. graphique C).

Cependant, des progrès significatifs ont été accomplis dans la réduction de l'encours des créances douteuses depuis 2002 (cf. graphique D). En effet, les résultats de

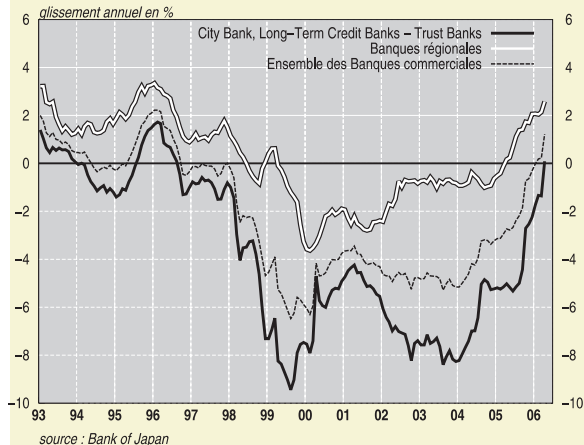
l'enquête menée par la Financial Services Agency en mars 2005 indiquent que ce montant a été réduit de moitié par rapport à mars 2002. Dans ce contexte, le taux de créances douteuses s'est vu ramené à 5% du PIB en mars 2005 alors qu'il s'élevait à près de 11% trois ans auparavant.

Dans ce contexte plus favorable, la progression des encours de crédit s'est accélérée fin 2005 et les

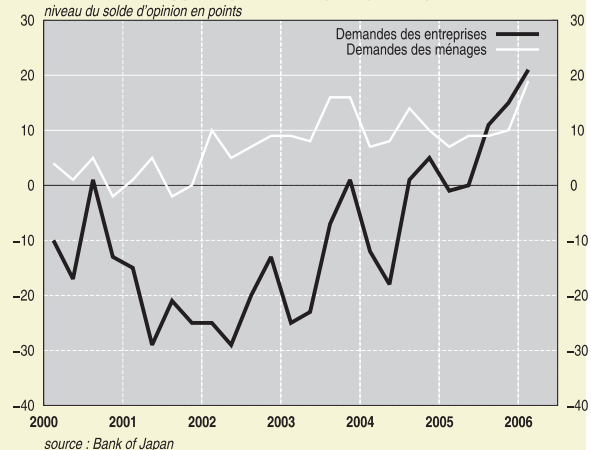
D
MONTANT DES CRÉANCES DOUTEUSES DÉTENUES PAR LES BANQUES DE DÉPÔTS


source : Financial Services Agency

perspectives d'octrois de nouveaux crédits sont bien orientées début 2006. Les résultats de l'enquête d'avril mené par la Banque du Japon auprès des établissements bancaires les plus importants⁽²⁾ confirment en effet la remontée des demandes de crédits émanant des entreprises et des ménages qui s'est amorcée à partir de la mi-2005 (cf. graphique E). ■

C
ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DE CRÉDITS DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS BANCAIRES


source : Bank of Japan

E
OPINION DES GRANDES BANQUES JAPONAISES SUR LES DEMANDES DE CRÉDITS


source : Bank of Japan

Conjoncture dans la zone euro

La croissance du PIB de la zone euro a été forte au premier trimestre de 2006 : +0,6%, après +0,3% au quatrième trimestre de 2005. Le rebond de la consommation des ménages et des exportations a soutenu la production industrielle européenne en début d'année. Cependant, selon les pays de la zone, la croissance a été très inégale : la progression des PIB allemand et français est demeurée en deçà de la moyenne de la zone tandis que celle de l'Espagne est restée très forte.

Sur l'année 2006, l'amélioration du marché de l'emploi et la poursuite de la baisse du taux d'épargne des ménages dynamiseraient la consommation privée, tandis que la bonne tenue de la demande mondiale continuerait de soutenir les exportations de la zone. Ainsi, les échanges extérieurs cesseraient de pénaliser la croissance de l'activité. En revanche, l'amélioration du climat conjoncturel ne se traduirait pas par une franche accélération de l'investissement. Au total, le PIB de la zone euro progresserait de 2,1%, après +1,4% en 2005.

Les trois grands pays (France, Allemagne, Italie) ont un différentiel d'acquis de croissance de 0,3 point au premier trimestre. Au second semestre, les rythmes de croissance de l'Allemagne et de la France rattraperaient la moyenne de la zone tandis que l'Italie resterait à la traîne.

En 2006, l'activité de la zone euro se redresserait sans franche reprise

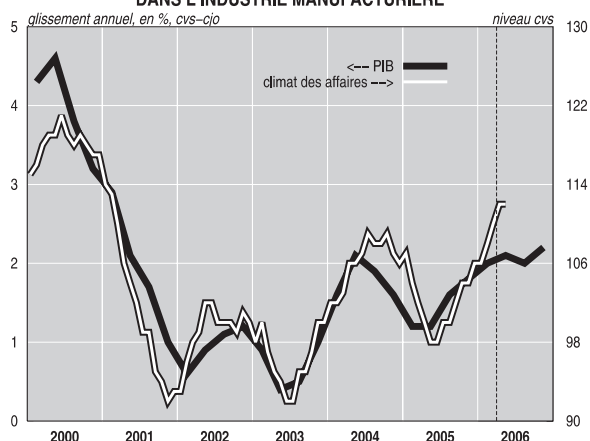
Les résultats du premier trimestre ont confirmé le caractère temporaire de l'essoufflement de l'activité observé fin 2005. Ils témoignent du dynamisme retrouvé des échanges extérieurs mais aussi d'une timide consolidation des déterminants internes de la croissance, en particulier de la consommation des ménages.

Tirée par les demandes interne et externe, la production industrielle a accéléré en début d'année et présente en avril un acquis de croissance de +1,8% pour 2006. La production industrielle allemande est restée parmi les plus dynamiques de la zone (+3,5% d'acquis en avril pour 2006) et distance celles de l'Italie (+0,8%) et de la France (-0,1%).

En dépit de la hausse des cours du brut et de l'euro, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie témoignent encore en mai d'une bonne tenue du climat des affaires confirmant l'optimisme observé depuis mi-2005 (cf. graphique 1).

La croissance du PIB demeurerait donc forte en zone euro sur l'ensemble de l'année. Au cours de l'année, les croissances de l'activité en France et en Allemagne convergeraient pour rattraper celle de la zone (cf. graphique 2) et distanceraient celle de l'Italie. Toutefois, les chiffres annuels pour les grands pays ne feraient pas apparaître de reprise franche, en raison notamment d'un acquis de croissance faible au premier trimestre.

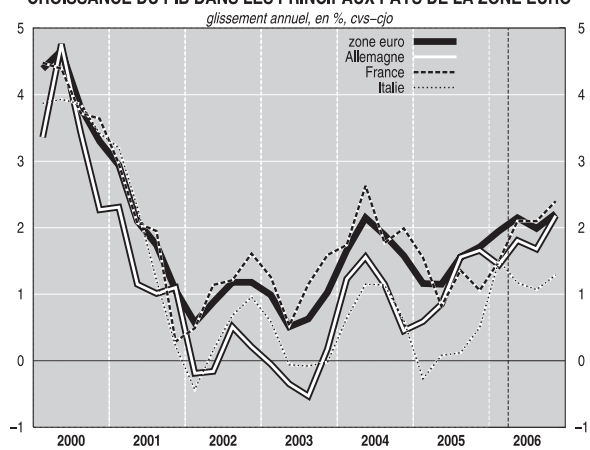
1
ZONE EURO : PIB ET CLIMAT DES AFFAIRES
DANS L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE



source : Eurostat, calculs Insee

prévision au-delà du pointillé

2
CROISSANCE DU PIB DANS LES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO



sources : Eurostat, Destatis, Insee, Istat

prévision au-delà du pointillé

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

(en %)

	Évolutions trimestrielles												Moyennes annuelles			
	2004				2005				2006				2003	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.	3 ^e T.	4 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4%) ⁽¹⁾																
PIB	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,4	0,6	0,0	0,4	0,8	0,5	0,5	-0,2	1,1	1,2	1,8
Consommation des ménages	0,5	-0,2	0,0	0,8	-0,2	0,0	0,3	-0,5	0,6	0,7	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	1,2
FBCF totale	-1,9	-0,3	0,9	-0,4	-1,0	0,3	1,5	0,6	-0,6	0,7	1,0	0,9	-0,7	-1,5	0,2	1,9
Consommation publique	-1,0	-0,5	0,4	-1,9	0,5	1,5	0,4	-1,6	0,6	0,3	0,0	0,0	0,1	-1,6	0,1	0,2
Exportations	3,3	3,2	-0,5	0,5	2,1	1,1	4,9	0,5	4,6	2,3	1,9	1,7	2,3	8,3	6,6	11,1
Importations	1,6	2,0	2,4	0,5	-1,1	2,1	5,2	1,1	4,5	2,0	1,7	1,5	5,0	6,1	5,5	11,6
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2	0,3	0,5	-0,5	0,4	0,6	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	1,2
Variations de stocks	0,0	-0,1	0,6	-0,1	-0,4	0,4	0,0	0,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,2	0,4
Commerce extérieur	0,7	0,6	-1,0	0,0	1,2	-0,3	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,9	0,8	0,9	0,2
ITALIE (17,9%) ⁽¹⁾																
PIB	0,4	0,3	0,2	-0,4	-0,4	0,6	0,3	0,0	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	1,3
Consommation des ménages	0,6	-0,2	-0,2	0,3	-0,7	0,6	0,5	-0,1	0,8	0,2	0,2	0,2	1,0	0,5	0,1	1,4
FBCF totale	1,5	1,0	-0,8	-0,5	-1,3	1,9	1,0	-1,6	1,7	1,0	0,7	0,7	-1,5	1,9	-0,4	2,7
Consommation publique	0,3	-0,2	-0,1	0,4	0,9	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,1	0,6	1,2	0,4
Exportations	-1,1	2,7	0,3	-0,7	-1,6	2,5	-0,4	1,2	2,5	1,0	1,0	1,0	-2,2	2,5	0,7	5,5
Importations	-0,7	0,7	0,4	1,8	-1,7	2,0	0,2	1,0	1,6	1,2	1,2	1,2	1,0	1,9	1,8	4,8
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,0	-0,3	0,2	-0,5	0,7	0,5	-0,4	0,8	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	0,2	1,5
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,1	-0,3	-0,1	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	-0,4
Commerce extérieur	-0,1	0,5	0,0	-0,6	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,8	0,2	-0,3	0,2
ESPAGNE (10,2%) ⁽¹⁾																
PIB	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	2,9	3,1	3,4	2,6
Consommation des ménages	0,7	1,0	1,4	1,5	0,7	1,0	1,1	1,2	0,6	0,5	0,5	0,5	2,6	4,4	4,4	2,7
FBCF totale	0,3	1,1	1,4	2,6	1,8	1,6	1,1	2,1	1,3	1,2	1,1	1,0	5,6	4,9	7,2	4,8
Consommation publique	2,3	2,3	1,7	1,2	-0,2	1,1	1,9	1,7	-0,1	1,0	1,0	1,0	4,8	6,0	4,5	3,1
Exportations	1,9	0,0	1,4	-1,0	-1,8	2,7	2,2	-1,2	5,1	1,0	1,4	1,4	3,6	3,3	1,0	6,8
Importations	2,8	1,7	3,4	2,0	-1,0	3,3	3,3	0,9	4,4	1,5	1,9	1,9	6,0	9,3	7,1	8,8
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	0,9	1,3	1,5	1,8	0,9	1,2	1,3	1,6	0,7	0,8	0,8	0,8	4,2	5,0	5,3	3,5
Variations de stocks	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	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	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-1,5	-1,8	-1,9	-0,9
ZONE EURO (27,8%) ⁽²⁾																
PIB	0,8	0,4	0,3	0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,8	1,8	1,4	2,1
Consommation des ménages	0,6	0,1	0,2	0,9	0,1	0,3	0,5	0,1	0,7	0,6	0,4	0,4	1,2	1,4	1,4	1,9
FBCF totale	0,5	0,5	0,3	0,6	0,2	1,4	1,0	0,2	0,3	1,0	1,0	0,9	0,8	1,8	2,6	2,8
Consommation publique	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,3	0,6	0,7	0,0	0,5	0,4	0,3	0,3	1,7	1,0	1,3	1,5
Exportations	1,9	2,3	0,6	0,8	-0,2	1,5	2,8	0,7	3,1	1,6	1,5	1,5	1,3	6,1	4,0	7,9
Importations	1,3	2,1	1,9	1,5	-1,0	2,0	2,9	1,3	2,5	1,9	1,7	1,5	3,1	6,2	4,9	8,3
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,3	0,6	0,1	0,6	0,7	0,1	0,5	0,6	0,5	0,5	1,2	1,4	1,6	2,0
Variations de stocks	0,1	0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2
Commerce extérieur	0,2	0,1	-0,4	-0,2	0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,1

Prévision

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

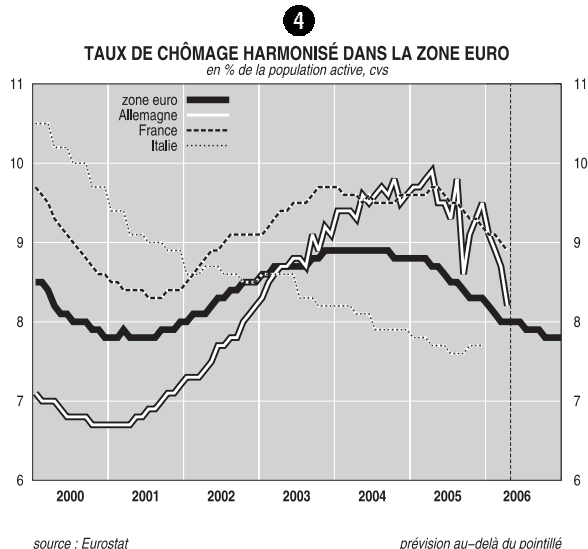
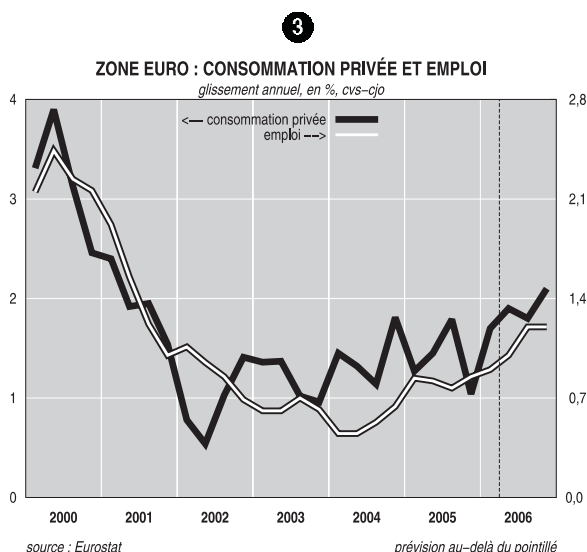
sources : Eurostat, Destatis, Ine, Istat

La consommation privée accélérerait légèrement grâce à l'amélioration de l'emploi et au repli du taux d'épargne des ménages

En 2006, les fondamentaux laissent présager un redémarrage de la consommation privée en zone euro (cf. graphique 3). En effet, si l'accélération salariale ne compenserait pas la hausse prévue de l'inflation, la reprise graduelle du marché de l'emploi, dont la croissance atteindrait +1,1%, favoriserait le revenu des ménages qui accélérerait cette année (+1,5% en pouvoir d'achat après +0,7% en 2005). La baisse du chômage se poursuivrait pour atteindre 7,8% de la population active à la fin de l'année (cf. graphique 4). Au sein de la zone, l'accélération de l'emploi présenterait cependant des disparités nationales. En Allemagne, l'année 2006 marquerait surtout la fin des pertes d'emplois. À l'opposé, l'économie espagnole continuerait de créer de nombreux emplois par son dynamisme.

En outre, après cinq années d'atonie, la consommation des ménages allemands entrerait dans une phase de reprise, renforcée au deuxième trimestre par la coupe du monde de football (+0,3 point de consommation, cf. dossier « Zoom sur l'économie allemande : l'Allemagne se qualifie pour la reprise ») et au second semestre par l'anticipation de la hausse de TVA sur la consommation de biens durables, notamment d'automobiles. L'accélération de la consommation des ménages de la zone serait donc plus forte que ne le suggéreraient ses déterminants traditionnels et se traduiraient par une baisse du taux d'épargne (11,8% en 2006 après 12,2% en 2005).

Au total, malgré la baisse comptable de la consommation privée aux Pays-Bas suite à la réforme du système de santé (cf. Note de conjoncture de décembre 2005, p. 57), la consommation privée de la zone euro accélérerait en 2006 (+1,9% après +1,4% en 2005).

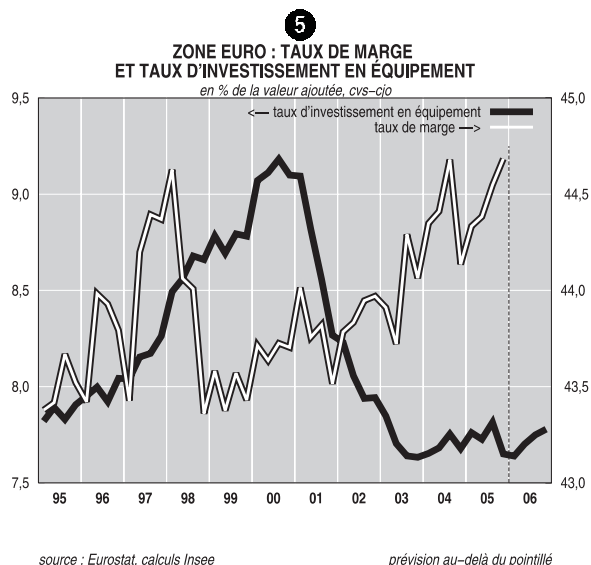


*Le taux de chômage harmonisé est le taux de chômage au sens du BIT publié par Eurostat, il diffère des taux de chômage publiés par les instituts de statistiques nationaux.

L'accélération de la consommation publique en 2006 s'expliquerait par un effet comptable symétrique. En effet, la réforme du système de santé aux Pays-Bas, prévoyant le transfert de 9 milliards d'euros de dépenses de santé des ménages vers les dépenses des administrations publiques dynamiserait la consommation publique (+1,5% après +1,3% en 2005). En dehors des Pays-Bas, les dépenses gouvernementales seraient contenues. En Allemagne et en Italie, sous l'impulsion des gouvernements récemment élus, la maîtrise des dépenses publiques serait même renforcée pour se conformer au cadre du Pacte de stabilité et de croissance.

L'investissement productif n'accélérerait pas

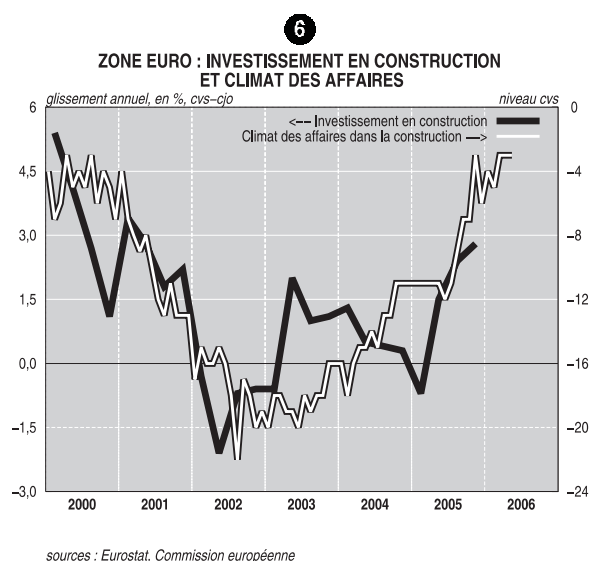
En zone euro, l'amélioration continue du climat conjoncturel se traduirait par la poursuite de la progression de l'investissement des entreprises. En effet, la bonne tenue des perspectives, tant intérieures qu'extérieures, et les tensions observées sur les capacités de production depuis la fin 2005 favoriseraient.



raient la consolidation de l'investissement productif. Par ailleurs, en dépit des perspectives de hausse des taux d'intérêt, les conditions financières demeurent accommodantes et les bénéfices passés continueraient de faciliter les projets d'investissement (cf. graphique 5).

Cependant, le dynamisme de l'investissement des entreprises demeure fragile. D'une part, les difficultés industrielles persistent dans certains pays de la zone (notamment en Italie et en France). D'autre part, la reprise de la demande intérieure, en particulier de la consommation privée, ne se confirmerait pas nécessairement au-delà de l'année 2006. Enfin, les résultats du quatrième trimestre de 2005 ont montré la fragilité de la reprise, toujours soumise à des aléas extérieurs.

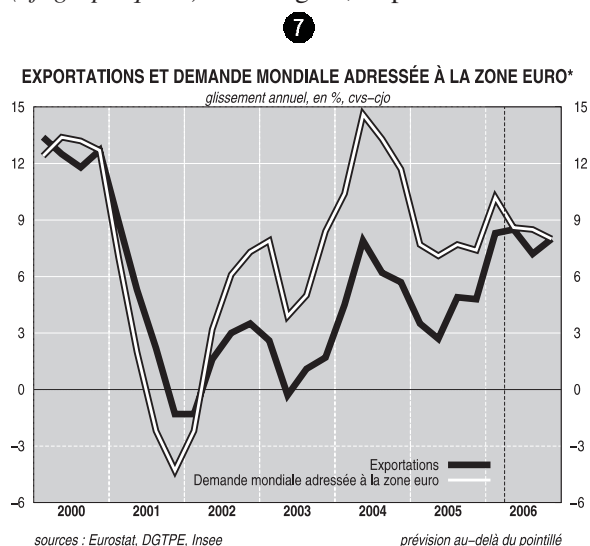
Au total, compte tenu du ralentissement observé en début d'année, la progression de l'investissement productif en 2006 ne dépasserait pas le rythme atteint en 2005. Les disparités nationales demeurent fortes : en Italie et dans une moindre mesure en Allemagne, les entreprises accéléreraient leurs investissements alors qu'en France le rythme de croissance de 2005 serait maintenu.



En ce qui concerne l'investissement en construction, malgré le repli du premier trimestre expliqué par un hiver prolongé, l'optimisme des entrepreneurs, en particulier en Allemagne et en France, permet d'envisager une légère accélération en 2006 (cf. graphique 6). Au total, l'investissement progresserait de 2,8% en 2006, après +2,6% en 2005.

Les échanges extérieurs pénaliseraient moins la croissance

À partir du deuxième trimestre de 2006, la progression des exportations retrouverait le rythme suggéré par l'évolution de ses déterminants. La compétitivité se détériorerait au second semestre en raison de l'appréciation du taux de change effectif de l'euro intervenue depuis mars (+4,0% en termes nominaux en trois mois). Toutefois, la forte demande mondiale adressée à la zone (+1,6% par trimestre) favoriserait les exportations extra-zone tout au long de l'année (cf. graphique 7). À cet égard, l'opinion des indus-



Note de lecture :

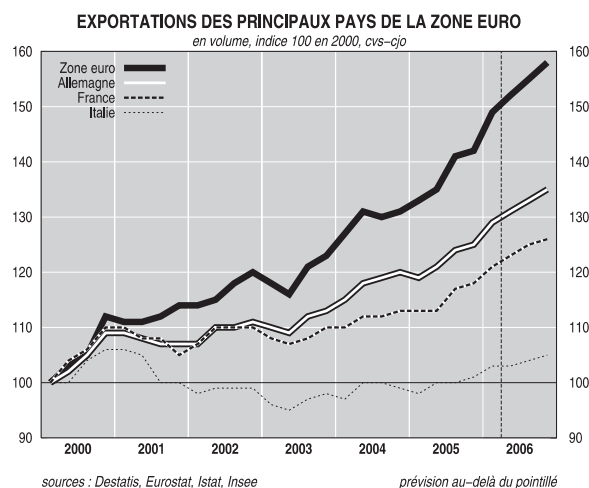
La demande mondiale adressée à un pays est la somme des importations de ses partenaires pondérée par les parts de marché qu'il y détient (cf. note de conjoncture internationale, DGTPPE, décembre 2000, « la demande mondiale, outil d'analyse des échanges commerciaux »).

ZONE EURO : COMPTE DES MÉNAGES

(moyennes annuelles et variations trimestrielles, en %)

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

Prévision (modèle MZE)
Sources : Eurostat



triels sur les carnets de commandes à l'exportation est toujours favorable. Au total, compte tenu du fort acquis de croissance au premier trimestre (+5,4%), le rythme de croissance annuelle des exportations serait en 2006 le double de celui atteint en 2005.

Les performances de l'Italie en matière d'exportations resteraient néanmoins décevantes alors que l'économie transalpine perd continûment des parts de marché depuis 1999 (cf. graphique 8) ; l'accélération du commerce mondial en début d'année a partiellement profité à ses exportations, qui restent inférieures aux évolutions de la demande mondiale. À l'inverse, l'Allemagne, continuerait de se distinguer par la vigueur de ses exportations. L'amélioration de la compétitivité-coût des entreprises du fait du recul des salaires réels et la spécialisation sectorielle toujours favorable soutiendrait encore le dynamisme des exportations en 2006. Sur l'ensemble de l'année, les exportations allemandes progresseraient de 11,1%.

En lien avec la vigueur de la demande étrangère, mais aussi avec l'accélération de la consommation, les importations seraient également dynamiques. Au total, les échanges extérieurs pénaliseraient à peine la croissance en 2006 (-0,1 point après -0,3 point en 2005). ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Le début de l'année 2006 a été marqué par une nouvelle accélération des prix de l'énergie suite à la montée du prix du baril de Brent au-dessus de 70 dollars. Après s'être repliée à 2,2% en fin d'année 2005, l'inflation de la zone euro s'est ainsi redressée à 2,5% en mai 2006. Parallèlement, l'inflation sous-jacente⁽¹⁾ est restée pratiquement stable à 1,3% en mai. Ce chiffre recouvre des disparités dans la dynamique des prix entre les différents pays de la zone.

Sous les hypothèses d'un prix du pétrole brut stabilisé à 70 dollars le baril et d'un taux de change euro-dollar à 1,27, l'inflation de la zone euro baisserait légèrement à 2,4% en juin 2006. Elle diminuerait à 2,2% en fin d'année, après être passée temporairement en-dessous de 2,0% en raison de l'effet de base du choc pétrolier de l'automne 2005. L'inflation sous-jacente afficherait 1,5% en décembre, reflétant une diffusion du choc énergétique très contenue et l'absence d'effets salariaux de second tour.

Sous les hypothèses d'une stabilisation du prix du baril de pétrole à un haut niveau et d'un euro fort, l'inflation en zone euro demeurerait au-dessus de 2% en fin d'année 2006

Avec un prix du baril de pétrole franchissant la barre des 70\$, l'inflation en zone euro s'est redressée à 2,5% en mai 2006, après s'être repliée à 2,2% en dé-

cembre 2005. Ainsi, en début d'année 2006, le dynamisme des prix de l'énergie a continué de dicter le profil de l'inflation d'ensemble au sein de la zone.

Sous l'hypothèse d'un cours du Brent proche de 70 dollars le baril et d'un taux de change de 1,27 dollar pour un euro, l'inflation en zone euro s'atténuerait légèrement pour s'établir à 2,2% en décembre 2006, après +2,4% en juin (cf. tableau 1 et graphique 1). Cette évolution ne se ferait pas sans quelques heurts en lien notamment avec la sortie de glissement à l'automne 2006 des taux d'inflation records de septembre et octobre 2005 consécutifs au choc énergétique. L'inflation en zone euro côtoierait alors temporairement par le bas les 2%.

Après une amorce de reflux en fin d'année 2005, au sortir du choc pétrolier enregistré à l'automne dernier, les prix de l'énergie ont à nouveau accéléré au début de l'année 2006. Le dégonflement attendu de la composante énergétique de l'inflation n'a donc pas eu lieu et, avec un baril de Brent dépassant désormais 70\$, le glissement annuel des prix de l'énergie a atteint 12,9% en mai. En prévision, avec une hypothèse de stabilisation du prix du baril de brut et d'un taux de change d'un euro pour 1,27 dollar, l'inflation énergétique se réduirait à 10,3% en décembre après un creux à l'automne. La persistance d'un glissement élevé s'explique en partie par l'alignement attendu des prix du gaz et de l'électricité sur celui du pétrole dans différents pays de la zone.

Le glissement annuel des prix de l'alimentation s'est redressé en ce début d'année (+2,0% en mai 2006, après +1,7% en décembre 2005). En prévision, il

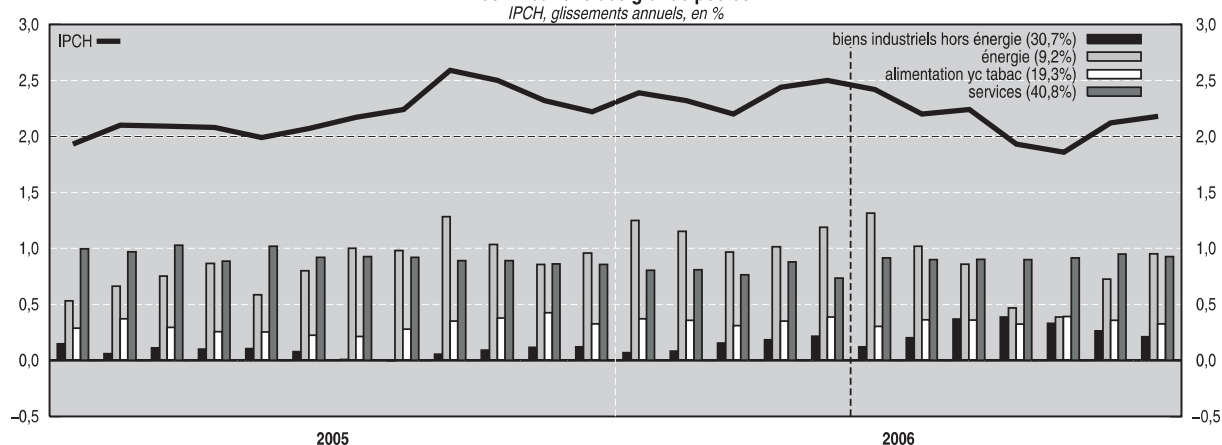
(1) Mesurée comme l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (pondération 2006)	Glissement annuel					(variation en %)		
	juin 2005	déc. 2005	mai 2006	juin 2006	déc. 2006	Moyenne annuelle 2004	2005	2006
Ensemble (100,0%)	2,1	2,2	2,5	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,3%)	1,1	1,7	2,0	1,6	1,7	2,3	1,6	1,8
dont Produits Alimentaires (15,3%)	0,4	1,4	1,8	1,2	1,4	1,0	0,7	1,5
Boissons alcoolisées et tabac (4,0%)	3,9	2,7	2,8	2,8	2,5	7,5	4,9	2,6
Énergie (9,2%)	9,4	11,2	12,9	14,3	10,3	4,5	10,1	10,2
Inflation sous-jacente (71,5%)	1,4	1,4	1,3	1,3	1,5	1,8	1,4	1,4
dont Produits manufacturés (30,7%)	0,2	0,4	0,7	0,4	0,7	0,8	0,3	0,7
Services (40,8%)	2,2	2,1	1,8	2,2	2,3	2,6	2,3	2,2

■ Prévision
source : Eurostat

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



s'établirait à 1,7% en décembre 2006, après +1,6% en juin. La diffusion des hausses passées des prix du pétrole et des matières premières serait en partie compensée par des comportements de marges toujours aussi agressifs dans ce secteur.

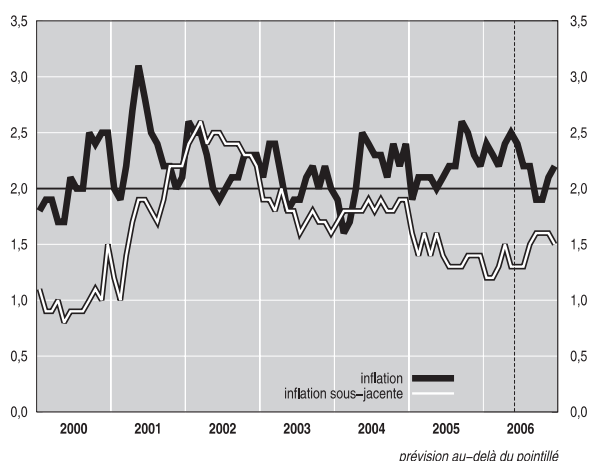
L'inflation sous-jacente atteindrait 1,5% en décembre 2006 : pas de risque de spirale inflationniste

L'inflation sous-jacente est restée pratiquement stable en ce début d'année (+1,3% en mai 2006, après +1,4% en décembre 2005). Elle remonterait légèrement d'ici la fin de l'année, affichant 1,5% en décembre 2006. Dans un contexte de croissance plus soutenue dans la zone euro, les hausses passées du prix du pétrole et des matières premières se répercuteraient de manière plus marquée sur les autres secteurs. Cependant, la récente appréciation de l'euro tendrait à limiter ces effets de diffusion. Au-delà, un effet de second tour sur les salaires apparaît très improbable (cf. graphique 2).

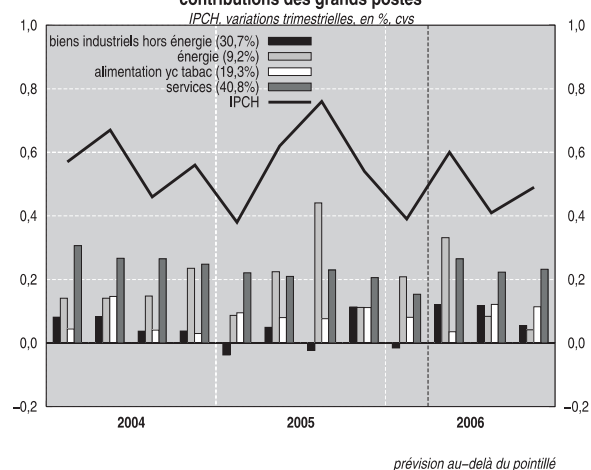
Le rythme de progression des prix des services, première composante de l'inflation sous-jacente, oscille autour de 2% depuis le début de l'année : leur glissement annuel est passé de 2,1% en décembre 2005 à 1,8% en mai 2006. En prévision, les prix des services accéléreraient légèrement (+2,3% en décembre 2006, après +2,2% en juin) mais ce dynamisme resterait contenu en raison de la poursuite de la modération salariale en zone euro. Certains secteurs, comme les services de transports, pourraient néanmoins relayer avec plus de force les flambées successives du cours du brut, ce qui constitue un léger aléa haussier à cette prévision.

La légère progression des prix dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, s'est traduite par un accroissement de leur glissement annuel (+0,7% en mai 2006, après +0,4% en décembre 2005). En prévision, ce glissement serait stable à +0,7% en décembre 2006. Les hausses passées des prix des matières premières n'auraient qu'un impact limité sur le profil de l'inflation dans ce secteur au second semestre de 2006. L'effet combiné d'un euro fort et d'efforts tarifaires importants expliquerait cette retenue.

2 INFLATION ET INFLATION SOUS-JACENTE EN ZONE EURO



3 DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION ZONE EURO : contributions des grands postes



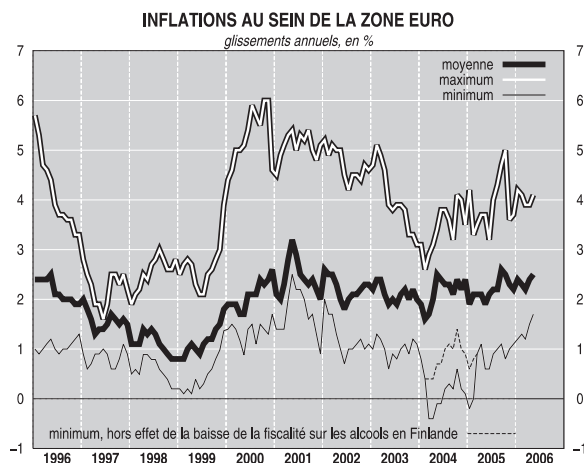
Des écarts d'inflation sous-jacente marqués au sein de la zone euro

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont légèrement réduits en lien avec la persistance de niveaux élevés de l'inflation énergétique. En témoignent les contributions de la composante énergétique à l'inflation du mois de mai dans les différents pays de la zone ; ces contributions sont désormais extrêmement proches. Ainsi, l'écart maximal s'est établi à 2,4 points⁽²⁾ en mai 2006, après 2,6 points en décembre 2005.

En revanche, les écarts d'inflation sous-jacente se sont creusés : l'écart maximal pour le mois de mai, observé entre l'Espagne et la Finlande, a atteint 2,3 points. Par ailleurs, la Grèce, l'Irlande et le Luxembourg affichent un taux d'inflation sous-jacente supérieur à 2%, alors que celui des Pays-Bas et de l'Allemagne est en deçà de 1%. Ces signes laissent présager des réactions très différentes des économies européennes aux effets de diffusion du choc pétrolier.

(2) Ce chiffre correspond à l'écart d'inflation Espagne-Finlande. Les données du mois de mai 2006 pour le Portugal ne sont pas encore disponibles.

4



Enfin, 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'est établi à -0,1 point en mai 2006. Il resterait faible en prévision (cf. graphique 5). À cet égard, les profils de l'IPCH en France et en zone euro envisagés en prévision sont très proches. ■

5

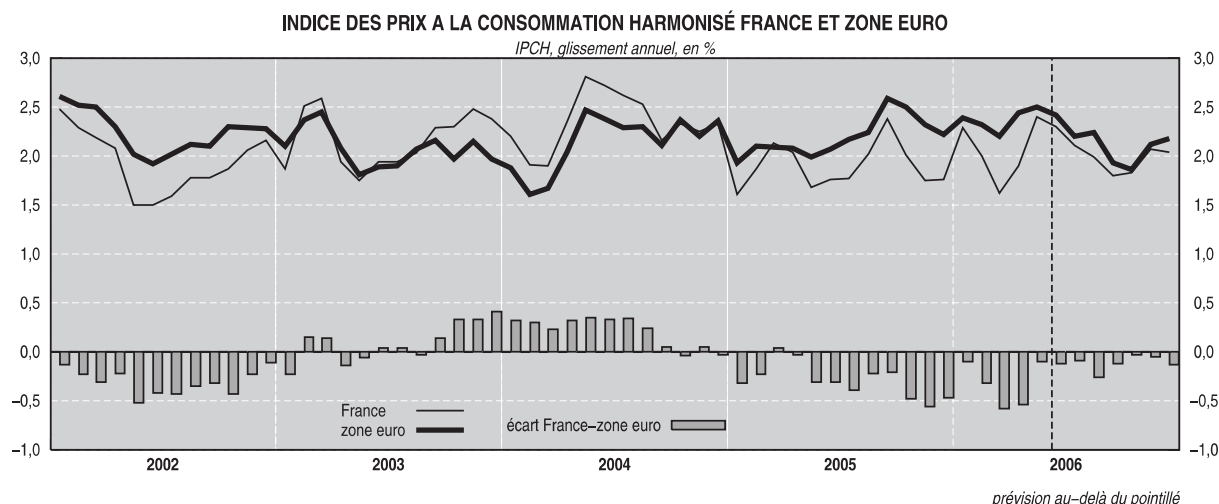


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	mai 2005	mai 2006	mai 2005	mai 2006	mai 2005	mai 2006
Allemagne	1,6	2,1	0,9	0,4	6,0	13,6 (1,5)
Autriche	2,0	2,1	1,5	1,4	6,9	10,5 (0,9)
Belgique	2,3	2,8	1,2	1,6	9,5	13,2 (1,3)
Espagne	3,0	4,1	2,5	2,9	6,8	14,3 (1,3)
Finlande	0,6	1,7	0,6	0,6	1,5	13,1 (0,9)
France	1,7	2,4	1,6	1,4	6,4	12,6 (1,1)
Grèce	3,2	3,3	3,4	2,3	10,8	14,3 (1,1)
Irlande	2,1	3,0	2,0	2,1	11,6	13,1 (1,1)
Italie	2,3	2,3	2,2	1,7	8,1	10,5 (0,7)
Luxembourg	3,7	3,6	1,5	2,2	13,5	15,8 (1,8)
Pays-Bas	1,0	1,8	0,6	0,9	8,2	11,0 (1,1)
Portugal	1,8	-	1,8	-	6,8	-
Zone euro	2,0	2,5	1,6	1,3	6,8	12,9 (1,2)

NB : Dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses.
Les données du mois de mai 2006 ne sont pas disponibles pour le Portugal.
source : Eurostat, calculs Insee

Pétrole et matières premières

Après avoir gagné 8\$ au mois d'avril, le prix du baril de Brent s'est maintenu à 70\$ en moyenne en mai. Cette hausse est largement imputable à la crise iranienne. Mais d'autres facteurs ont également contribué à soutenir les cours : l'application de la réforme environnementale sur la composition de l'essence aux États-Unis, les attaques contre des compagnies pétrolières au Nigeria, ainsi que les craintes d'interruption de la production en Irak, au Venezuela et plus récemment en Bolivie. Sur fond de tensions géopolitiques persistantes, le prix du baril de Brent devrait continuer d'osciller autour de 70\$ à l'horizon de la prévision (cf. tableau 1). En termes réels, il se rapprocherait alors des niveaux atteints lors du second choc pétrolier.

Les cours des matières premières importées hors énergie ont de leur côté poursuivi leur hausse au premier trimestre de 2006, principalement ceux des matières industrielles. En raison de la vigueur de la demande mondiale, ils accéléreraient nettement cette année par rapport à 2005.

Depuis le début du deuxième trimestre, le prix du baril de pétrole a évolué autour de 70\$, largement en lien avec l'absence de résolution de la crise iranienne (cf. graphique 1)

Fin mars 2006, le Conseil de Sécurité des Nations Unies a demandé à l'Iran de suspendre ses activités nucléaires dans un délai de 30 jours, sous peine de sanctions économiques. Téhéran a rejeté la proposition, ce qui a encore tendu le contexte. Les intervenants sur le marché pétrolier ont craint non seulement que l'Iran n'interrompe ses exportations de pétrole, mais aussi qu'il ne bloque le détroit d'Ormuz, passage stratégique pour le trafic pétrolier qui relie le Golfe persique à la mer d'Oman et par le-

quel transitent environ 16 millions de barils par jour (soit près de 20% de la production mondiale de brut).

Le dossier du nucléaire iranien reste aujourd'hui la principale préoccupation du marché. L'Iran est en effet le deuxième pays producteur de l'Opep et fournit environ 4 millions de barils par jour (mb/j), soit 5% de la production mondiale. L'évolution du prix du baril de Brent est donc toujours conditionnée par celle de la crise iranienne.

Les craintes d'une rupture d'approvisionnement chez les pays consommateurs et la poursuite de tensions géopolitiques dans certains pays producteurs ont également favorisé la montée des cours

Aux États-Unis, premier consommateur mondial de pétrole, l'inquiétude reste vive au sujet du risque de pénurie d'essence cet été. L'entrée en vigueur de nouvelles réformes environnementales est susceptible de faire ralentir la production de carburant. Les raffineurs doivent en effet remplacer l'additif⁽¹⁾ actuellement utilisé dans l'essence - jugé trop polluant - par de l'éthanol, ce qui pourrait entraîner des pénuries locales de carburant. Or les stocks américains d'essence sont actuellement à un bas niveau (cf. graphique 2) et la « driving season⁽²⁾ » vient de débuter. Dans cette situation tendue, le président américain G.W. Bush a évoqué un possible assouplissement de la législation sur la composition de l'essence.

(1) Le MTBE : éther de méthyle et de butyle tertiaire.

(2) Période de forte consommation de carburants aux États-Unis lors des grands départs en vacances ; elle débute le dernier lundi du mois de mai (Memorial Day) et s'achève début septembre.

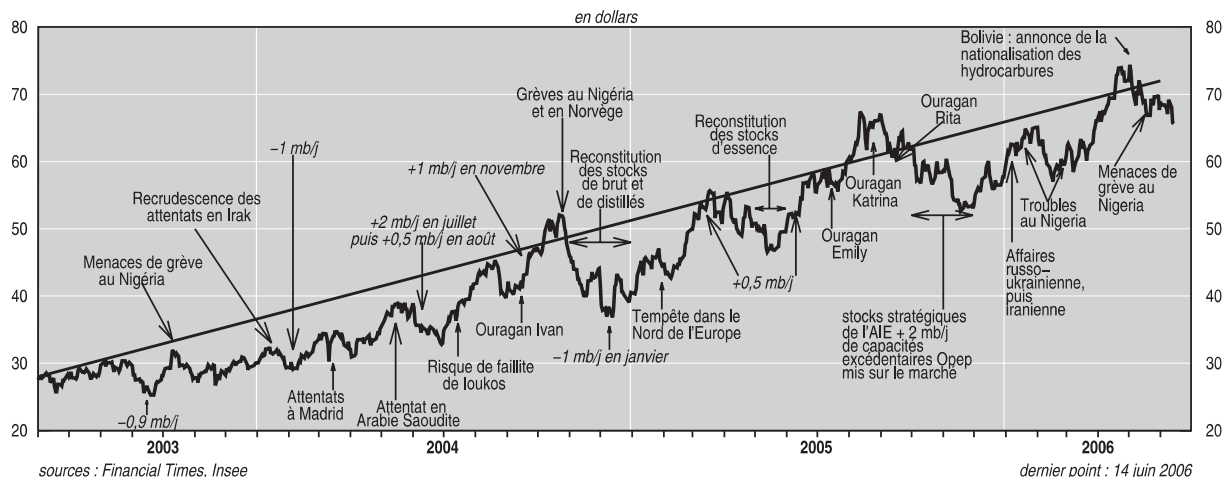
TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels								(en millions de barils par jour)		
	2005				2006				Niveaux annuels		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2004	2005	2006
Baril de «brent daté» en dollars	47,6	51,6	61,5	56,9	61,8	70,0	70,0	70,0	38,2	54,4	68,0
Taux de change euro-dollar	1,31	1,26	1,21	1,19	1,20	1,26	1,27	1,27	1,24	1,24	1,25
Baril de «brent daté» en euros	36,3	41,0	50,8	47,9	51,5	55,6	55,1	55,1	30,8	44,0	54,3

■ Prévisions

Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

ÉVOLUTION DU BARIL DE BRENT DEPUIS 3 ANS



Note de lecture :

En italique, les décisions de hausse ou de baisse des quotas de production Opep

Au Nigeria, fournisseur de pétrole privilégié des États-Unis, la production est amputée de 20% depuis février (environ 500 000 barils par jour), en raison d'attaques menées par des militants séparatistes dans le delta du Niger qui réclament l'indépendance de la région. En outre, des salariés de la deuxième compagnie pétrolière du pays, ExxonMobil, ont récemment menacé de se mettre en grève, afin d'obtenir une revalorisation de leurs salaires. Ces deux facteurs exercent une pression d'autant plus importante sur les cours que le Nigeria produit un brut « léger », très recherché en raison de sa forte teneur naturelle en essence.

En Irak, de nombreux sabotages et un regain récent de violence dans le Sud du pays sont venus perturber la production de pétrole. Par ailleurs, au Venezuela, le gouvernement a pris le contrôle début avril de deux champs pétroliers étrangers, dont les propriétaires ont refusé de signer un accord d'association avec la compagnie nationale PDVSA. En Bolivie

enfin, le président Evo Morales a annoncé début mai la nationalisation de tous les champs d'hydrocarbures du pays. Il a ainsi lancé un ultimatum de six mois à toutes les compagnies pétrolières étrangères pour qu'elles remettent leurs titres de propriété et toute la production des hydrocarbures à la compagnie nationale. L'application de ces nouveaux contrats d'exploitation se fait d'ores et déjà sous le contrôle de l'armée.

Alors que le marché serait globalement excédentaire, les troubles géopolitiques persistants maintiendront les cours du brut autour de 70\$ jusqu'à la fin de l'année

Le niveau relativement bas des stocks américains d'essence inquiète actuellement les opérateurs. Cependant, à l'horizon des deux prochains trimestres, l'offre devrait pouvoir répondre aux besoins de la demande (cf. tableaux 2 et 3). L'Opep se veut en outre rassurante et n'envisage pas de baisser ses quotas de production. Elle se dit prête également à réactiver la mise à disposition de 2 mb/j supplémentaires. Par ailleurs, en mai, l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) a nettement corrigé à la baisse sa prévision de demande mondiale de pétrole pour 2006 : +1,5% par rapport à 2005, contre +1,8% prévu dans son rapport d'avril. Cette variation s'explique essentiellement par la révision de la demande de pétrole émanant des États-Unis au premier semestre de l'année. Le maintien du prix élevé du baril commencerait selon l'agence à avoir un impact sur la consommation américaine de pétrole.

Néanmoins, la poursuite des tensions géopolitiques et la perspective de la saison des ouragans cet été devraient exercer une pression continue sur le prix du baril.

STOCKS COMMERCIAUX AMÉRICAINS D'ESSENCE

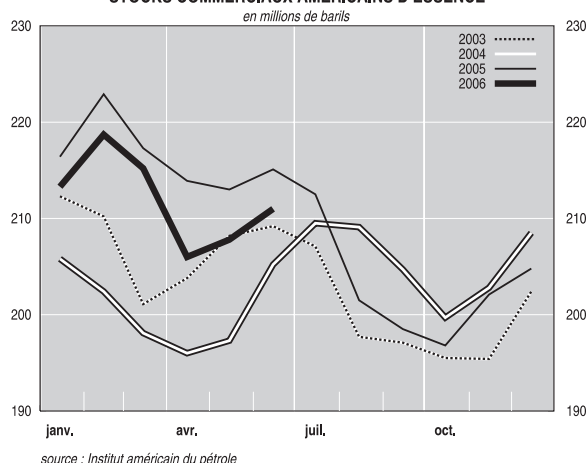


TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles								Données mensuelles		
	2005				2006				février 2006	mars 2006	avril 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	28,0	28,0
Production de pétrole brut ⁽¹⁾	27,0	27,5	28,1	28,3	28,2	28,0	28,0	28,0	28,1	27,6	27,9
Irak⁽¹⁾	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	2,0	2,0	2,0	1,8	2,0	1,9
Total OPEP, production de NGLs^(2,3)	4,7	4,7	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,3	4,4	4,4
Total (y compris NGLs^(2,3)) non Opep	50,3	50,5	49,7	50,0	50,6	50,7	51,3	52,3	50,5	50,6	50,7
dont : Amérique du Nord ⁽²⁾	14,4	14,6	13,7	13,7	14,2	14,2	14,3	14,5	14,1	14,1	14,1
Russie ⁽²⁾	9,3	9,4	9,5	9,6	9,5	9,7	9,8	10,0	9,6	9,7	9,7
Europe ⁽²⁾	6,1	5,9	5,6	5,7	5,7	5,4	5,4	5,7	5,7	5,3	5,5
PRODUCTION TOTALE^(1,2)	83,7	84,5	84,0	84,3	84,8	85,1	85,8	86,9	84,7	84,5	85,0

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

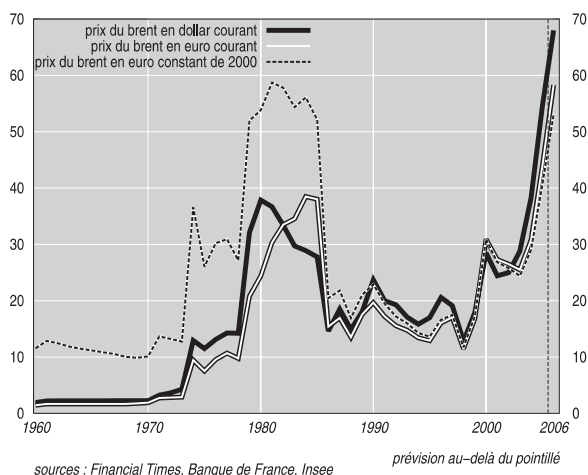
(3) NGLs : gaz naturel liquide

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

En 2006, le prix réel du pétrole se rapprocherait ainsi des niveaux atteints lors du second choc pétrolier

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent en moyenne à 68\$ en 2006, le prix moyen du baril importé par la France s'établirait en euros constants de 2000 à 53,1€, précisément entre les niveaux de 1979 et 1980 (cf. graphique 3). Il serait ainsi inférieur au prix maximum de 58,7€ atteint en 1981 suite au second choc pétrolier.

3
ÉVOLUTION SUR LONGUE PÉRIODE
DU PRIX RÉEL MOYEN DU PÉTROLE BRUT IMPORTÉ



Note de lecture :

Le graphique ci-dessus présente les évolutions du prix moyen annuel du baril de pétrole brut importé par la France depuis 1960. Les prix sont indiqués en dollars et en euros courants. Un prix « en euros constants de 2000 » est également calculé, en tenant compte de l'évolution du déflateur de la consommation des ménages pour apprécier l'évolution temporelle du prix réel du pétrole brut importé. Les prix indiqués correspondent à des moyennes annuelles. Pour l'année 2006, sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent à 70\$ dès le deuxième trimestre, le prix moyen du baril importé s'établirait à 68\$, soit 58,3€. En euros constants, ce prix serait de 53,1€, inférieur au niveau maximum de 58,7€ atteint en 1981.

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	25,1	25,5	25,9	26,0	-0,6	-0,9	0,7	-0,3	-1,2	1,6	1,5	0,6
Europe	16,4	16,0	16,3	16,5	16,7	15,8	16,2	16,6	-1,7	-2,6	2,1	1,0	1,0	-5,2	2,7	2,0
Chine	6,6	6,4	6,6	6,8	6,7	7,0	7,0	7,2	-0,8	-2,1	3,4	2,0	-0,7	3,7	0,1	3,3
Monde	84,6	82,5	83,3	84,2	85,0	83,5	84,7	86,4	1,0	-2,5	1,0	1,1	1,0	-1,7	1,4	2,0

■ Prévisions

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

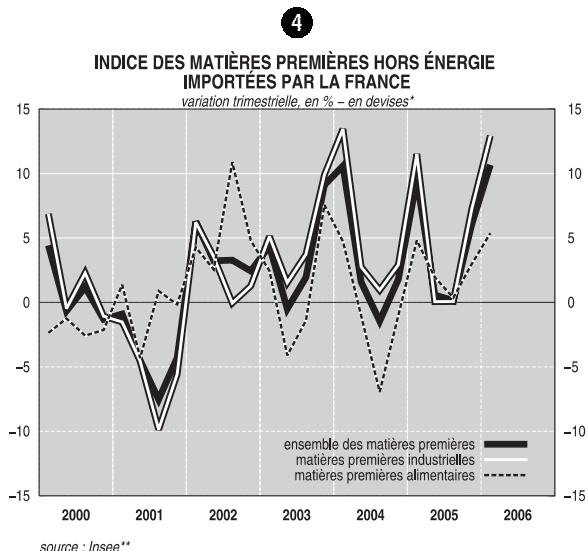
Après avoir augmenté fin 2005, les prix des matières premières hors énergie ont continué sur leur lancée au premier trimestre de 2006. Sur l'ensemble de cette année, ils accéléreraient par rapport à l'an passé

Début 2006, les cours des matières premières hors énergie ont poursuivi leur ascension (+10,7% après +6,1% au dernier trimestre de 2005) pour atteindre des rythmes de croissance proches de ceux observés un an plus tôt (cf. graphique 4). Cette hausse s'explique essentiellement par la flambée des prix des matières industrielles (+12,9% après +7,3% fin 2005), tandis que les cours des matières alimentaires ont progressé plus modérément (+5,4% après +3,0%).

Cette fois encore, c'est la forte augmentation des prix des matières minérales (+14,1%) qui est à l'origine de la progression des cours des matières industrielles début 2006. Plus précisément, les prix des métaux non ferreux et précieux ont enregistré respectivement des rythmes de croissance de +15,8% et +14,5% au premier trimestre de cette année. Les prix du cuivre, du nickel, de l'aluminium, du plomb et du zinc ont atteint des sommets, tandis que ceux du titane et du minerai de manganèse se sont repliés. En revanche, les prix de tous les métaux précieux se sont appréciés, certains dépassant des rythmes de croissance de 20% (l'argent et le palladium notamment). Par ailleurs, à l'issue des négociations entre sidérurgistes et sociétés minières, le prix du minerai de fer devrait finalement progresser de 19% en 2006.

La montée des cours des matières industrielles s'explique aussi par la hausse, à peine plus modérée, des prix des matières agro-industrielles (+10,7% contre +2,5% fin 2005). Celle-ci tient principalement à la forte augmentation du prix du caoutchouc naturel (+13,7%), elle-même liée au niveau élevé des cours du pétrole qui accroît sa compétitivité par rapport aux fibres synthétiques. D'autres matières ont également contribué à soutenir les prix agro-industriels : c'est le cas notamment des bois sciés de conifères, dont les prix se sont accrus de 7,2%, et, dans une moindre mesure, des fibres textiles naturelles, des cuirs et de la pâte à papier (croissance inférieure à 5%).

Enfin, la hausse des cours des matières alimentaires (+5,4% après +3,0% au quatrième trimestre de 2005) s'explique, comme en fin d'année dernière,



* 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")

par l'envolée du prix du sucre : +36,9% au premier trimestre de 2006 après +25,1%. Celui-ci est resté soutenu par les prévisions selon lesquelles le Brésil, son premier producteur mondial, va consacrer une part encore plus importante de canne à sucre à la production d'éthanol en cette période de prix élevés du pétrole. Le pays utilise déjà plus de 50% de sa récolte de canne à la production de ce biocarburant, bien moins cher que l'essence ou le gazole. L'indice des prix des matières alimentaires a également été tiré par l'augmentation des prix des denrées tropicales (+8,3%), et plus précisément du café. Les prix des céréales - du maïs surtout - ont quant à eux progressé de 7,3%. Finalement, seuls les cours des oléagineux ont diminué en début d'année (-1,2%), la baisse des prix des fèves de soja, des huiles de palme et de tournesol ayant compensé la hausse de ceux de l'huile d'olive et des tourteaux de soja.

Ces tendances globalement haussières semblent persister au deuxième trimestre de 2006. L'indice général des prix des matières premières hors énergie s'est en effet accru de 9% environ en mai (après +8% en avril) : les prix des matières premières industrielles ont augmenté de plus de 12% (après +11%), tandis que les prix des matières alimentaires se sont légèrement repliés (-0,2% après +0,5%). Au total en 2006, les prix des matières industrielles et alimentaires devraient accélérer par rapport à 2005.■

Financement de l'économie

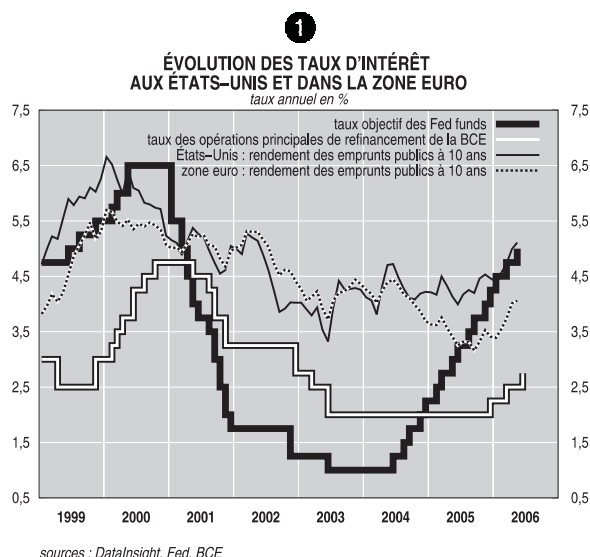
Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi dans la zone euro et les marchés anticipent des relèvements des taux directeurs au Japon et au Royaume-Uni. Dans le même temps, la Réserve Fédérale américaine laisse planer le doute sur l'évolution future de ses taux directeurs après 16 relèvements consécutifs de 25 points de base. En avril, alors que l'idée d'une pause dans le relèvement des taux américains prenait corps, le dollar a fortement chuté. En mai, un durcissement du discours de la Fed et la publication d'une inflation américaine plus forte que prévu ont entraîné une forte correction à la baisse des marchés boursiers.

Malgré la hausse des taux d'intérêt et du taux de change de l'euro, qui s'est établi au dessus de 1,27 dollar, les conditions monétaires et financières demeurent relativement favorables dans la zone euro. De fait, le recours au crédit continue de progresser, alimentant une forte croissance de la masse monétaire. Le crédit à l'habitat est particulièrement dynamique, dans un contexte de forte hausse des prix de l'immobilier.

Après un seizième relèvement consécutif en mai, une stabilisation des taux directeurs américains demeure encore incertaine

En mai 2006, le taux objectif des Fed funds a été relevé pour la seizième fois consécutive d'un quart de point par la Réserve Fédérale américaine (Fed). Le principal taux directeur américain atteint désormais 5,0% (cf. graphique 1). Dans le communiqué accompagnant cette décision, la Fed indique qu'une poursuite du cycle de relèvement des taux peut s'avérer nécessaire, mais que son ampleur et son calendrier dépendront de l'évolution de l'environnement économique. Le communiqué souligne que le ralentissement du marché immobilier et l'effet des hausses passées des taux d'intérêt devraient induire une modération de la croissance économique. La Fed note par ailleurs que la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières a également un effet modérateur sur la croissance, mais implique des risques inflationnistes.

Depuis le début de l'année 2006, les taux d'intérêt se sont significativement redressés aux États-Unis, sur toutes les échéances. Ceci est lié à la poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine, mais également à la publication de données



économiques meilleures que prévu et enfin à la hausse des anticipations d'inflation, du fait de l'envolée des prix du pétrole et des autres matières premières. Dans le même temps, la pente de la courbe des taux des titres publics américains, qui s'était considérablement affaiblie en 2005, s'est accentuée : l'écart entre le taux à trois mois et le taux à 10 ans de la dette publique est passé de 10 points de base environ en janvier à 30 points de base environ en mai. Par ailleurs, les écarts de rendement entre les titres d'entreprises et les titres de la dette publique restent faibles au regard des données historiques.

Dans la zone euro, la remontée des taux d'intérêt et du taux de change impliquent un durcissement des conditions monétaires, qui restent cependant favorables

Le Conseil des Gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) a relevé de 25 points de base ses taux directeurs le 8 juin 2006. Il s'agissait du troisième mouvement de ce type depuis décembre dernier. Le principal taux directeur de la zone euro (taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement) atteint désormais 2,75%. Le Conseil des Gouverneurs est confiant dans la reprise économique mais s'inquiète des tensions inflationnistes que pourraient faire naître la hausse des cours pétroliers et la forte croissance du crédit et de la masse monétaire. Il estime

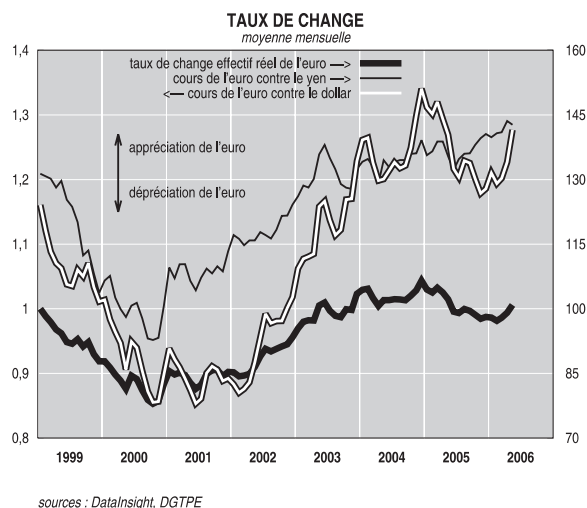
nécessaire de rester vigilant à l'égard de l'évolution des prix et pourrait donc procéder à de nouvelles hausses de taux d'intérêt.

Notons par ailleurs que la plupart des banques centrales des autres pays industrialisés sont, à l'instar de la Fed et de la BCE, engagées dans une phase de resserrement monétaire. En particulier, la Banque du Japon a annoncé son intention de cesser, probablement d'ici à la fin de l'année, sa politique de « taux zéro ». La Banque d'Angleterre, qui maintient son principal taux directeur inchangé à 4,50% depuis août 2005, pourrait décider prochainement de le relever selon une majorité d'économistes et d'opérateurs de marché.

Soutenus par la hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et par le resserrement de la politique monétaire européenne, les taux longs ont sensiblement augmenté dans la zone euro depuis le début de l'année, passant de 3,4% en janvier à 4,1% en mai. L'écart de rendement entre les titres émis par les entreprises de la zone euro et les titres d'État est stable sur le début de l'année 2006 pour les titres à moyen terme (1 à 3 ans) et en légère hausse pour les titres à plus long terme (7 à 10 ans). Il demeure cependant réduit pour toutes les échéances.

L'euro avait fortement baissé en 2005 face au dollar, en raison de meilleures perspectives de croissance outre-Atlantique et du creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro. Début 2006, le resserrement de la politique monétaire européenne, l'amélioration de l'activité économique dans la zone euro et la perspective d'une fin prochaine des relèvements de taux aux États-Unis favorisent un redressement de l'euro (cf. graphique 2). Par ailleurs, la monnaie américaine reste pénalisée par le double déficit (public et extérieur) des États-Unis. Le mouvement à la baisse sur le dollar s'est précipité courant avril : la publication des minutes de la réunion de la Fed de mars et le discours prononcé le 27 avril par le président de la Fed devant le Congrès ont augmenté le nombre d'opérateurs sur le marché anticipant une pause dans le relèvement des taux directeurs américains. Par ailleurs, la publi-

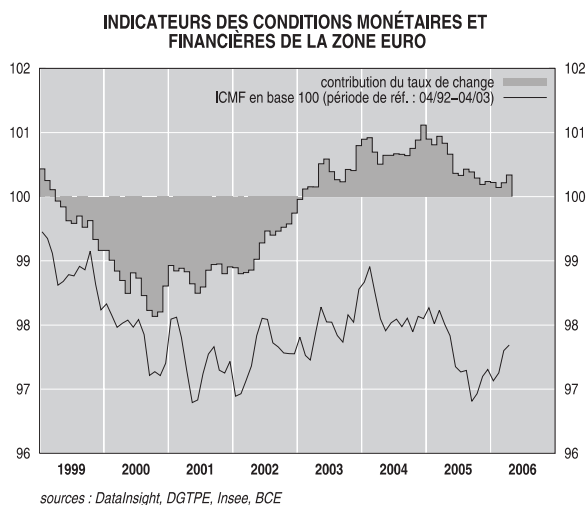
2



cation d'un communiqué du G7 appelant les pays émergents à rendre leurs systèmes de change plus flexibles a accentué la chute du dollar. Le taux de change de l'euro s'est ainsi établi au-dessus de 1,27 dollar en mai, alors qu'il avait atteint 1,18 dollar en novembre 2005. En prévision, le taux de change de l'euro est supposé stable à 1,27 dollar.

La hausse de l'euro et la remontée des taux d'intérêt à court comme à long terme impliquent un durcissement des conditions monétaires et financières dans la zone euro depuis le début de l'année (cf. graphique 3). Toutefois, celles-ci demeurent favorables par rapport aux années précédentes, la remontée des taux d'intérêt étant encore modeste.

3

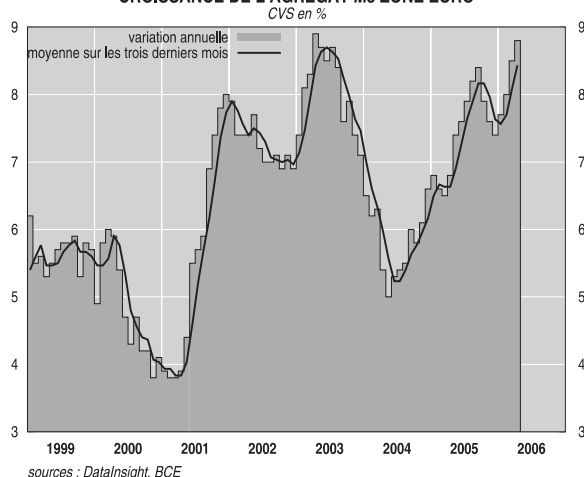


Dans la zone euro comme en France, la masse monétaire et les crédits restent très dynamiques

Ces conditions monétaires et financières toujours favorables se traduisent par une croissance de la liquidité encore très élevée. Ainsi, après un léger fléchissement au quatrième trimestre de 2005, lié à des réallocations de portefeuille, la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est de nouveau redressée depuis le début de l'année 2006 (cf. graphique 4). En glissement annuel, elle a atteint 8,8 % en avril et excède ainsi largement la valeur de référence de 4,5 % établie par la BCE. Le recours au crédit, soutenu par des taux d'intérêt encore modérés, demeure le principal moteur de cette forte croissance de la masse monétaire. Le glissement annuel de l'encours de crédits des Institutions Financières Monétaires (IFM) au secteur privé a atteint 11,3 % en avril 2006, soit son plus haut niveau depuis 1990. Le glissement annuel de l'encours de crédits des IFM aux ménages s'est établi à 9,8 % en avril, avec une croissance particulièrement forte des crédits à l'habitat (12,1 % sur un an). Les crédits aux entreprises non financières ont pour leur part progressé de 10,9 % sur un an. Celles-ci sont beaucoup moins enclines à se financer sur le marché que par le crédit : les émissions d'actions cotées n'ont augmenté que de 0,9 % sur un an en février 2006, tandis

4

CROISSANCE DE L'AGRÉGAT M3 ZONE EURO



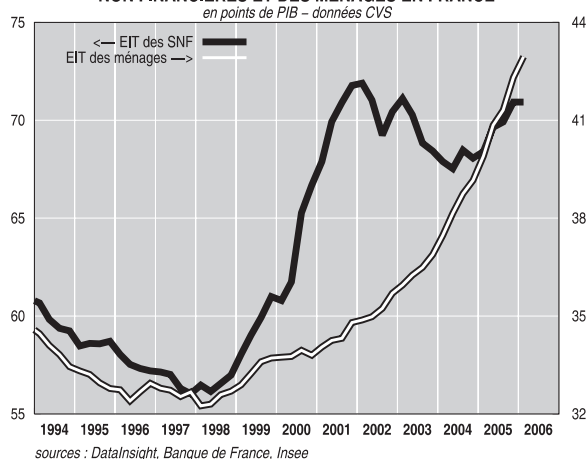
que les financements par émission d'autres titres ont progressé de 2,8%. Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro d'avril 2006, les perspectives de demande de crédits sont toujours orientées à la hausse, même si elles sont perçues comme moins favorables qu'à la fin de 2005 pour les crédits au logement.

La contribution de la France à la croissance de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro s'est accrue de 10,2% en glissement annuel en avril 2006. Comme dans l'ensemble de la zone euro, la croissance des crédits est très élevée, avec des progressions annuelles de 12,0% pour les crédits aux ménages et de 10,7% pour les crédits aux sociétés non financières en avril 2006. Le glissement annuel des crédits à l'habitat atteint désormais 15,4%. Le dynamisme des crédits se traduit par une forte hausse de l'endettement intérieur total, qui augmente de 11,8% en glissement annuel pour les ménages et de 6,9% pour les sociétés non financières en avril 2006 (cf. graphique 5).

Jusqu'à la mi-mai, les cours boursiers étaient orientés à la hausse dans les principaux pays industrialisés, du fait de perspectives économiques favorables et de bons résultats financiers de la part des entreprises. Cependant, le communiqué de la Fed consécutif à sa décision de politique monétaire du 10 mai, qui ne ferme pas la porte à de nouvelles hausses de taux, et la publication d'une inflation américaine plus forte que prévu en avril, avec un glissement annuel des prix à la consommation de 3,5%, ont provoqué une forte chute des cours. En une dizaine de jours, les hausses des indices boursiers enregistrées depuis le début de l'année ont été effacées dans la zone euro et au Japon (cf. graphique 6). Quoique moins importante, la baisse des cours a été également sensible aux États-Unis. Les indices boursiers des pays émergents et les cours des matières premières ont également baissé fortement. ■

5

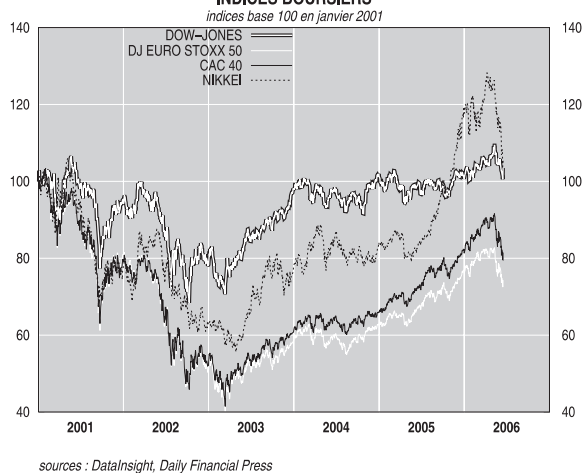
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)* DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES MÉNAGES EN FRANCE



* 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.

6

INDICES BOURSIERS





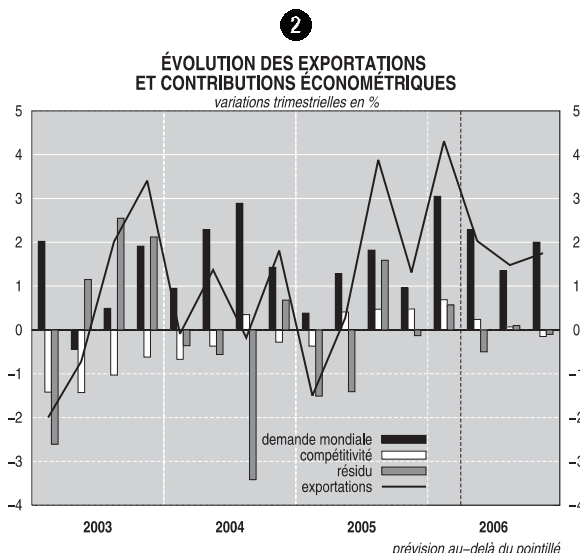
Fiches Thématiques

France

Échanges extérieurs

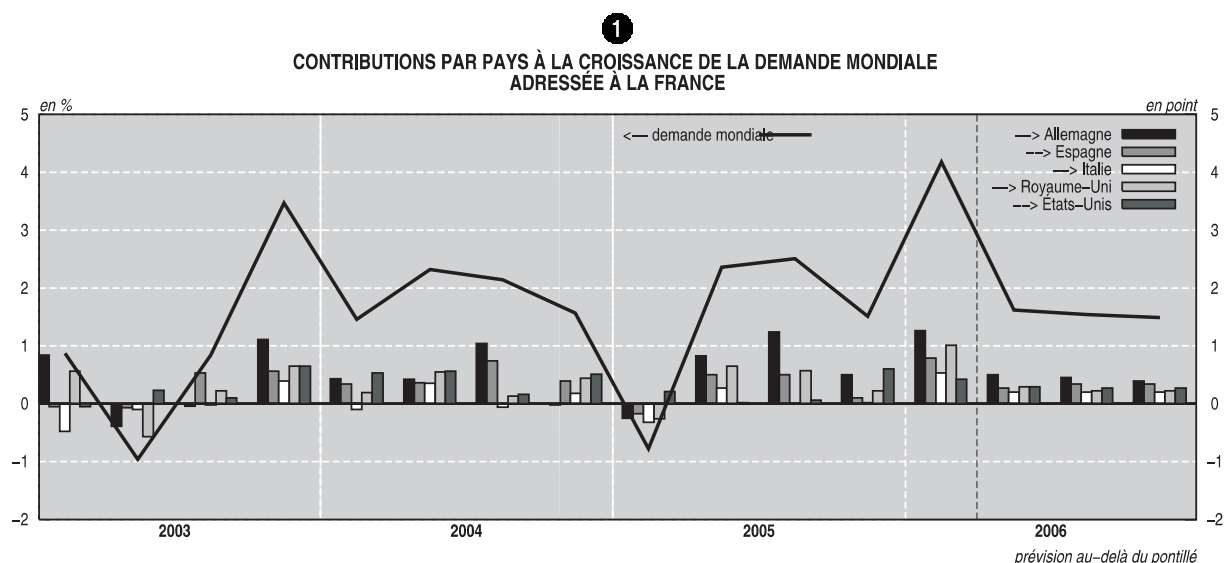
Au premier trimestre de 2006, les exportations françaises de produits manufacturés ont fortement rebondi. Elles ont profité de l'exceptionnelle vigueur des commandes étrangères et cela dans un contexte de change encore favorable. Toutefois, la récente appréciation du taux de change effectif réel de l'euro, ainsi que le plafonnement attendu de la demande mondiale adressée à la France, devraient tempérer le dynamisme des ventes à l'étranger au deuxième trimestre. Par la suite, si le taux de change de l'euro reste à un niveau élevé, la croissance des exportations pourrait de nouveau ralentir.

Après une forte progression à la fin de l'année 2005, les importations de produits manufacturés semblent avoir sensiblement décéléré au cours du premier trimestre de 2006. Cette évolution peut être aussi rapprochée d'un important mouvement de déstockage traduisant un ajustement des importations à la tendance de fond de la demande intérieure. Au deuxième trimestre de 2006, les achats à l'étranger devraient repartir à la hausse sous l'effet d'un redressement de la demande finale des entreprises, la consommation des ménages restant en outre très robuste. Au second semestre de 2006, la croissance des importations se stabiliserait à un niveau élevé.



En forte progression au premier trimestre, la croissance des exportations de produits manufacturés atteindrait le rythme record de +10,5 % cette année

La croissance des exportations de produits manufacturés a fortement accéléré au premier trimestre de 2006 (+4,4% après +1,3% au quatrième trimestre de 2005). Ce rebond est le reflet d'une progression exceptionnelle des échanges extérieurs dans tous les pays ; ainsi, la demande mondiale adressée à la France a bondi de +4,2% au premier trimestre, comparé à +1,6% par trimestre en moyenne depuis deux



PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 2000

(évolution 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.		
Importations										
Ensemble des biens et services	1,2	1,4	2,4	2,2	1,1	2,3	2,0	1,7	6,5	7,6
Produits manufacturés	0,9	1,9	3,3	3,5	1,4	3,0	2,5	2,0	7,4	10,5
Exportations										
Ensemble des biens et services	-0,5	0,7	2,9	1,0	3,0	1,3	1,1	1,4	3,2	7,4
Produits manufacturés	-1,5	0,3	4,0	1,3	4,4	2,0	1,5	1,8	2,6	10,5

Prévision

ans. En outre, fait nouveau, la demande intérieure allemande a apporté son soutien aux exportations françaises. Pour autant, une part de la vigueur exceptionnelle de ce premier trimestre est sans doute imputable à la croissance du contenu en importations des exportations de marchandises et de l'effet d'accélérateur qui en résulte sur le commerce mondial. Par ailleurs, l'euro s'est stabilisé au début de l'année 2006 après avoir continûment reculé en 2005 (un euro ne valait plus que 1,19 dollar fin 2005 contre 1,30 un an plus tôt), ce qui a rendu un peu plus compétitifs les produits français. La vigueur des exportations au premier trimestre de 2006 a été particulièrement marquée pour les biens d'équipement (+10,8%) dont les ventes expliquent à elles seules 3,2 points de la hausse d'ensemble. Les livraisons d'Airbus ont été fortes (60 avions livrés contre 47 un an plus tôt) et les ventes d'équipements professionnels électriques et électroniques très dynamiques également (fortes ventes d'appareils de téléphonie mobile).

Pour le deuxième trimestre de 2006, les perspectives de demande en provenance des principaux partenaires commerciaux de la France restent bien orientées ; en atteste la poursuite du redressement des carnets de commande étrangers en avril et en mai. En particulier, la demande en provenance des deux principaux clients de la France, l'Allemagne et l'Espagne, accélérerait encore. Les exportateurs français devraient aussi parvenir à tirer parti du dynamisme des marchés tiers, et notamment de la demande des pays producteurs de pétrole et de matières premières qui continuerait à bénéficier des surplus de revenus engrangés au cours de trois années de hausse continue des cours même si ce choc se traduit in fine par une détérioration de la balance commerciale de la France avec ces pays (cf. encadré fiche « Conjoncture internationale »). En 2005, les exportateurs français ont notamment profité de la demande des pays de la CEI : leur part sur ces marchés est en effet restée stable alors que les importations globales de cette zone progressaient à des rythmes proches de 20%. Toutefois, le rythme exceptionnel du premier trimestre ne serait pas maintenu.

Soutenue par le dynamisme du commerce international, la hausse des exportations de produits manufacturés atteindrait 2,0% au deuxième trimestre de 2006, puis 1,5% et 1,8% aux troisième et quatrième trimestres, respectivement. Ainsi, en moyenne an-

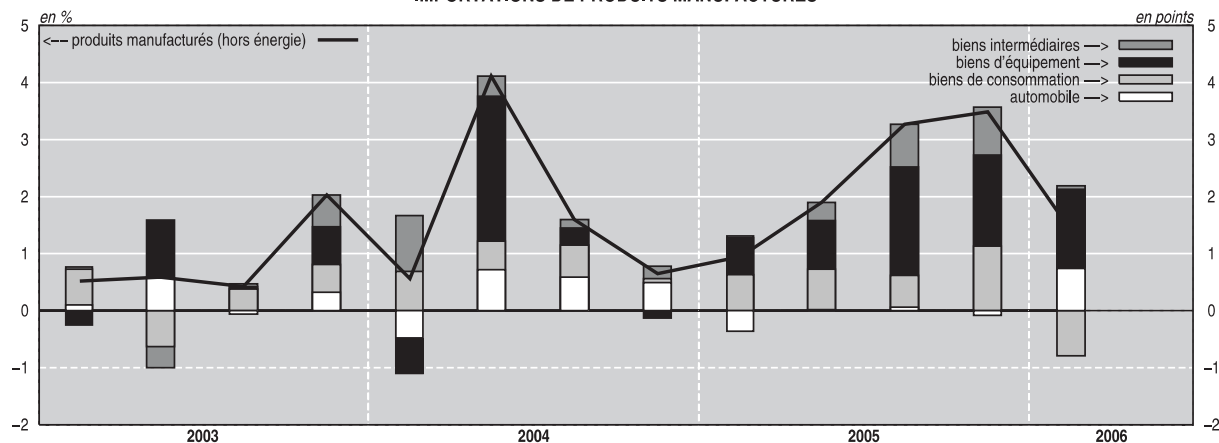
nuelle, la croissance des exportations serait nettement plus rapide en 2006 qu'en 2005 : +10,5% après +2,6%. À parts de marchés constantes, cette croissance serait de +7,9% alors que l'amélioration de la compétitivité-prix des exportations contribuerait à hauteur de 1,5 point à cette hausse. Toutefois, cette prévision est soumise à des aléas, le principal étant le taux de change de l'euro par rapport au dollar. L'appréciation au deuxième trimestre pourrait de nouveau peser sur la compétitivité-prix des produits français et sur la capacité des exportateurs à préserver leurs parts de marché.

Après avoir crû modérément en début d'année, les importations accéléreraient au deuxième trimestre et se maintiendraient ensuite à un niveau élevé

La croissance des importations de produits manufacturés a sensiblement décéléré au premier trimestre de 2006 (+1,4% après +3,5% et +3,3% au troisième et quatrième trimestre de 2005, respectivement). Cette évolution reflète un décalage temporaire entre demande intérieure et importations, en lien avec les mouvements de stocks fin 2005 et début 2006. Sectoriellement, ce ralentissement est dû au retournement des achats de biens de consommation (-3,5% au premier trimestre de 2006 après +5,2% au quatrième trimestre de 2005). Les achats de biens intermédiaires en volume à l'étranger ont notamment ralenti (+0,2% au premier trimestre de 2006 après +2,4% au dernier trimestre de 2005), les entreprises ayant puisé dans leurs stocks. En revanche, les importations d'automobiles accélèrent au premier trimestre de 2006 (+6,2% après -0,6% au trimestre précédent) après un an de stagnation. Elles proviennent principalement de Belgique, d'Espagne et des Pays-Bas.

Au deuxième trimestre de 2006, le décalage temporaire entre stocks et importations devrait se corriger et la croissance des importations de produits manufacturés refléterait le regain anticipé de la demande finale des entreprises ; l'investissement devrait en effet repartir. La consommation des ménages, comme l'investissement en logement, resteraient robustes. Face à ces perspectives de demande globalement bien orientées, l'appréciation récente de l'euro vis-à-vis des principales devises étrangères devrait rendre plus compétitifs les produits étran-

CONTRIBUTIONS PAR POSTE A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



gers. Dans de telles conditions, la croissance des importations de produits manufacturés se redresserait au deuxième trimestre de 2006 pour atteindre +3,0%, avant de ralentir à +2,5% et +2,0% aux troisième et quatrième trimestres de 2006, respectivement. Sur l'ensemble de l'année 2006, les importations progresseraient de +10,5% en moyenne annuelle, plus vite donc qu'en 2005 (+7,4%). La compétitivité-prix à l'importation expliquerait environ 1 point de la hausse d'ensemble, soit une contribution similaire à celle de l'année dernière.

Au premier trimestre de 2006, les échanges extérieurs en produits manufacturés ont contribué positivement à la croissance du Produit Intérieur Brut (à hauteur de +0,6 point, après -0,5 point au quatrième trimestre de 2005). Selon le scénario envisagé, cette contribution devrait être à peu près nulle pour les trimestres à venir. Le prélèvement comptable du commerce extérieur sur la croissance du PIB ne serait pas aussi important qu'il ne l'a été au cours des deux dernières années. ■

ENCADRÉ : IMPACT DE L'ÉPISODE DE SUPPRESSION ET DE RÉTABLISSEMENT DES QUOTAS SUR LES TEXTILES CHINOIS

Les quotas d'importations de produits textiles en provenance de Chine ont été levés le 1^{er} janvier 2005, puis réinstaurés le 10 juin 2005 dans le cadre d'un accord qui prévoit une ouverture plus progressive. Cet encadré évalue, à la lumière des statistiques douanières jusqu'au quatrième trimestre de 2005, l'impact de cet épisode de suppression et de rétablissement des quotas.

Il ressort de cette analyse une envolée du poids des produits textiles en provenance de Chine en 2005 et un effondrement parallèle de la valeur unitaire des importations de produits textiles, avec un extremum au deuxième trimestre. En revanche, l'effet est atténué en considérant l'ensemble de la zone Asie et, mécaniquement, aucun impact n'est perceptible jusqu'à présent sur les prix à la consommation de produits textiles en France. Il apparaît que le rétablissement des quotas a permis de retrouver la situation de fin 2004 en ce qui concerne les échanges de textiles avec la Chine.

Chronologie

Initialement, sous l'égide de l'OMC, un accord avait été signé visant à abolir au 1^{er} janvier 2005 les quotas d'importations de produits textiles en provenance de Chine vers l'Europe (et les États-Unis). Une clause indiquait que si les conséquences de cet accord venaient à être non maîtrisées, les pays concernés auraient la possibilité de prendre des mesures de sauvegarde pour limiter ces importations. Dès la fin 2004, les industriels textiles européens et américains ont fait part de leur inquiétude.

Le 6 avril 2005, la Commission européenne a défini le cadre pour l'application de la clause de sauvegarde textile spécifique contre la Chine : des niveaux d'alerte par produits permettent de mesurer l'impact de l'arrivée des textiles chinois et de lancer des enquêtes pouvant être suivies par des mesures de sauvegarde. Le 24 avril 2005, à la suite de la réception des statistiques d'importation du premier trimestre 2005, une enquête a été lancée pour neuf catégories de produits.

Un accord est intervenu le 10 juin 2005 entre l'Union européenne et la Chine afin de limiter les importations de textiles en provenance de ce pays. Cet accord prévoit, durant une période transitoire allant du 11 juin 2005 à fin 2007, de limiter la hausse des exportations chinoises vers l'Union européenne de 8 à 12,5% par an, la libéralisation complète devant intervenir en 2008. Dix catégories de produits sont concernées : tissus de coton, tee-shirts, pull-overs, pantalons, chemisiers, linge de lit, robes, soutiens-gorge et bustiers, linge de table et de cuisine et fils de lin ou de ramie.

Cet accord a été ensuite contesté par les commerçants et les distributeurs qui ont évoqué un risque de pénurie, dénonçant la rétention en douane de cargaisons, commandées et payées, de pantalons, pull-overs, chemisiers et autres produits textiles en provenance de Chine et appartenant à des catégories de produits pour lesquels les quotas ont été atteints pour cette année.

Enfin, le 5 septembre 2005, les négociateurs de l'Union européenne et de la Chine sont parvenus à un accord pour régler le problème. Il a été notamment décidé de débloquent les produits textiles en attente et d'anticiper sur les quotas de 2006 en déduisant de ceux-ci une partie des marchandises bloquées par les douanes.

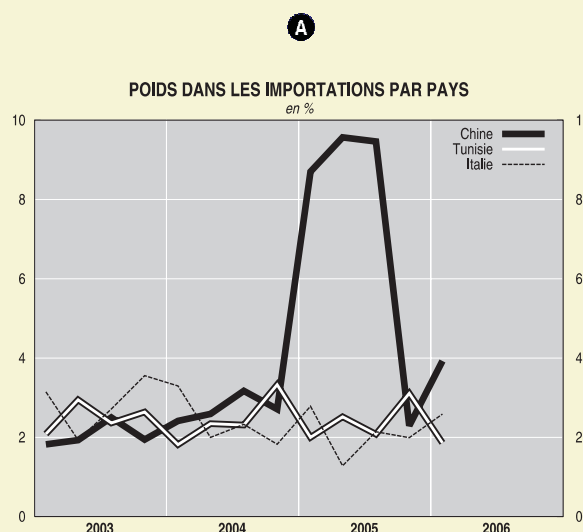
Les statistiques douanières décrivent une envolée du poids de la Chine dans les importations françaises de produits textiles au premier semestre de 2005, et une retombée abrupte au second semestre

L'étude a été menée à un niveau fin de nomenclature (NC8) des données douanières par produit et par provenance (pays ou zone). Les données constatées par les Douanes par pays d'origine sont celles sur lesquelles s'appuient les comptes nationaux.

Pour l'ensemble des produits étudiés, deux phénomènes parallèles peuvent être mis en évidence en 2005, avec un impact maximum au deuxième trimestre.

D'une part, le poids en volume des importations en provenance de Chine dans l'ensemble des importations a été multiplié au cours du premier semestre de 2005 par un facteur allant de 2 à 7 selon les produits. Ainsi, pour le produit pris en exemple⁽¹⁾, le poids calculé à partir des quantités passe de 3% à 10% (graphique A). Au quatrième trimestre 2005, avec le retour des quotas, ces poids retrouvent les niveaux de fin 2004.

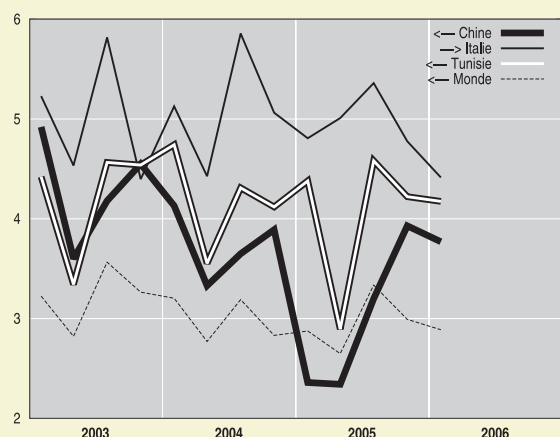
D'autre part, la valeur unitaire apparente des produits chinois s'effondre. Ainsi, pour le produit considéré, elle baisse de 40% au premier semestre 2005. Inversement, au second semestre de 2005, la valeur unitaire apparente se redresse et retrouve le niveau de fin 2004 (graphique B).



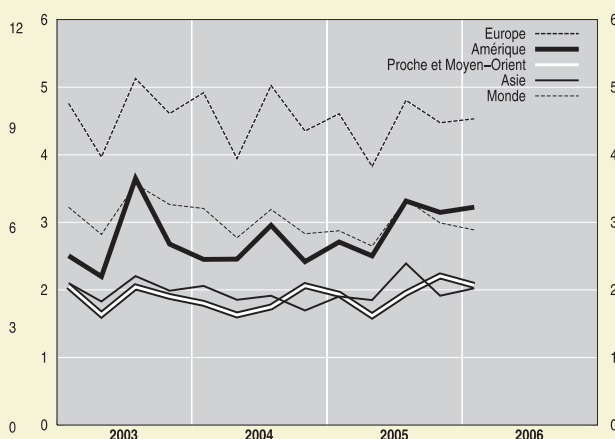
(1) Le produit considéré a volontairement été masqué afin de respecter la confidentialité de la composition fine de l'indice des prix à la consommation.

B

VALEURS UNITAIRES DES IMPORTATIONS PAR PAYS

**D**

VALEURS UNITAIRES DES IMPORTATIONS PAR ZONE



En revanche, l'impact est resté très limité au niveau de la zone Asie dans son ensemble, ce qui suggère des mouvements de substitution entre pays asiatiques

Pour autant, on ne peut conclure à un effet macro-économique sur le prix des importations textiles en France que toutes choses égales par ailleurs. Or, au cours du premier semestre, la progression des importations chinoises est contre balancée par des effets de substitution avec d'autres pays exportateurs de textiles, comme le montrent les mêmes indicateurs pour l'ensemble de la zone Asie.

D'une part, le poids des importations en provenance d'Asie dans l'ensemble des importations s'inscrit dans l'évolution passée de la tendance (graphique C). Concrètement, ces séries, corrigées de leur tendance, ne présentent pas de choc significatif au premier semestre 2005.

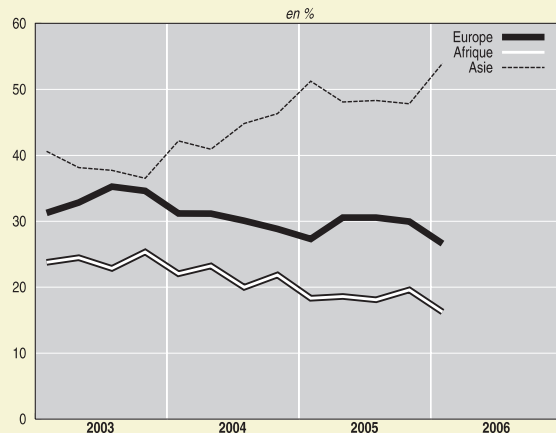
D'autre part, les effets de substitution et le poids limité de la Chine (16% en moyenne de 2002 à 2005 sur l'ensemble des produits considérés) au sein de la zone Asie atté-

nuent l'impact sur les valeurs unitaires apparentes des importations des différents produits textiles (graphique D).

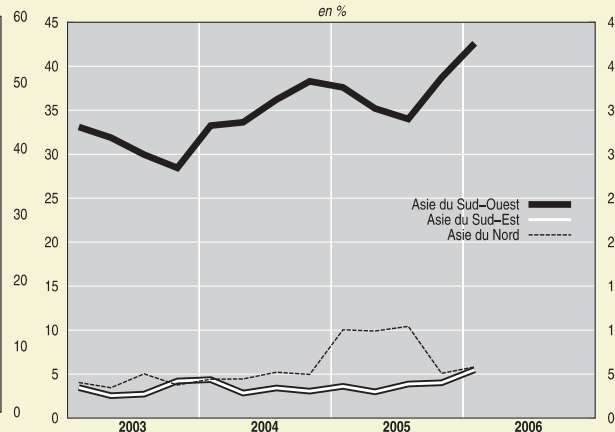
On peut par conséquent supposer qu'une partie du gonflement des importations en provenance de Chine en début d'année dernière correspond à une substitution d'importations antérieurement en provenance d'autres pays asiatiques. Le graphique E met en évidence que la substitution entre pays du Sud-Est et pays d'Asie du Nord est en pratique à l'œuvre depuis un an. La nécessité de passer par un pays relais peut résulter des avantages octroyés à certains pays d'Asie du Sud-Est. Ainsi, le Cambodge bénéficiait d'une clause PMA (pays moins avancé) pour ses exportations. La levée des quotas ne nécessiterait plus le recours à ces « pays relais », qui ont effectivement vu ralentir leur production textile depuis le début d'année 2005. À ces effets de substitution vient s'ajouter une tendance de plus long terme de gain de parts de marché de l'Asie (sur l'Europe notamment).

C

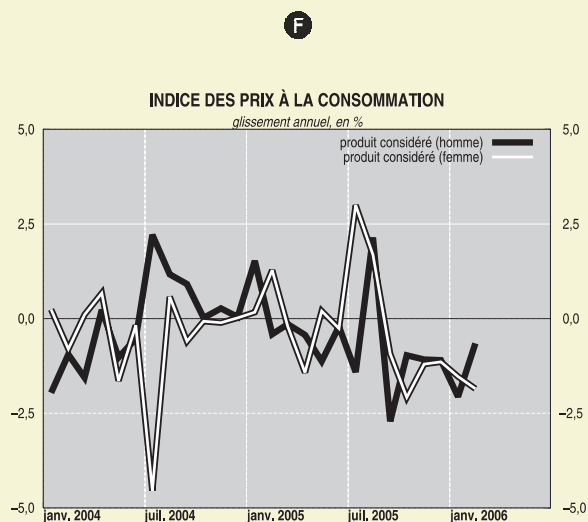
POIDS DANS LES IMPORTATIONS PAR ZONE

**E**

POIDS DANS LES IMPORTATIONS PAR SOUS-ZONE



L'absence d'effet sur les prix moyens d'importation de textiles explique qu'aucun fléchissement ne soit jusqu'à présent perceptible sur les prix à la consommation de produits textiles en France. Ainsi, à un niveau très fin de désagrégation de l'IPC, aucune évolution à la baisse n'apparaît (cf. graphique F). ■



Éléments du compte des administrations publiques

En 2005, les recettes fiscales⁽¹⁾ perçues par les administrations publiques ont de nouveau augmenté fortement de 5,4% après +6,1% en 2004. Cette hausse a essentiellement reposé sur l'accélération des recettes d'impôts sur le revenu versés par les personnes physiques (+6,2% après +2,1%), en particulier de CSG, et sur l'évolution toujours dynamique des rentrées de TVA totale grevant les produits (+5,2% après +7,6%).

En 2006, malgré une activité économique plus dynamique, les recettes fiscales ralentiraient à 3,6%. Ce ralentissement serait notamment dû à la baisse du taux de cotisations Assurance Garantie Salaire (AGS) (0,25% au 1er janvier 2006 après 0,35% en 2005) et à une hausse plus modérée de la pression fiscale exercée par les collectivités locales⁽²⁾ (+2,0% en 2006 après +3,1% en 2005).

En 2005, les impôts sur la production et les importations ont décéléré à 4,8% après +6,3% en 2004

Les impôts sur la production et les importations ont ralenti en 2005 après leur croissance exceptionnelle de 2004 (+4,8% après +6,3%). Les recettes nettes de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) grevant les produits ont fortement contribué au ralentissement des impôts sur la production et les importations. Ces recettes ont progressé rapidement (+5,2% en 2005), mais à un rythme moindre qu'en 2004. Le ralentissement des recettes de TVA reflète celui des consommations finales (+2,2% en 2005 après +2,5% en 2004) et provisoirement celui des consommations intermédiaires⁽³⁾ (+1,2% après +2,1%).

De la même manière, les impôts spécifiques sur produits comprenant notamment la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) et les taxes sur les al-

cools et tabacs, ont crû moins rapidement en 2005 qu'en 2004, passant de +3,8% à +2,5%. Le recul des recettes de TIPP a sensiblement contribué à ce ralentissement⁽⁴⁾. La croissance des recettes sur les « autres impôts liés à la production »⁽⁵⁾ a été pratiquement identique en 2005 qu'en 2004 (+5,6% après +5,8%) en raison du ralentissement de la taxe professionnelle et des taxes foncières. Par ailleurs, en 2005, les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre se maintiennent à +8,8% (après +8,7% en 2004), soutenus par la montée en charge de la contribution solidarité instaurée au 1er juillet 2004.

À l'inverse, les impôts courants sur le revenu et le patrimoine ont progressé plus rapidement en 2005 qu'en 2004 (+6,2% après +5,3%)

Le dynamisme des impôts courants sur le revenu et le patrimoine s'est confirmé en 2005 (+6,2% en 2005 après +5,3% en 2004). L'accélération des impôts sur le revenu versés par les ménages a soutenu celle des impôts courants sur le revenu et le patrimoine, tandis que les impôts sur le revenu versés par les sociétés ont fortement décéléré (+3,4% après +17,3%). Les « autres impôts sur le revenu et le patrimoine »⁽⁶⁾, essentiellement la taxe d'habitation et l'impôt de solidarité sur la fortune, ont continué d'accélérer pour la troisième année consécutive (+8,6% en 2005 après +6,0% en 2004 et +3,5% en 2003).

L'accélération des impôts sur le revenu acquittés par les ménages (+6,2% en 2005 après +2,1% en 2004) a reposé sur celle du revenu disponible des ménages et sur l'élargissement de l'assiette et le relèvement des taux de la Contribution Sociale Généralisée (CSG), qui expliquent plus de la moitié de la hausse de la CSG. Par ailleurs, l'aménagement ponctuel du régime des acomptes d'impôt sur les so-

(1) Les recettes fiscales regroupent :

- les impôts sur la production et les importations dont la TVA, la TIPP, la taxe professionnelle, la taxe foncière,
- les impôts sur le revenu et le patrimoine,
- les impôts en capital, soit essentiellement les droits de mutation.

(2) Source Dexia.

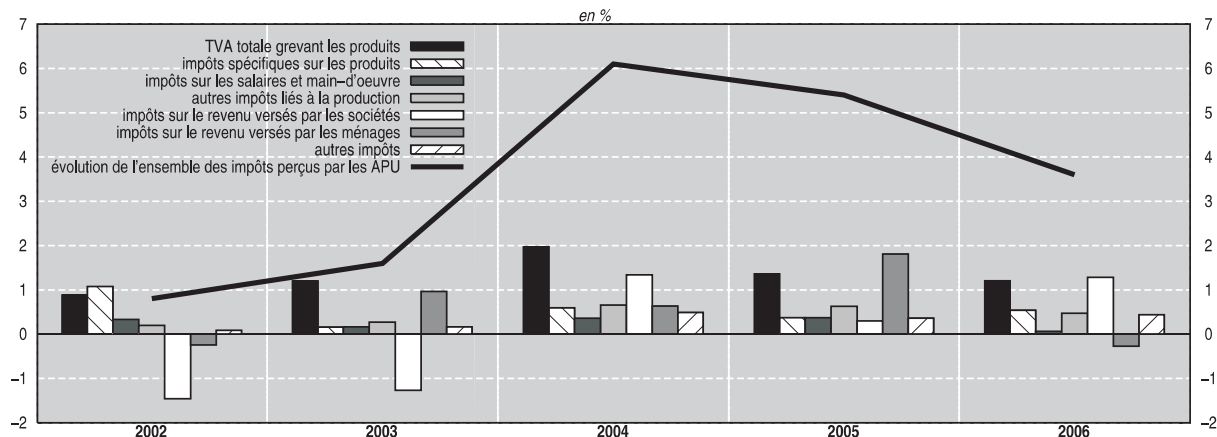
(3) Une augmentation des consommations intermédiaires dynamise temporairement les recettes de TVA du fait du décalage entre les versements de TVA. En effet, les entreprises paient la TVA sur leurs consommations intermédiaires, mais n'en sont remboursées que lors de la vente de leurs produits finis, lorsqu'elles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

(4) Cf. rapport 2005 de la Commission de transparence sur la fiscalité pétrolière.

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

(6) Ces impôts sont uniquement à la charge des ménages.

CONTRIBUTION DES PRINCIPAUX IMPÔTS



ciétés réalisé fin décembre⁽⁷⁾ n'a compensé qu'en partie le ralentissement des bénéfices des entreprises en 2005 et la suppression de la surtaxe sur l'impôt sur les sociétés.

Les « autres impôts sur le revenu et le patrimoine » ont nettement accéléré en 2005 (+8,6% après +6,0% en 2004) à l'instar des recettes d'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) portées par la hausse des prix du marché de l'immobilier. Enfin, les impôts en capital⁽⁸⁾ ont sensiblement ralenti (+4,1% en 2005 après +16,8% en 2004). Ils avaient été relancés en 2004 par les avantages temporaires consentis en matière de donation en pleine propriété⁽⁹⁾. La prolongation de ces mesures jusqu'à la fin 2005 n'a pas permis d'accroître significativement le volume des opérations sur l'ensemble de l'année.

En 2006, les recettes fiscales des administrations publiques ralentiraient à 3,6% en dépit d'une activité économique plus dynamique

Le ralentissement des recettes des administrations publiques en 2006 (+3,6% après +5,4%) proviendrait à la fois de l'infléchissement des impôts sur la production et les importations (+4,1% après +4,8%) et de celui des impôts courants sur le revenu et le pa-

trimoine (+2,7% après +6,2%). Le moindre dynamisme des impôts sur la production et les importations serait commun aussi bien aux recettes de TVA grevant les produits (+4,5% après +5,2%) qu'aux « autres impôts liés à la production » (+4,2% après +5,6%) et aux impôts sur les salaires et main-d'œuvre (+1,3% après +8,8%). Seuls les impôts spécifiques sur les produits accéléreraient en 2006 (+4,1% après +2,5% en 2005). Les « autres impôts liés à la production » freineraient légèrement en raison de la hausse plus modérée de la pression fiscale exercée par les collectivités locales en matières de taxes locales⁽¹⁰⁾ (+2,0% en 2006 après +3,1% en 2005). Le ralentissement des impôts sur les salaires et main-d'œuvre résulterait essentiellement de la baisse du taux d'Assurance Garantie Salaire (AGS) au 1er janvier 2006 (0,25% après 0,35%).

Les impôts sur le revenu et le patrimoine décéléreraient en 2006, passant de +6,2% en 2005 à +2,7%. Cet infléchissement serait imputable aux moindres recettes des impôts sur le revenu versés par les ménages (-0,9% après +6,2% en 2005) et au ralentissement des « autres impôts sur le revenu et le patrimoine » (+7,4% après +8,6%). En revanche, les impôts sur le revenu versés par les sociétés accéléreraient fortement en 2006 à +15,3% après +3,4% en 2005.

Les recettes d'impôts sur le revenu versés par les ménages au sens de la comptabilité nationale diminueraient en 2006, mais ce mouvement est purement comptable : il est lié à la suppression de l'avoir fiscal⁽¹¹⁾, qui entraîne de facto la disparition du mode d'enregistrement qu'en faisait la comptabilité nationale (cf. encadré). Hors cet effet comptable, les impôts sur le revenu versés par les ménages poursui-

(7) La loi sur l'aménagement du régime des acomptes d'IS spécifie que les entreprises ayant réalisé un chiffre d'affaires au moins égal à un milliard d'euros au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2005 et dont le bénéfice estimé au titre de l'exercice est supérieur d'au moins 50% par rapport au résultat de l'année précédente ont versé un acompte exceptionnel qui s'est ajouté à l'acompte qu'elles étaient tenues de verser au 15 décembre. Cet acompte exceptionnel était égal à la différence entre les deux tiers du montant de l'IS estimé au titre de cet exercice et les acomptes déjà versés.

(8) Les impôts en capital sont constitués pour l'essentiel des droits de succession et des droits de donations.

(9) 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.

(10) Source Dexia.

(11) Le dispositif d'avoir fiscal a été remplacé par deux mesures :

- un abattement de 50% sur les dividendes perçus,
- un crédit d'impôt égal à 50% du dividende dans la limite de 115 euros pour un célibataire et 230 euros pour un contribuable marié.

IMPÔTS PERÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES⁽¹⁾

	Glissements semestriels (évolution en %)						Niveaux en millions d'euros			Moyennes annuelles (évolution en %)		
	2004		2005		2006		2004	2005	2006	2004	2005	2006
	1 ^{er} S.	2 ^e S.	1 ^{er} S.	2 ^e S.	1 ^{er} S.	2 ^e S.						
Impôts sur la production et les importations (56,9%)	4,0	3,4	1,4	2,1	2,2	1,7	253,7	265,9	276,7	6,3	4,8	4,1
TVA totale grevant les produits (26,5%)	5,8	2,7	1,7	2,6	2,4	1,8	117,1	123,1	128,7	7,6	5,2	4,5
Impôts spécifiques sur les produits (14,7%)	2,7	2,1	-0,2	1,6	2,6	2,5	67,1	68,8	71,6	3,8	2,5	4,1
Impôts sur les salaires et main-d'oeuvre (4,3%)	0,2	13,4	1,6	1,2	0,2	-0,3	18,8	20,5	20,7	8,7	8,8	1,3
Autres impôts liés à la production (11,4%)	3,1	2,9	2,9	2,0	2,2	1,5	50,4	53,2	55,5	5,8	5,6	4,2
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (41,1%)	4,5	2,3	3,2	7,7	-2,4	-3,8	183,3	194,7	200,1	5,3	6,2	2,7
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (9,4%)	13,2	3,9	-12,7	54,9	-22,1	4,0	38,2	39,5	45,5	17,3	3,4	15,3
Impôts sur le revenu versés par les ménages (28,0%) ⁽²⁾	2,8	1,9	6,3	-1,9	4,3	-6,9	129,3	137,3	136,0	2,1	6,2	-0,9
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine (3,5%)	-0,9	-0,2	8,6	-1,0	7,2	3,1	14,7	15,9	17,1	6,0	8,6	7,4
Impôts en capital (2,0%)	10,3	3,3	6,7	2,3	5,6	-0,1	8,6	9,0	9,8	16,8	4,1	9,9
Total des impôts perçus par les APU	4,3	2,9	2,3	4,4	0,3	-0,6	445,7	469,6	486,6	6,1	5,4	3,6

■ Prévission

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.

vraient leur progression en 2006 soutenus par trois facteurs : la hausse du revenu des ménages en 2005 ; les recettes supplémentaires de CSG engendrées sur ces revenus ; l'augmentation des prélèvements sociaux sur les revenus du capital résultant de l'imposition des plans d'épargne logement (PEL) de plus de 12 ans. Les « autres impôts sur le revenu et le patrimoine » ralentiraient peu en 2006. Ils seraient toujours soutenus par des recettes d'ISF et de taxe d'habitation dynamiques.

Les impôts sur le revenu versés par les sociétés accéléreraient très fortement en 2006. Cette accélération résulterait également pour l'essentiel de la disparition de l'effet comptable lié à la suppression de l'a-

voir fiscal (*cf. encadré*) et, dans une moindre mesure, de la réforme de l'imposition forfaitaire annuelle (IFA)⁽¹²⁾ transformant la possibilité d'imputer l'IFA sur l'impôt sur les sociétés (IS) en réduction du revenu imposable. Toutefois, hors effet avoir fiscal, les impôts sur le revenu versés par les sociétés diminueraient en raison de l'aménagement du régime des acomptes de l'impôt sur les sociétés (IS) intervenu en décembre 2005, qui réduit le solde attendu au deuxième trimestre. Enfin, les impôts en capital croîtraient plus vite en 2006 qu'en 2005 (+9,9% après +4,1%), soutenus d'une part par la hausse de l'actif successoral et d'autre part par les retards d'enregistrement des droits acquittés juste avant la fin des mesures favorisant les donations. ■

(12) L'imposition forfaitaire annuelle (IFA) à laquelle sont susceptibles d'être assujetties toutes les entreprises éligibles à l'impôt sur les sociétés (IS) a été réformée sur trois points par la loi de finances 2006 :

- suppression de l'imputabilité de l'IFA sur l'IS,
- calcul de l'IFA sur le chiffre d'affaires hors taxe (et non plus TTC),
- réaménagement du barème de l'IFA.

ENCADRÉ : LA SUPPRESSION DE L'AVOIR FISCAL ET SON TRAITEMENT DANS LES COMPTES NATIONAUX ANNUELS ET TRIMESTRIELS

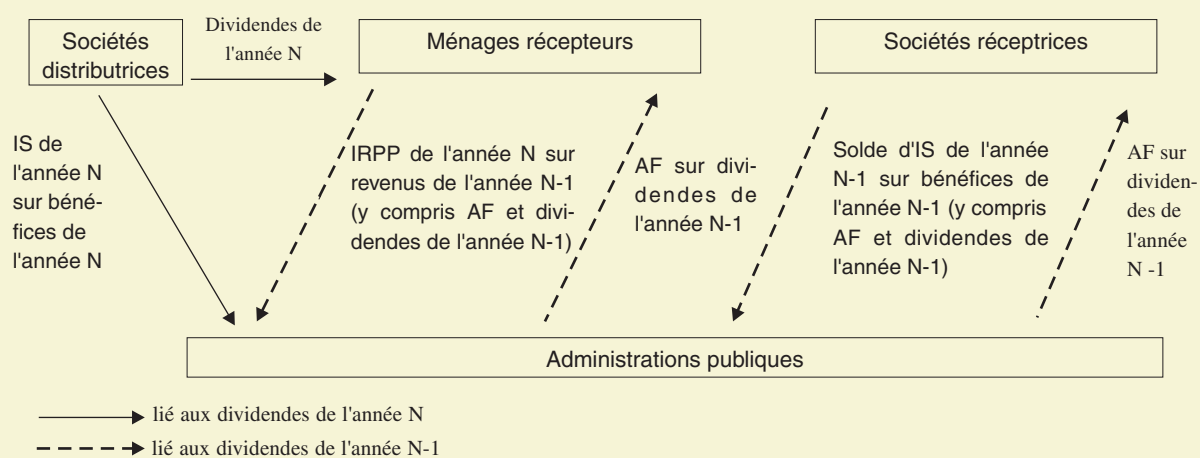
L'article 93 de la loi 2003-1311 a réformé en profondeur le régime fiscal des distributions. Cette réforme a pris effet au 1er janvier 2005. Elle s'est traduite par la suppression de l'avoir fiscal et la mise place d'un nouveau régime d'abattement.

Le régime d'avoir fiscal avant 2005

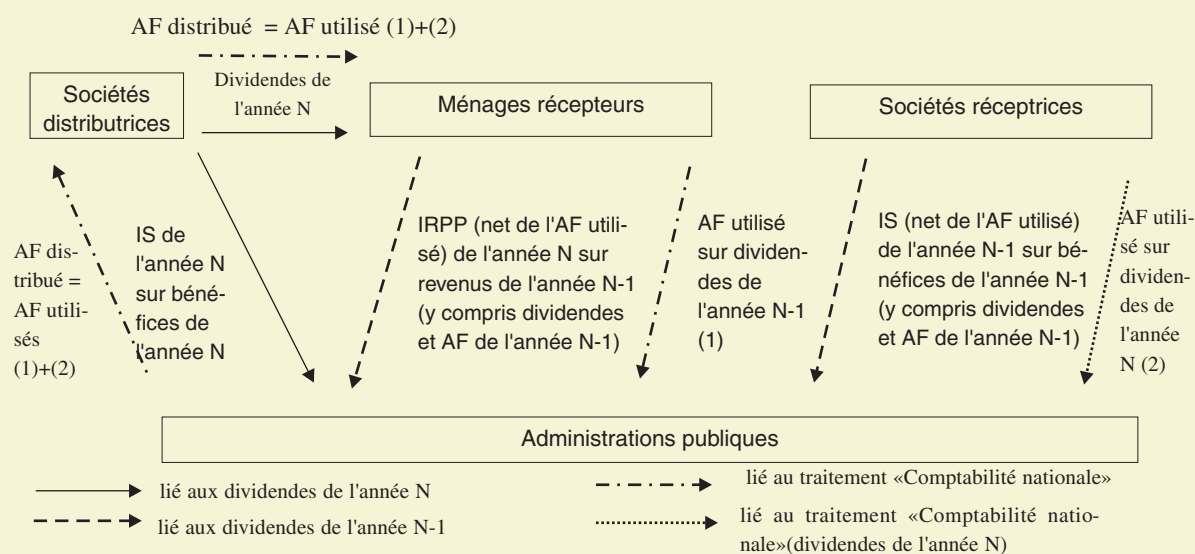
Mis en place en 1965, l'avoir fiscal était un crédit d'impôt sur le Trésor. Associé aux dividendes versés, il avait pour but d'atténuer la double imposition⁽¹⁾ des bénéfices distribués par une société en venant en déduction des impôts sur le revenu versés par les personnes physiques et les sociétés. Cet avoir fiscal avait été fixé à 50% des dividendes distribués aux personnes physiques et à 10% de ceux versés aux sociétés. Ainsi, l'avoir fiscal d'une année N est associé aux dividendes distribués durant l'année N, lesquels résultent des bénéfices des entreprises de l'année N-1. Ces dividendes font partie intégrante des revenus de l'année N.

Les traitements de l'avoir fiscal en pratique et en comptabilité nationale

En pratique, sont retracés ci-dessous les flux réels d'une année donnée N :



En comptabilité nationale, le traitement de l'avoir fiscal consistait à reconstituer l'impôt qui aurait été versé si ce mécanisme n'avait pas existé. Il consistait à transférer l'impôt payé en sus par les entreprises (correspondant au montant de l'avoir fiscal) sous forme de dividendes additionnels aux actionnaires. Ainsi, cela revenait à faire payer aux actionnaires l'impôt sur les dividendes. Les sociétés distributrices versaient un dividende majoré de l'avoir fiscal aux ménages ou aux sociétés et des impôts minorés aux administrations publiques. À l'inverse, les ménages ou les sociétés recevaient des dividendes augmentés de l'avoir fiscal et versaient des impôts majorés.



(1) Les bénéfices distribués étaient taxés une première fois via l'impôt sur les sociétés (IS), en tant que bénéfices imposables, et une seconde fois via l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) ou l'IS, en tant que dividendes reçus.

L'avoir fiscal utilisé (AFU) était rattaché à l'année d'exigibilité de l'impôt. Du côté des ménages, cela signifiait que l'AFU de l'année N correspondait à l'IRPP exigé l'année N ; il portait sur les dividendes reçus en N-1. Du côté des sociétés, l'AFU de l'année N correspondait à l'IS exigé l'année N ; il portait sur les dividendes reçus en N.

Le régime des abattements au 1er janvier 2005

La loi de finances pour 2004 a réformé le régime fiscal des revenus d'actions en supprimant l'avoir fiscal à compter du 1er janvier 2005. Un nouveau dispositif a été mis en place prenant la forme de deux mesures :

- un abattement de 50% pour les personnes physiques sur les dividendes perçus⁽²⁾ ;
- un crédit d'impôt pour l'actionnaire égal à 50% du dividende dans la limite de 115 euros pour un célibataire et 230 euros pour contribuable marié.

Les conséquences de la suppression de l'avoir fiscal

1/ Pour les ménages

Dans la pratique, l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) 2006 est calculé pour les premiers tiers (1er et 2ème trimestres) ou premières mensualisations (1er, 2ème et 3ème trimestres) sur l'IRPP versé en 2005. L'avoir fiscal étant utilisé par les ménages pour la dernière année en 2005, les premiers acomptes 2006 d'IRPP intègrent toujours l'avoir fiscal et ne tiennent pas compte du nouveau régime. Les effets de la suppression de l'avoir fiscal et de son remplacement par le nouveau dispositif ne se voient en 2006 qu'aux troisième et quatrième trimestres.

Compte tenu de cette réalité, la disparition de l'avoir fiscal utilisé par les ménages (AFU) se traduit en 2006 par :

- un montant AFU 2006 annuel égal à zéro puisqu'il n'y a plus d'AF associé aux dividendes distribués en 2005 ;
- deux premiers trimestres 2006 égaux aux montants qui auraient prévalu si l'AFU avait continué d'exister (soit 1,5 mds d'euros par trimestre) ;
- deux derniers trimestres 2006 rectifiant les montants versés aux deux premiers trimestres (soit -1,5 mds d'euros par trimestre).

Par ailleurs, le nouveau dispositif des abattements est applicable en 2006 lors du calcul des impôts des ménages au titre des revenus 2005.

Le revenu des ménages et, par extension, leur pouvoir d'achat ne sera affecté ni trimestriellement, ni annuellement par le traitement comptable exposé ci-dessus. En effet, la comptabilité nationale traitant l'avoir fiscal comme une augmentation des dividendes, les dividendes reçus par les ménages seront corrigés pour chaque trimestre de l'année 2006 d'un même montant que leurs impôts (cf. fiche « *Revenu des ménages* »). Au troisième trimestre de 2006, le montant des impôts sur le revenu versés par les ménages diminuerait de 3 mds d'euros (soit -7,6%) par rapport au deuxième trimestre sous l'effet de ce traitement comptable. Cette baisse serait toutefois atténuée par les rentrées supplémentaires engendrées au troisième trimestre par le nouveau dispositif. De manière parallèle, les dividendes reçus par les ménages diminueraient de 3 mds d'euros (soit -20,2%) ce même trimestre.

2/ Pour les sociétés

Il est nécessaire de distinguer les notions d'Avoir Fiscal Utilisé (AFU) et d'Avoir Fiscal Distribué (AFD).

a. Avoir fiscal utilisé :

Dans la pratique, l'avoir fiscal utilisé par les sociétés disparaîtra au moment du paiement du solde de l'impôt sur les sociétés basé sur leurs revenus de 2005, soit au deuxième trimestre de 2006.

Cependant, en comptabilité nationale, l'avoir fiscal utilisé par les sociétés disparaît l'année d'exigibilité de l'IS sur les revenus de 2005, soit dès 2005.

b. Avoir fiscal distribué :

Dans la pratique, les administrations publiques distribuaient pendant l'année N, l'avoir fiscal sur les dividendes de l'année N reçus par les sociétés actionnaires : l'AFD est donc nul à partir de 2005.

Le traitement dans les Comptes nationaux définissait :

- l'avoir fiscal distribué par les sociétés une année comme la somme des avoirs fiscaux utilisés la même année ;
- comme l'AFU des sociétés actionnaires était nul en 2005, l'AFD était égal à l'AFU des ménages (correspondant aux dividendes distribués en 2004), aussi bien annuellement que trimestriellement ;

(2) L'abattement de 50% en 2006 sur les revenus 2005 sera porté à 40% à partir de 2007, année d'imposition des revenus 2006 pour tenir compte de la baisse des taux du barème consécutive à la suppression de l'abattement de 20%.

- de la même manière l'AFD est nul en 2006.

Pour 2006, le profil trimestriel de l'AFD est le même que celui de l'AFU des ménages soit :

- Les deux premiers trimestres 2006 seront égaux aux montants de l'AFU des ménages qui auraient prévalu s'il avait continué d'exister (soit 1,5 mds d'euros par trimestre).
- Les deux derniers trimestres 2006 rectifieront les montants versés aux deux premiers trimestres (soit -1,5 mds d'euros par trimestre).

De la même manière que pour les ménages, le revenu disponible des sociétés ne sera affecté ni trimestriellement, ni annuellement par la fin du traitement comptable de l'avoir fiscal puisque la diminution des dividendes versés par les sociétés sera compensée par l'augmentation de leurs impôts sur les revenus.

Au total, en 2006, le montant des impôts sur le revenu versés par les ménages et par les sociétés ne sera pas affecté par le traitement comptable de l'avoir fiscal, du fait de l'égalité comptable entre avoirs fiscaux utilisés et avoirs fiscaux distribués. Au troisième trimestre, la hausse des impôts sur le revenu versés par les sociétés compensera la baisse des impôts sur le revenu versés par les ménages. ■

Prix à la consommation

De décembre 2005 à mai 2006, l'inflation en France s'est redressée (+2,1% en mai 2006 après +1,5% en décembre 2005), dans le sillage du rebond des prix énergétiques. Parallèlement, l'inflation sous-jacente⁽¹⁾ s'est raffermie à +1,1% en mai, après +0,9% en fin d'année passée, du fait du dynamisme des prix des produits manufacturés et des services. En juin 2006, ce phénomène s'atténuerait : l'inflation serait en légère baisse à 1,9% soit 0,3 point au-dessus du scénario retenu dans la note de conjoncture de mars 2006. Cette révision s'explique principalement par le renchérissement du baril de pétrole à 70 dollars contre une hypothèse de 60 dollars retenue pour le précédent exercice de prévision. En outre, l'inflation sous-jacente progresserait légèrement pour s'établir à 1,3% en juin 2006.

Le glissement annuel des prix à la consommation reviendrait à +1,8% en décembre sous les hypothèses d'un cours du Brent à 70 dollars le baril et d'un euro à 1,27 dollar. Le dégonflement de l'inflation énergétique s'accompagnerait d'un léger renchérissement des produits manufacturés et de l'alimentation. En effet, ces secteurs répercuteraient en partie les fortes hausses passées des prix du pétrole et des matières premières, malgré des efforts de modération tarifaire. Pour autant, l'inflation sous-jacente ne s'établirait qu'à 1,4% en décembre 2006, confirmant la circonscription du choc pétrolier et l'absence d'effet de second tour.

Les prix de l'énergie ralentiraient sous les hypothèses d'une stabilisation du prix du pétrole brut et d'un euro toujours fort

Ce début d'année a de nouveau été marqué par un prix record du baril de pétrole. Ainsi, ce dernier s'est durablement installé au-dessus de 70 dollars. Le rythme de progression des prix de l'énergie est donc resté soutenu, leur glissement annuel s'établissant à 12,9% en mai 2006, après +8,2% en décembre 2005 (cf. tableau). Outre l'indexation du prix du gaz de ville sur le cours du pétrole (+4,5% en mai), les récentes hausses du prix du baril ont conduit à un raffermissement du prix des produits pétroliers raffinés (carburants notamment), portant leur glissement annuel à 16,1% en mai, après +11,1% en décembre 2005. En juin 2006, l'inflation énergétique devrait néanmoins baisser à 10,7%, tirée par le ralentissement des prix des produits pétroliers (+12,7% en juin 2006).

Au second semestre de 2006, sous les hypothèses d'un prix du baril de Brent stabilisé à 70\$ et d'un taux de change de l'euro à 1,27 dollar, l'inflation énergétique diminuerait sensiblement. Le glissement annuel du prix de l'énergie atteindrait 7,5% en décembre, après +3,2% en septembre en raison de l'effet de base du choc pétrolier de l'automne dernier (cf. encadré « Choc pétrolier et porte-monnaie » :

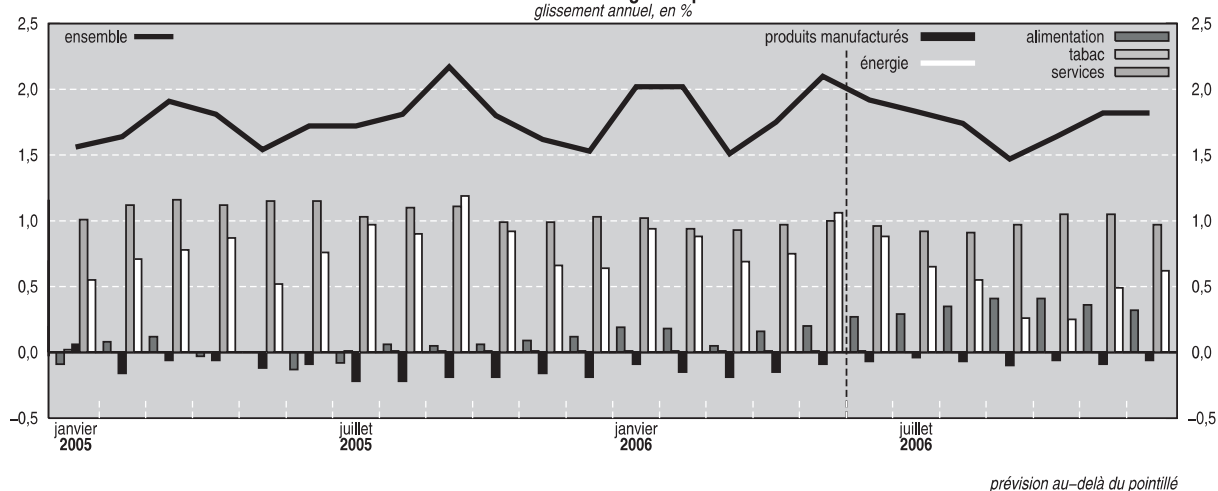
(1) Indice mesuré hors tarifs publics et produits à prix volatils (notamment énergie et produits frais), corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières.

TABLEAU : LES PRIX À LA CONSOMMATION

Regroupements IPC (pondérations 2006)	Glissements annuels					(évolution en %)		
						Moyennes annuelles		
	avril 2005	déc. 2005	mai 2005	juin 2006	déc. 2006	2004	2005	2006
Alimentation (16,7%)	0,0	0,7	1,2	1,6	1,9	0,6	0,1	1,6
Tabac (1,8%)	0,2	0,7	0,4	0,4	0,0	24,5	0,5	0,3
Produits manufacturés (31,5%)	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,2	-0,5	-0,3
Énergie (8,2%)	6,6	8,2	12,9	10,7	7,5	4,9	10,1	8,1
dont : produits pétroliers (5,1%)	10,0	11,1	16,1	12,7	9,7	8,6	15,3	9,7
Services (41,7%)	2,8	2,5	2,4	2,3	2,3	2,6	2,6	2,3
dont : loyers-eau (7,3%)	3,8	3,4	3,5	4,1	4,1	2,9	3,7	4,0
services de santé (5,1%)	1,3	1,2	2,2	2,3	2,3	0,8	1,0	2,1
transports-communications (4,9%)	0,7	0,8	-2,8	-2,7	-2,1	0,8	1,0	-2,3
autres services (24,4%)	3,2	2,8	3,0	2,9	2,7	3,1	3,0	2,9
Ensemble (100%)	1,5	1,5	2,1	1,9	1,8	2,1	1,8	1,8
Ensemble hors énergie (91,8%)	1,2	1,1	1,2	1,3	1,3	1,9	1,0	1,0
Ensemble hors tabac (98,2%)	1,6	1,6	2,1	2,0	1,9	1,7	1,7	1,8
Inflation sous-jacente (60,9%)⁽¹⁾	1,0	0,9	1,1	1,3	1,4	1,7	1,0	1,2
Ensemble IPCH	1,6	1,7	2,4	2,2	2,0	2,3	1,9	2,0

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

DÉCOMPOSITION DE L'INFLATION EN FRANCE contributions des grands postes



une première évaluation du surcoût engendré par le rebond du prix du pétrole brut début 2006 ». À noter enfin qu'une revalorisation du prix de l'électricité à hauteur de l'inflation de 2005 (+1,8%) a été prise en compte dans ces prévisions. Par contre, les tarifs du gaz de ville ne devraient plus être revus avant le 1er juillet 2007.

Les prix de l'alimentation accéléreraient, répercutant les hausses passées des prix des matières premières

Au premier trimestre de 2006, le glissement annuel des prix de l'alimentation a continué sa progression (+1,2% en mai 2006 après +0,7% en décembre 2005). Le renchérissement saisonnier des produits frais, plus marqué cet hiver, et des prix dans l'alimentaire hors frais particulièrement dynamiques expliquent ce mouvement. À ce stade, l'effet globalement haussier dû à l'épizootie de grippe aviaire reste très modéré.

En prévision, le glissement annuel des prix de l'alimentation hors produits frais remonterait encore légèrement (+1,3% en décembre 2006 après +1,1% en juin). Malgré des efforts tarifaires attendus dans la grande distribution, au sortir des dernières négociations entre distributeurs et fournisseurs, le raffermissement des prix à la production dans l'industrie agroalimentaire confirme un scénario de diffusion assez marquée des hausses passées des prix des matières premières (cf. fiche « Pétrole et matières premières »). Aussi, sous l'hypothèse de conditions climatiques moins exceptionnellement favorables que celles observées à l'été 2005, le glissement annuel des prix à la consommation dans l'alimentation se redresserait-il significativement (+1,9% en décembre après +1,6% en juin).

Le glissement annuel des prix des produits manufacturés serait stable en prévision toujours sous la pression de la concurrence internationale

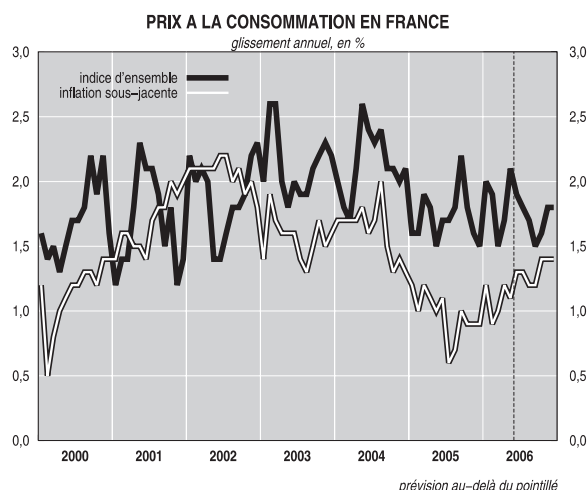
Au début de 2006, le repli des prix des produits manufacturés s'est légèrement atténué (-0,3% en mai 2006 après -0,6% en décembre 2005), malgré les fortes baisses des prix des médicaments : développement des génériques, alignement tarifaire des principes (-3,2% en mai 2006 après -1,2% en décembre 2005 pour le poste « produits de santé »). Ce mouvement devrait se poursuivre, portant le glissement annuel à -0,2% en juin 2006. Dans l'habillement-chaussure notamment, le renchérissement des premiers dérivés pétroliers (plastiques principalement) ou encore du papier et des matières premières minérales commencerait à se faire sentir.

Au second semestre de 2006, le glissement annuel des prix des produits manufacturés oscillerait ainsi autour de -0,2%. En effet, la transmission des hausses passées des prix du pétrole et des matières premières resterait prégnante mais contrebalancée jusqu'à la fin de l'année 2006 par les pressions sur les marges et l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar (cf. graphique 1).

La progression des prix des services resterait contenue

Au début du deuxième trimestre de 2006, l'inflation dans le secteur des services s'est infléchi (+2,4% en mai, après +2,5% en décembre 2005), en raison principalement d'effets de base dans les services de « transport-communication » (-2,8% en mai 2006 après +0,8% en décembre 2005 en glissement annuel). Cette baisse a néanmoins été limitée par l'accélération des prix des services de santé (+2,2% en mai après +1,1% en décembre) due à la prise en compte du passage à la nouvelle nomenclature, à

2



partir de janvier 2006, des actes techniques des médecins. En prévision, le glissement annuel des prix des services serait stable à 2,3% en décembre, comme en juin.

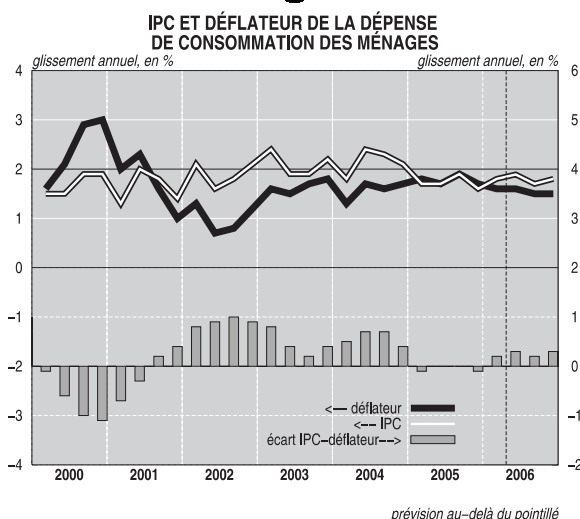
Le glissement annuel des prix du secteur « transports et communications » augmenterait mais demeurerait négatif (-2,1% en décembre 2006 après -2,7% en juin). Outre des effets de base assez marqués au deuxième trimestre, le secteur des transports connaîtrait des pressions à la hausse liées au prix du pétrole (surcharge carburant pratiquée par les compagnies aériennes notamment)⁽²⁾. Cependant, les efforts tarifaires observés et attendus dans les télécommunications (incitations à la modération des tarifs par la Commission européenne en particulier) contribueraient au maintien d'un recul des prix dans ce secteur.

Au second semestre de 2006, le rythme de progression du prix des loyers serait stable (autour de +0,3% en variation mensuelle). Ainsi, le glissement du poste « loyers, eau et enlèvement des ordures ménagères » serait le même en décembre qu'en juin (+4,1%). L'utilisation du nouvel indice de référence des loyers pour leur révision tendrait à en modérer la progression.

Le glissement des prix des services de santé serait stable (+2,3% en décembre, comme en juin) malgré les réformes à venir concernant la revalorisation des soins dentaires et des consultations chez le médecin généraliste (différentes « majorations pour la coordination » et revalorisation de la lettre clé d'1€ à compter du 1er août 2006). L'écart (+0,2 point en décembre après +0,3 point en juin) entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'indice des prix à la consommation (IPC) se contracterait légèrement.

Enfin, l'inflation dans le secteur des « autres services » diminuerait légèrement (+2,7% en décembre 2006, après +2,9% en juin).

3



L'inflation d'ensemble, l'inflation sous-jacente et le déflateur des dépenses de consommation des ménages : vers une convergence ?

En début d'année, la remontée des prix des produits manufacturés a contribué à un redressement de la composante hors tarifs publics et produits à prix volatils de l'indice des prix. Ainsi, l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,1% en mai 2006, après +0,9% en décembre 2005. À la lumière des évolutions attendues des prix des produits manufacturés et des services, l'inflation sous-jacente augmenterait légèrement à 1,4% en décembre 2006, après +1,3% en juin. Ainsi, l'écart entre l'indice des prix à la consommation et l'inflation sous-jacente se résorberait en partie pour s'établir à 0,4 point en fin d'année après 0,6 point en juin⁽³⁾ (cf. graphique 2).

Parallèlement, la récente relecture de l'activité économique de l'année 2005 à partir des comptes nationaux conduit à une meilleure adéquation entre l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) et celle du déflateur des dépenses de consommation des ménages. L'écart entre le glissement annuel de la moyenne trimestrielle de l'IPC et du déflateur des dépenses de consommation des ménages s'est établi à 0,2 point pour le premier trimestre de 2006, après -0,1 point au dernier trimestre de 2005.

En 2006, l'écart entre l'IPC et le déflateur des dépenses de consommation des ménages serait stable autour de 0,2 point jusqu'à la fin de l'année (cf. graphique 3). ■

(2) L'impact de la taxe de solidarité sur le transport aérien - taxe prélevée sur les billets d'avion au départ d'un aéroport français - en application au 1er juillet 2006 (prélèvement compris entre 1 et 4 en classe économique) est négligeable.

(3) En raison de l'effet de base du pic des prix de l'énergie de septembre 2005, cet écart serait de 0,3 point en septembre 2006 (+1,5% pour l'inflation d'ensemble et +1,2% pour l'inflation sous-jacente).

ENCADRÉ : CHOC PÉTROLIER ET PORTE-MONNAIE : UNE PREMIÈRE ÉVALUATION DU SURCÔÛT ENGENDRÉ PAR LE REBOND DU PRIX DU PÉTROLE BRUT DÉBUT 2006

En l'absence de possibilité de substitution à très court terme, la hausse des prix à la consommation des produits pétroliers se traduit presque instantanément par un surcroît de dépenses en énergie des ménages français. Dans le dossier «*Un choc pétrolier assourdi*» de la note de conjoncture de décembre 2005, cette ponction sur le porte-monnaie des ménages français était évaluée à 100€ pour l'année 2004 et une première estimation pour 2005 donnait approximativement 200€. Sous les hypothèses retenues de stabilisation du cours du baril de pétrole autour de 70\$ et d'un taux de change d'un euro pour 1,27 dollar d'ici la fin de l'année, un calcul ana-

logue⁽¹⁾ (cf. *tableau*) donne un surcroît moyen de dépense d'environ 130€ en 2006. Ces calculs ne prennent pas en compte les hausses connexes comme celles de l'électricité et du gaz et n'englobent pas les effets indirects de la diffusion aux autres secteurs (produits manufacturés par exemple) des hausses passées du prix du pétrole, effets de diffusion qui semblent pour l'instant circonscrits. ■

Année	Augmentation en moyenne annuelle du prix du baril de Brent (en %)	Augmentation en moyenne annuelle des prix des produits pétroliers raffinés : carburants, fioul domestique, ... (en %)	Estimation du surcroît moyen de dépense pour un ménage français (en €)
2004	32,9	8,5	100
2005	42,8	15,3	180
2006 ⁽¹⁾	24,5	10,0	130

(1) Ces calculs sont réalisés avec les hypothèses de stabilisation du baril de Brent autour de 70\$ et d'un taux de change d'un euro pour 1,27 dollar d'ici la fin de l'année.

(1) À partir des hypothèses retenues sur les évolutions du prix du pétrole et du taux de change euro-dollar, on prévoit l'évolution du poste «*produits pétroliers raffinés*» de l'indice des prix à la consommation par un modèle à correction d'erreur. Puis, on applique cette évolution en moyenne annuelle aux dépenses de consommation des ménages en produits pétroliers - estimées à partir de l'enquête Budget de famille 2001 et de leurs dépenses en combustibles et carburants issues des Comptes nationaux. On obtient ainsi le surcoût annuel moyen induit par le renchérissement du pétrole et supporté par les ménages.

Emploi

En 2005, 99 000 emplois ont été créés dans l'ensemble de l'économie française. Le nombre de créations d'emplois doublerait en 2006 pour atteindre 196 000. Cette progression proviendrait notamment d'une accélération dans le secteur non marchand, où l'emploi aidé progresserait fortement au cours du premier semestre de l'année. En outre, depuis la mi-2005, le rythme de croissance dans les secteurs marchands s'est infléchi à la hausse.

Ainsi, après une année de reprise en 2005 (+63 000 postes), l'emploi salarié marchand conserverait sa vigueur : porté par une activité économique plus robuste, les secteurs marchands créeraient environ 75 000 postes en 2006. L'industrie détruirait moins d'emplois, tandis que l'embauche dans la construction resterait dynamique et que l'emploi dans le tertiaire marchand croîtrait régulièrement.

L'emploi salarié progresserait régulièrement en 2006

Après une année 2005 de reprise (+63 000 postes), l'ensemble des secteurs marchands non agricoles créerait environ 75 000 emplois en 2006. En effet, le retour de l'activité à son rythme de croissance potentielle depuis la fin de l'année 2005 permet une progression régulière de l'emploi. Ainsi, celui-ci croîtrait de 0,1% en rythme trimestriel, soit environ 20 000 postes supplémentaires pour chaque trimestre de l'année 2006 (cf. graphique 1 et tableau 1). L'emploi serait essentiellement tiré par l'activité économique alors que l'impact de l'évolution de la durée du tra-

vail et des salaires resterait limité (cf. graphique 1). Il bénéficierait également d'un « aplatissement » du cycle de productivité depuis quelques années (cf. graphique 2). Celui-ci se traduit par des créations d'emplois positives depuis 2004 malgré un contexte d'activité peu porteur, après des années 2002 et 2003 particulièrement faibles en termes d'évolutions d'emploi. Enfin, l'emploi bénéficie de l'impact du CNE⁽¹⁾.

En 2005, les gains de productivité par tête se sont dégradés : de 1,9% en 2004 en moyenne annuelle, ils sont passés à 1,2% en 2005. Ils s'établiraient en 2006 à 1,4% en moyenne annuelle, soit leur tendance de long terme (cf. graphique 2).

L'emploi salarié industriel baisserait de façon moins marquée qu'en 2005

Suite à une activité peu dynamique en 2005, l'industrie a perdu 82 000 emplois. Le fléchissement de l'activité dans ce secteur au quatrième trimestre de 2005 (-0,5%) a pesé *a posteriori* sur l'emploi au premier trimestre de 2006, en repli de 0,6% (cf. graphique 3). Cependant, en lien avec l'amélioration de

(1) Nous retenons depuis l'automne 2005 une hypothèse de travail de 10 à 20 000 emplois supplémentaires par trimestre du fait du CNE, par rapport à l'emploi qui serait spontanément créé compte tenu de l'activité économique (cf. note de conjoncture de mars 2006).

1

CONTRIBUTIONS DYNAMIQUES À LA VARIATION DE L'EMPLOI

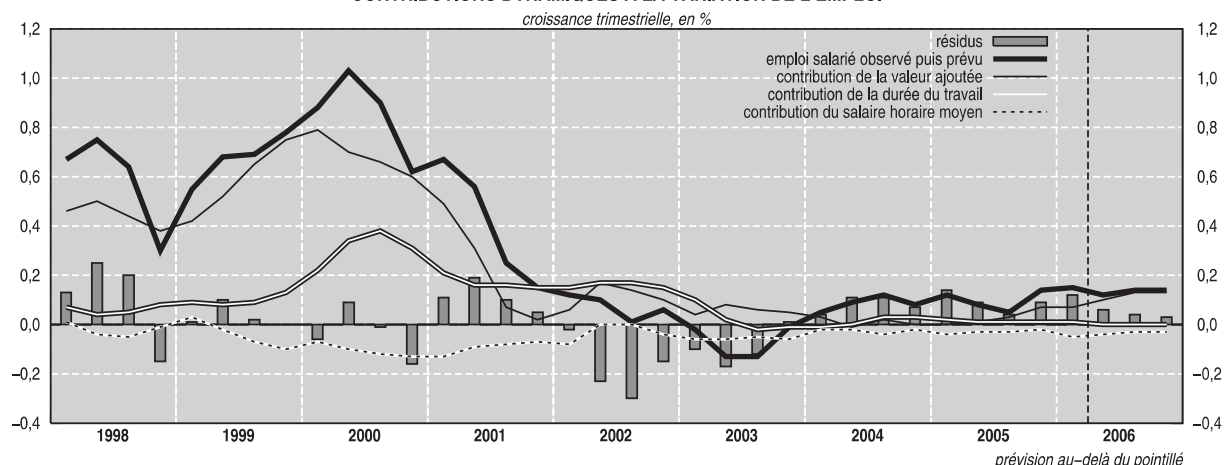
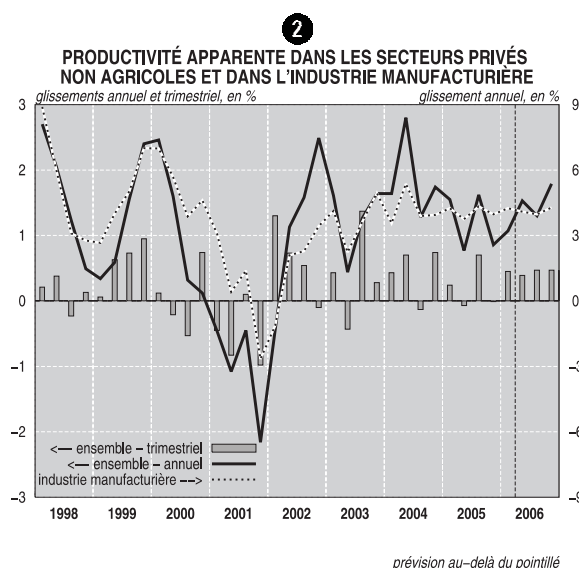


TABLEAU : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

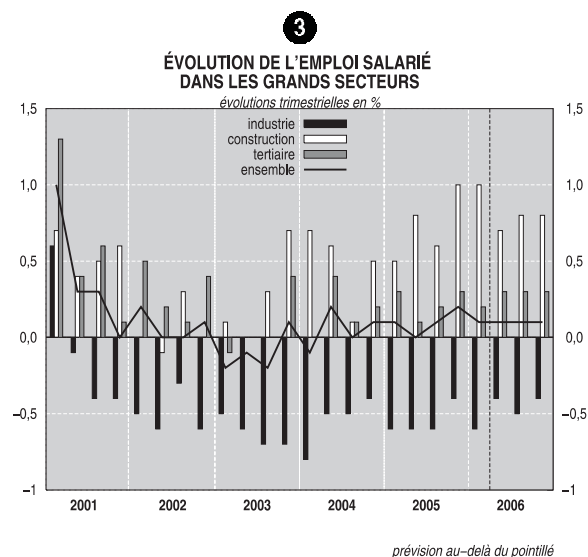
	Glissements trimestriels taux d'évolution en % - CVS								Glissements annuels taux d'évolution en % - CVS			Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2005				2006				2004	2005	2006	2004	2005	2006
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.						
Salariés des secteurs essentiellement marchands (1)	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	15437	15499	15575
Industrie	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4	-2,2	-2,1	-1,9	3876	3794	3722
Industries agro-alimentaires	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	-1,6	-0,4	-0,1	573	571	570
Énergie	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-1,0	-0,6	-0,2	234	232	232
Industrie manufacturière	-0,7	-0,6	-0,8	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,5	-2,4	3069	2991	2920
dont :														
<i>Biens de consommation</i>	-1,2	-1,0	-0,9	-0,5	-0,2	-0,8	-0,7	-0,7	-3,2	-3,5	-2,3	633	610	596
<i>Automobile</i>	-0,2	-0,4	-0,7	-0,6	-1,2	-0,5	-0,5	-0,4	0,2	-1,9	-2,6	295	289	282
<i>Biens d'équipement</i>	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-1,9	-0,9	-0,9	776	769	761
<i>Biens intermédiaires</i>	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-2,9	-3,1	-3,2	1366	1323	1281
Construction	0,5	0,8	0,6	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	1,9	3,0	3,2	1303	1342	1386
Tertiaire essentiellement marchand	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	1,0	1,0	10257	10363	10467
dont :														
<i>Commerces</i>	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	3018	3027	3049
<i>Transports</i>	0,0	-0,1	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,3	1072	1071	1074
<i>Services marchands (y compris intérim)</i>	0,5	0,2	0,4	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	1,2	1,7	1,4	5452	5543	5619
<i>Activités financières</i>	0,2	0,2	0,2	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,4	1,0	0,4	715	722	725
	Glissements semestriels taux d'évolution en % - CVS								Glissements annuels taux d'évolution en % - CVS			Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2005				2006				2004	2005	2006	2004	2005	2006
	S1		S2		S1		S2							
Tertiaire essentiellement non marchand (y compris CES, CEC...)	0,1		0,3		0,9		0,7		0,0	0,4	1,6	6771	6797	6908
<i>dont emplois aidés</i>	-7,8		-5,0		9,6		-2,5		-24,1	-12,4	12,3	291	254	286
EMPLOI TOTAL (y compris sala- riés agricoles et non-salariés)	0,1		0,2		0,4		0,4		0,2	0,4	0,8	24724	24824	25020

■ Prévission
(1) Secteurs EB-EP

l'opinion des chefs d'entreprises relative à l'emploi au cours de la période récente (cf. graphique 4) et le redressement de l'activité en 2006 (cf. fiche « Production »), l'industrie perdrait moins de postes qu'en 2005 : -70 000 emplois, soit -1,9% en rythme annuel. Sur les trois derniers trimestres de 2006, les destructions d'emplois ralentiraient, à raison de -0,4% à -0,5% par trimestre.



Les gains de productivité apparente dans les industries manufacturières, stables depuis 2003, resteraient ainsi autour de leur tendance de long terme et atteindraient 4,1% en moyenne annuelle en 2006 (cf. graphique 2).

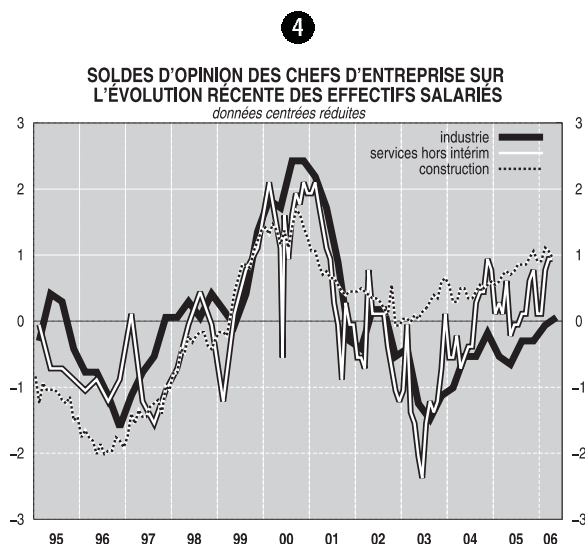


L'emploi dans la construction resterait particulièrement dynamique

La construction a créé près de 40 000 emplois en 2005, soit une progression de 3,0%, la plus forte depuis 2000. L'opinion des chefs d'entreprise dans ce secteur ne semble pas remettre en question cette dynamique (cf. graphique 4), qui persisterait à un rythme annuel légèrement supérieur à celui de 2005. Ce sont ainsi environ 45 000 emplois qui seraient créés sur l'ensemble de l'année 2006 ; l'emploi progresserait en effet sur un rythme trimestriel de +0,7% à +0,8% sur les trois derniers trimestres de l'année (cf. graphique 3).

Dans le secteur tertiaire marchand, l'emploi continuerait de progresser au même rythme

Le secteur tertiaire marchand a créé 105 000 emplois en 2005, en dépit de la morosité du commerce. Les services marchands ont été le principal moteur de cette croissance de l'emploi : 91 000 postes y ont été créés. En 2006, le dynamisme des services se maintiendrait, comme en témoignent les réponses des chefs d'entreprises dans les dernières enquêtes de conjoncture dans les services (cf. graphique 4). L'emploi dans le commerce devrait accélérer à +0,8% en 2006 (cf. tableau 1). Ainsi, le secteur tertiaire marchand créerait environ 105 000 emplois au cours de l'année 2006 et progresserait régulièrement tout au long de l'année sur un rythme trimestriel de 0,3% (cf. graphique 3).



Les créations d'emplois dans le secteur tertiaire non marchand s'accroîtraient en 2006

L'emploi dans le secteur tertiaire non marchand serait en hausse d'environ 110 000 postes en 2006 (+1,6%) après avoir légèrement augmenté en 2005 (+27 000 emplois soit +0,4%).

La montée en charge prévue des contrats du Plan de cohésion sociale (Contrats d'accompagnement vers l'emploi et Contrats d'avenir) se ralentirait au fur et à mesure de l'année 2006 : après avoir été fortes en fin d'année 2005, les entrées tendraient à diminuer. Ainsi, le nombre de bénéficiaires de ces contrats serait toujours en augmentation sur le début de l'année 2006 puis resterait ensuite globalement stable. Au total, la hausse de l'emploi tertiaire non marchand serait plus forte sur le premier semestre de l'année 2006 avec 64 000 emplois supplémentaires.

L'emploi total serait en nette progression en 2006

En 2005, l'emploi a poursuivi la hausse amorcée en 2004 : 99 000 postes ont été créés en 2005, après 43 000 l'année précédente.

En 2006, sous l'effet conjugué des hausses de l'emploi observées dans les secteurs marchand et non marchand, l'emploi total poursuivrait son accélération pour atteindre 196 000 créations nettes d'emplois sur l'ensemble de l'année. ■

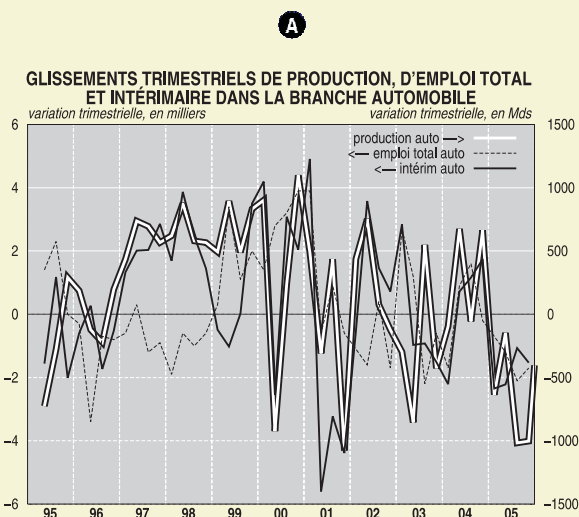
ENCADRÉ : DANS QUELS SECTEURS MARCHANDS L'EMPLOI INTÉrimAIRE EST-IL UN MOYEN D'AJUSTEMENT DE L'EMPLOI À LA PRODUCTION ?

L'emploi intérimaire dans son ensemble a occupé près de 600 000 personnes en moyenne en 2005. Dans le secteur marchand, l'intérim ne représente que 4% de l'emploi total, cependant ses évolutions contribuent très sensiblement à la variation de l'emploi marchand. L'étude comparée de l'emploi, de la production et de l'emploi intérimaire⁽¹⁾ permet de donner une vision contrastée des comportements vis-à-vis de l'intérim dans les différents secteurs concurrentiels. Ainsi, dans l'industrie et la construction, les intérimaires constituent une part importante de l'emploi total ; en particulier l'industrie automobile ajuste fortement son niveau de main-d'œuvre grâce à ses intérimaires. À l'inverse les services connaissent des taux d'utilisation de l'intérim assez modérés.

L'emploi intérimaire s'adapte aux aléas de la production

Essentiellement, l'intérim donne aux entreprises des solutions pour faire face à des besoins imprévus ou ponctuels dans leur processus de production. Mais il peut aussi être vu comme un moyen peu contraignant d'ajuster rapidement le niveau d'emploi au sein de l'entreprise à des fluctuations de moyen terme de la production.

L'étude des séries chronologiques pour chaque secteur met en évidence que cette adaptation de l'emploi intérimaire aux fluctuations temporelles de la production est plus ou moins importante selon les secteurs. L'exemple de la branche automobile sur la dernière décennie est révélateur de cette utilisation de l'intérim : la série de glissement trimestriel de l'intérim présente des évolutions très similaires à celles de la production de la branche, l'emploi total de la branche étant moins corrélé à la production (cf. graphique A).



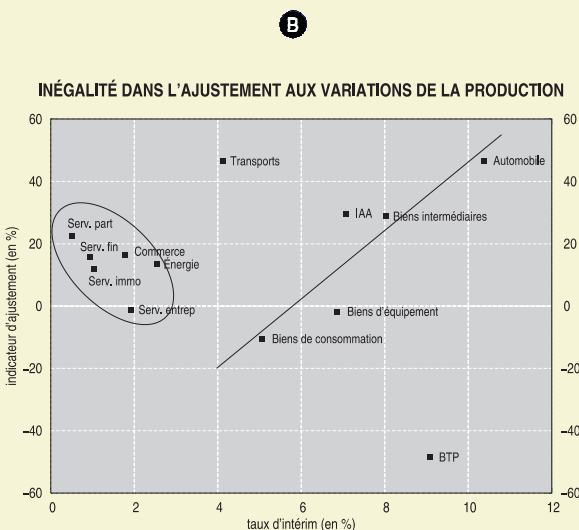
(1) Emploi salarié trimestriel par branche (source Insee), production trimestrielle par branche en volume (source Comptes nationaux trimestriels, Insee) et emploi intérimaire trimestriel en équivalent temps plein (source Dares).

L'intérim comme variable d'ajustement dans le processus de production

Le taux d'intérim (rapport du nombre d'emplois intérimaires à l'emploi total) varie selon les secteurs. Ainsi, la branche automobile et la construction emploient beaucoup d'intérimaires alors que la plupart des services en emploient très peu (cf. graphique B).

Les élasticité entre l'emploi total et la production d'une part, et l'emploi intérimaire et la production d'autre part donnent une indication quant à l'utilisation de cette forme d'emploi. Lorsqu'une entreprise fait face à un surcroît ou à une baisse d'activité, elle adapte son emploi salarié. Certaines branches plus intensives en main-d'œuvre, comme la construction, ont besoin d'un ajustement plus important, mesuré par l'élasticité de l'emploi total à la production.

Ensuite, compte tenu de cette élasticité, l'entreprise décide des moyens qu'elle va utiliser pour augmenter ou diminuer son emploi. Elle choisit donc d'utiliser l'intérim ou d'autres types de contrats pour gérer cette variation d'activité, cet arbitrage étant reflété par l'élasticité de l'emploi intérimaire à la production. La différence entre les deux élasticité représente le différentiel d'ajustement entre l'emploi total et l'intérim : plus cette différence est grande, plus la branche correspondante ajuste son niveau d'emploi grâce à des intérimaires. On ne considère que le différentiel d'ajustement instantané (les corrélations entre les deux variables sont calculées sur le même trimestre) ; en pratique, l'emploi peut aussi s'ajuster à l'activité avec du retard.



Note de lecture

Chaque branche marchande est représentée sur le graphique selon :

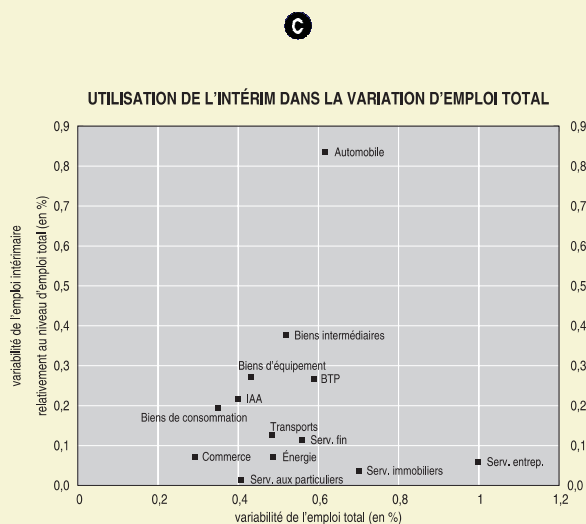
- en abscisse, la proportion d'emploi intérimaire dans l'emploi total (taux d'intérim)
- en ordonnée, la différence entre le coefficient de corrélation du glissement trimestriel de l'emploi intérimaire et de la production de la branche et le coefficient de corrélation du glissement trimestriel de l'emploi total et de la production de la branche (indicateur d'ajustement de l'emploi intérimaire à la production).

Globalement, l'industrie utilise largement l'intérim comme variable d'ajustement de l'emploi alors que les services s'en servent de façon assez indépendante de la production (cf. graphique B).

D'un côté, dans les services, l'indicateur d'ajustement est assez faible et relativement peu lié à la proportion d'emploi dans l'intérim. D'un autre côté, pour l'industrie, l'indicateur d'ajustement croît avec le taux d'intérim et culmine pour l'automobile. Le secteur de la construction présente une singularité : l'indicateur d'ajustement négatif peut révéler que ce secteur intensif en main-d'œuvre employé déjà de nombreuses autres voies de régulation de l'emploi (CDD de la durée des chantiers...). Dans les transports en revanche, l'intérim joue un fort rôle d'ajustement de l'emploi.

Grande variabilité d'emploi intérimaire pour la branche automobile

Afin de donner une autre lecture du recours à l'intérim, on considère l'écart-type du glissement trimestriel de l'emploi total rapporté au niveau moyen d'emploi total et l'écart-type du glissement trimestriel de l'emploi intérimaire rapporté au même niveau moyen d'emploi total dans la branche (cf. graphique C). C'est dans la branche automobile que la contribution de la variabilité de l'intérim à celle de l'emploi total est de loin la plus grande. ■



Note de lecture

Chaque branche marchande est représentée sur le graphique selon :

- en abscisse, l'écart-type du glissement trimestriel de l'emploi rapporté au niveau moyen sur la dernière décennie d'emploi total de la branche (variabilité de l'emploi total)

- en ordonnée, l'écart-type du glissement trimestriel de l'emploi intérimaire rapporté au niveau moyen sur la dernière décennie d'emploi total de la branche (variabilité de l'emploi intérimaire).

Chômage

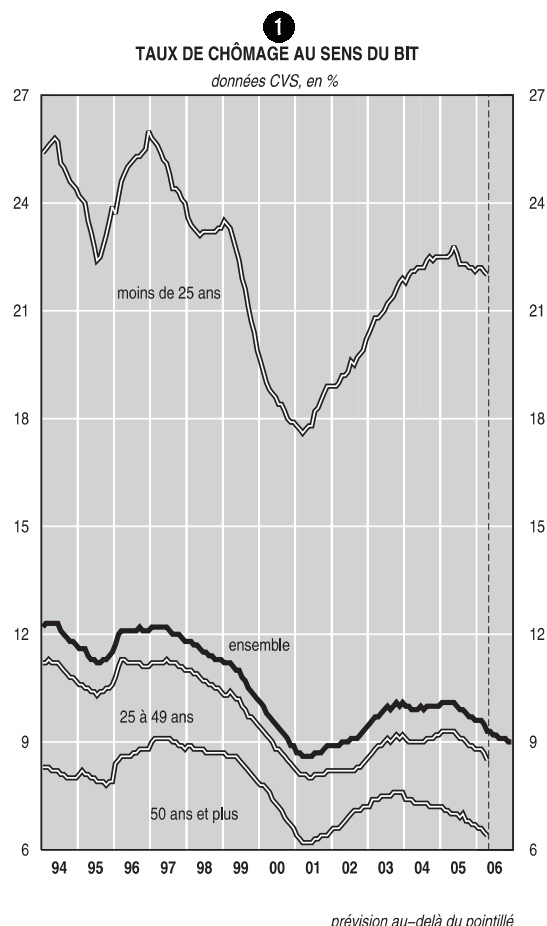
À la fin avril 2006, le nombre de chômeurs au sens du BIT s'est établi à 2 544 000 personnes, soit 9,3% de la population active. La baisse du nombre de chômeurs observée en 2005 s'est prolongée en 2006 avec 77 500 chômeurs de moins entre fin décembre 2005 et fin avril 2006. Cette décrue du chômage a été particulièrement marquée pour les chômeurs âgés de 25 ans et plus.

Avec une hausse des composantes marchande et non marchande de l'emploi total pour 2006, le taux de chômage continuerait de baisser pour s'établir à 9,0% à la fin de l'année 2006.

La baisse du chômage est continue depuis le deuxième trimestre de 2005

La diminution du chômage amorcée en mars 2005 s'est confirmée et amplifiée sur le reste de l'année. Sur l'ensemble de l'année, le chômage a ainsi reculé de 124 000 personnes, dont près de 110 000 au cours du second semestre. Au début de l'année 2006, cette baisse se prolonge avec 77 500 chômeurs de moins entre fin décembre 2005 et fin avril 2006, dont une diminution de 38 000 chômeurs pour le seul mois d'avril 2006. Elle a lieu dans un contexte d'accélération de l'emploi total : d'une part, les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand s'accroissent et d'autre part, suite à la montée en charge du plan de cohésion sociale, le nombre de bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur non marchand est en augmentation fin 2005 et début 2006, alors qu'il diminuait les années précédentes.

Ainsi, partant de 10,1% à la fin du premier trimestre de 2005, le taux de chômage a décroché tout au long de l'année pour s'établir à 9,6% fin décembre 2005. Sur le début de l'année 2006, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'établir à 9,3% fin avril.



Cette décrue du chômage est plus marquée chez les 25 ans et plus

Depuis le début de la baisse du chômage fin mars 2005, l'ampleur de cette diminution a été contrastée selon l'âge des chômeurs : ceux âgés de moins de 25 ans ont vu leur effectif diminuer de près de 5% tandis que le nombre de chômeurs âgés entre 25 et 49

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.	3 ^e T.	4 ^e T.
Ensemble	9,9	10,0	10,0	10,0	10,1	10,0	9,8	9,6	9,5	9,2	9,1	9,0
Moins de 25 ans	22,1	22,2	22,5	22,5	22,5	22,6	22,3	22,1	22,1	-	-	-
25 à 49 ans	9,0	9,0	9,1	9,2	9,3	9,2	9,0	8,8	8,7	-	-	-
50 ans et plus	7,4	7,3	7,2	7,2	7,1	7,0	6,8	6,7	6,5	-	-	-

■ Prévision

TABLEAU 2 : BOUCLAGE DE LA POPULATION ACTIVE

(CVS, en milliers)

	Glissements annuels					Glissements semestriels							
	2002	2003	2004	2005	2006	2003		2004		2005		2006	
						1er S.	2nd S.	1er S.	2nd S.	1er S.	2nd S.	1er S.	2nd S.
(1) Population active tendancielle	150	125	108	67	29	63	61	58	49	39	28	17	13
(2) Effets de flexion du chômage	-24	-32	-4	19	27	-22	-10	-1	-3	2	16	14	13
(3) Effet retrait d'activité	48	13	-78	-52	-33	10	2	-38	-40	-29	-23	-16	-17
dont : Prérétraites	45	12	9	8	10	9	4	6	3	4	5	5	5
(4) Offre de travail potentielle = (1)+(2)+(3)	174	105	26	34	24	51	54	19	7	12	22	15	8
(5) Emploi total	158	-46	43	99	196	-39	-7	10	33	35	65	104	92
dont : Emploi salarié EB-EP	41	-59	16	63	76	-50	-9	9	7	21	41	35	41
Emploi non marchand aidé	-11	-102	-92	-36	31	-47	-55	-60	-32	-23	-13	24	7
(6) Chômeurs BIT	162	215	-17	-124	-179	147	68	-35	18	-14	-110	-95	-84
(7) Population active observée = (5)+(6)	319	169	26	-24	18	108	61	-25	51	21	-45	9	9
(8) Défaut de bouclage = (7)-(4)	145	64	0	-58	-6	56	8	-43	44	9	-67	-6	0

Prévision

ans a diminué de 9%. Enfin, le chômage des 50 ans et plus a baissé de 7,6%.

Le taux de chômage des jeunes n'a commencé à baisser qu'à partir du second semestre de 2005. La baisse chez les chômeurs de cette classe d'âge a été moins continue que pour les autres. Leur taux de chômage est même remonté légèrement sur le début de l'année 2006, pour reprendre sa diminution en mars.

Depuis un an, le nombre de chômeurs âgés de 25 à 49 ans a fortement diminué : 70% de la baisse du chômage concerne leur classe d'âge soit près de 150 000 chômeurs de moins. Leur taux de chômage s'est ainsi replié de 0,8 point en un an pour atteindre 8,5% fin avril 2006.

Enfin, le nombre de chômeurs âgés de 50 ans et plus, déjà en diminution marquée en 2004, a vu sa baisse s'accélérer : leur taux de chômage s'est ainsi replié de 0,8 point en un an, pour s'établir à 6,4% à la fin avril 2006.

Le taux de chômage poursuivrait sa baisse jusqu'à fin 2006, pour atteindre 9,0% fin décembre

Sur la base des projections de population active de 2002, la population active tendancielle serait toujours en augmentation mais ralentirait assez sensiblement en 2005 et en 2006 : +67 000 et +29 000 respectivement, contre +108 000 en 2004. L'évolution de la population active ralentit dans un contexte de stabilisation du comportement d'activité des jeunes.

Après avoir été négatifs de 2002 à 2004, les effets de flexion⁽¹⁾ redeviendraient positifs en 2005 et accéléreraient en 2006, sous l'effet de la baisse du chômage. Ces effets de flexion auraient ainsi un impact positif sur le nombre d'actifs.

En revanche, le nombre de bénéficiaires de dispositifs de retrait d'activité serait toujours en augmentation, contribuant à diminuer la population active⁽²⁾. Néanmoins, l'impact de ces dispositifs ralentirait en 2005 et en 2006. D'une part, le nombre de bénéficiaires des dispositifs de préretraite tels que l'Arpe, l'ASFNE et le dispositif Cats⁽³⁾ diminuerait sensiblement en 2005 et en 2006 (-8 000 puis -10 000), le public éligible pour ces dispositifs étant de plus en plus restreint⁽⁴⁾. D'autre part, le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation, après avoir été en diminution en 2005 (-14 500 sur l'année), serait en augmentation en 2006 (+11 000 sur l'année), diminuant ainsi la population active en 2006.

Mais c'est surtout la possibilité de départ anticipé en retraite qui a un impact sensible sur la population active⁽⁵⁾ depuis 2004. En 2005, 75 000 bénéficiaires

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

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

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

(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.

auraient ainsi quitté la population active. En 2006, le nombre de personnes quittant à ce titre la population active diminuerait. En effet, les personnes entrées dans ce dispositif les années passées commenceraient à en sortir, ayant atteint l'âge « classique » de la retraite. Ainsi, le nombre d'actifs diminuerait de 31 000 personnes en 2006 au titre de cette mesure.

Au total, l'accroissement de l'offre de travail⁽⁶⁾ diminuerait en 2006 : +24 000 personnes en 2006 contre +34 000 sur l'année 2005 et +26 000 en 2004.

De plus, l'emploi total s'accélérait en 2005 et 2006 (+196 000 en 2006 après +99 000 en 2005, cf. fiche « Emploi »). En 2006, les composantes marchande et non marchande de l'emploi total seraient en hausse.

Ainsi, le taux de chômage au sens du BIT poursuivrait la baisse amorcée mi-2005 : après s'être établi à 9,3 % à la fin du mois d'avril 2006, il diminuerait à 9,0 % à la fin de l'année. ■

(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 2006, le salaire moyen par tête (SMPT) du secteur concurrentiel non agricole augmenterait de 3,1% en moyenne annuelle après une progression de 2,9% en 2005. Les salaires seraient notamment dopés par une activité plus dynamique qu'en 2005 ainsi que par une baisse graduelle du taux de chômage tout au long de l'année, dont les effets feraient plus que compenser l'impact prévisible du ralentissement de l'inflation et d'une hausse du SMIC prise conventionnellement moins élevée que l'an passé. En termes réels⁽¹⁾, le SMPT progresserait un peu plus rapidement en 2006 (1,3%) qu'en 2005 (1,1%).

Le SMPT des administrations publiques évoluerait en moyenne annuelle de +1,6% en 2006 après +2,1% en 2005. En 2006, l'impact des mesures générales serait plus important que l'année précédente. Le ralentissement du SMPT découlerait en fait principalement d'un effet de structure lié aux créations d'emplois aidés⁽²⁾. En termes réels, le SMPT diminuerait de 0,2% en 2006 après une hausse de 0,3% en 2005.

L'accélération du SMPT au premier semestre de 2006 résulterait principalement d'une croissance économique plus robuste

La hausse du SMPT serait plus importante sur le premier semestre de 2006 que sur la même période en 2005 (cf. tableau).

D'une part, sur ce semestre, le salaire de base⁽³⁾ progresserait dans les mêmes proportions qu'au début de l'année 2005, l'impact de la baisse du taux de chômage compensant les effets passés du ralentissement des prix.

D'autre part, la progression des primes, l'accroissement du nombre d'heures supplémentaires et le basculement en temps complet de postes initialement à temps partiel seraient favorisés par une activité économique plus dynamique qu'au premier semestre de 2005.

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

(2) La création d'emplois aidés, parmi les moins rémunérés, diminue en effet mécaniquement le salaire moyen.

(3) Salaire à structure constante, hors primes et heures supplémentaires.

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

Données CVS	(évolution en %)										
	Moyennes trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2005				2006				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.			
Salaire moyen par tête (SMPT)											
- dans le secteur marchand non agricole (SMNA) ⁽¹⁾	0,9	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	3,6	2,9	3,1
- dans les administrations publiques (APU) ⁽²⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	1,9	2,1	1,6
Indice des prix à la consommation	0,1	0,9	0,4	0,2	0,3	1,0	0,1	0,3	2,1	1,8	1,8
SMPT réel (SMNA)	0,8	-0,4	0,5	0,6	0,4	-0,1	0,7	0,5	1,5	1,1	1,3
SMPT réel (APU)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,2	0,3	-0,2

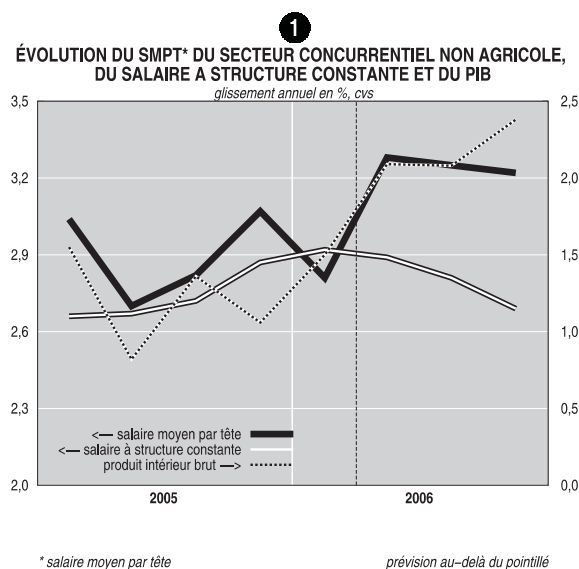
■ Prévvision

(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.

Les salaires ralentiraient ensuite au second semestre

En revanche, sur le second semestre de 2006, malgré une contribution de la croissance économique légèrement supérieure, les salaires devraient un peu moins progresser que sur la fin de l'année 2005, du fait du ralentissement du salaire de base (cf. graphique 1).



Le processus de convergence des SMIC⁽⁴⁾ avait induit une forte hausse des minima salariaux de 4,4% en moyenne au 1^{er} juillet 2005. Sous l'hypothèse conventionnelle d'une augmentation équivalente à ce qui prévalait (en l'absence de coup de pouce) avant 2003, le SMIC serait revalorisé de 2,9%⁽⁵⁾ au 1^{er} juillet 2006. De plus, l'impact de la dynamique des prix serait moins important qu'au second semestre de 2005.

Au total, l'augmentation du SMPT en 2006 serait de 3,1% en moyenne annuelle après 2,9% en 2005 (1,3% en euros constants en 2006 après 1,1% en 2005).

La progression du SMPT des administrations publiques en 2006 serait grevée par des effets de structure

Compte tenu des mesures générales intervenues l'an passé, l'indice brut des traitements de la fonction publique bénéficie d'un acquis de revalorisation de 1,0% en 2006, auquel s'ajouteront les effets de l'augmentation de 0,5% au 1^{er} juillet 2006⁽⁶⁾ (0,25% sur la moyenne annuelle) et de l'attribution d'un point uniforme au 1^{er} novembre 2006. L'impact de ces mesures serait ainsi plus important en moyenne qu'en 2005. Mais, par ailleurs, la progression du nombre de bénéficiaires d'emplois aidés en 2006, dont les salaires sont parmi les plus faibles, réduirait mécaniquement par un effet de structure l'évolution du SMPT.

Au total, dans les administrations publiques, le SMPT progresserait de 1,6% en 2006 après +2,1% en 2005, soit une évolution en euros constants de -0,2% en 2006 après +0,3% en 2005.

Par ailleurs, en ajoutant à la revalorisation de 2006, la hausse du point fonction publique de 0,5% au 1^{er} février 2007 d'ores et déjà décidée par le gouvernement, l'acquis de revalorisation serait de 0,7% en 2007. ■

(4) Cf. encadré « Les effets de la loi « Fillon » sur les salaires et le coût du travail » dans la note de conjoncture de mars 2005, pp.94-95.

(5) Cette revalorisation correspond à l'évolution de mai à mai de l'indice des prix hors tabac des ménages urbains dont le chef de famille est ouvrier ou employé, à laquelle s'ajoute la moitié de l'évolution réelle du salaire horaire de base ouvrier.

(6) 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 gouvernement a décidé unilatéralement d'appliquer le volet salarial initialement proposé : revalorisation du point fonction publique de 0,5% au 1^{er} juillet 2006 et de 0,5% au 1^{er} février 2007 ainsi qu'attribution d'un point uniforme au 1^{er} novembre 2006.

Revenus des ménages

Le revenu des ménages demeurerait bien orienté en 2006 : sa croissance s'établirait à 4,0%, après 3,1 % en 2005. La poursuite de l'augmentation des revenus d'activité et la moindre progression des impôts versés par les ménages y contribueraient. Parallèlement, les prestations reçues par les ménages seraient moins dynamiques tandis que l'allant des autres composantes du revenu (loyers, revenus de la propriété) se prolongerait au cours de l'année 2006. Le glissement des prix diminuerait très légèrement, ce qui se solderait par une accélération sensible du pouvoir d'achat (+2,4% après +1,3% en 2005).

Les revenus d'activité accéléreraient nettement en 2006

En 2006, les revenus d'activité augmenteraient de 3,7%, après 2,6% en 2005. D'une part, la masse salariale reçue par les ménages suivrait un rythme de croissance supérieur à celui de l'année 2005 (+3,5% après +3,0%). Cette accélération reflèterait essentiellement le maintien de la croissance de l'emploi aux alentours du niveau atteint au quatrième trimestre de 2005 ainsi que l'accélération du salaire par tête sur le champ principalement marchand non agricole (cf. fiches « Emploi » et « Salaires ») ; la

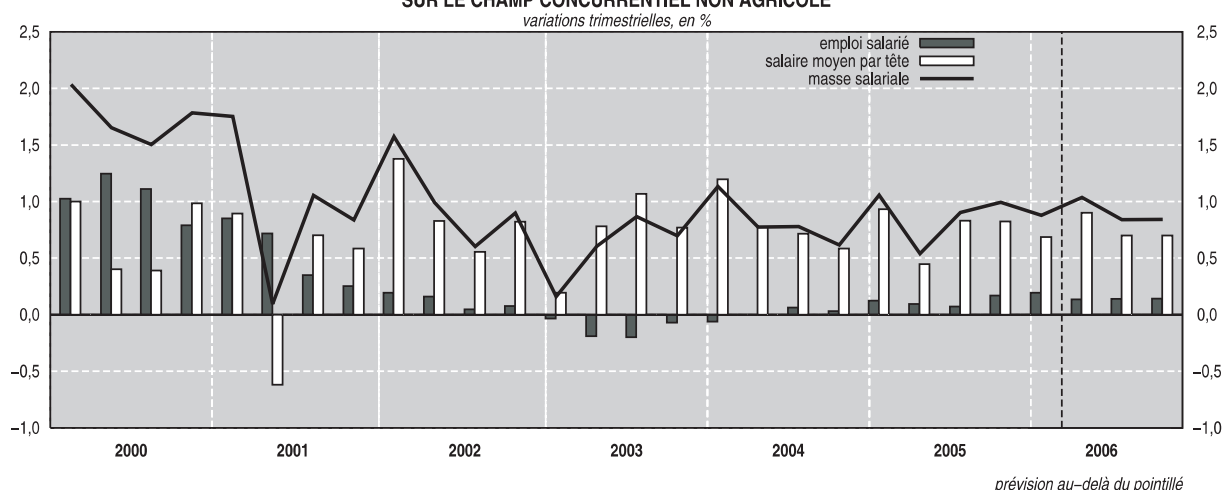
(1) L'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels est le solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il s'agit d'un revenu mixte puisqu'il rémunère le travail effectué par le propriétaire de l'entreprise individuelle et éventuellement les membres de sa famille et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

masse salariale versée par les administrations publiques y contribuerait également, augmentant de 2,6% en 2006 (après +2,2% en 2005). D'autre part, après avoir accusé une baisse début 2005, l'EBE des entrepreneurs individuels⁽¹⁾ était reparti sur un rythme plus favorable en fin d'année. Sa croissance se maintiendrait à un niveau élevé tout au long de l'année 2006. De fait, il s'accroîtrait ainsi de 5,1% en moyenne sur l'année (après +0,3% en 2005), sous les effets conjugués du redressement de la valeur ajoutée dans l'agriculture et de la nette accélération de celle de la branche construction.

Les prestations augmenteraient plus modérément en 2006

Les prestations sociales reçues par les ménages augmenteraient de 3,5% en 2006 après 3,9% et 4,0% respectivement en 2005 et 2004. Ce léger ralentissement s'expliquerait par celui des prestations de sécurité sociale. Les prestations famille et vieillesse notamment perdraient un peu de vigueur après la montée en charge de la prestation accueil jeune enfant et des départs en retraite anticipée. Toutefois, leur croissance resterait soutenue. Parallèlement, le repli des prestations chômage s'amplifierait en lien avec la poursuite de la baisse graduelle du chômage (cf. fiche « Chômage »). Par ailleurs, les remboursements de mutuelles évolueraient sur un rythme proche de celui de l'année 2005, tandis que les prestations d'assistance sociale décéléreraient légèrement.

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

■ Préviation

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

Les impôts versés par les ménages seraient en moindre progression qu'en 2005⁽²⁾

En 2006, les impôts versés par les ménages progresseraient d'environ 4,2% après une croissance de 6,5% en 2005 (cf. fiche « Éléments du compte des administrations publiques »). Les impôts sur les revenus avaient en effet accéléré en 2005 en lien avec les hausses de taux et l'élargissement de l'assiette de la CSG. Ils augmenteraient d'environ 3,8% en 2006

(2) Les évolutions concernant les impôts et les revenus de la propriété sont présentés « hors retraitement comptable de l'avoir fiscal ». En effet, en comptabilité nationale, au lieu d'enregistrer l'avoir fiscal comme un crédit d'impôt venant minorer l'impôt sur le revenu, on considère que cet avoir fiscal majore les dividendes reçus par les ménages et l'on rectifie à due concurrence l'impôt sur le revenu payé. Ce traitement augmente donc d'un même montant les impôts et les revenus de la propriété. La suppression de l'avoir fiscal en 2006 induit la suppression de ce retraitement, donc un choc à la baisse sur ces deux postes qui n'a pas de signification économique. Ce retraitement comptable est neutre sur le revenu des ménages. La suppression de l'avoir fiscal elle-même n'a qu'un effet faible sur le revenu (cf. encadré fiche « Éléments du compte des administrations publiques »).

(après +6,2% en 2005). Leur croissance reviendrait sur un rythme plus en ligne avec l'évolution de leur assiette, c'est-à-dire dynamique du fait de la bonne tenue des revenus en 2005 et au cours de l'année 2006 et de la suppression de l'avoir fiscal. Parallèlement, la croissance des autres impôts courants (taxe d'habitation, impôt sur la fortune) se stabiliserait sur un rythme soutenu, augmentant de 7,4% (après +8,6% en 2005). Enfin, les cotisations sociales conserveraient une croissance proche de celle de l'année précédente. Au total, les prélèvements obligatoires sur les ménages augmenteraient d'environ 4,2%.

Enfin, les autres composantes soutiendraient également le revenu des ménages

L'EBE des ménages purs, 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, augmenterait de

LES TRANSFERTS SOCIAUX REÇUS ET VERSÉS PAR LES MÉNAGES

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

■ Préviation

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		2004	2005	2006	2004	2005	2006
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Revenu disponible brut (100%)	2,1	1,7	1,0	2,0	2,1	2,0	3,9	3,0	4,2	4,1	3,1	4,0
dont :												
Revenus d'activité (70%)	1,9	1,2	1,1	1,8	2,0	2,0	3,1	2,9	4,0	3,3	2,6	3,7
Salaires bruts (60%)	1,9	1,4	1,4	1,8	1,8	1,8	3,3	3,2	3,6	3,5	3,0	3,5
EBE des entrepreneurs individuels (10%)	1,9	-0,2	-0,7	1,6	3,3	3,2	1,7	1,0	6,6	2,2	0,3	5,1
Prestations sociales en espèces (29%)	2,3	1,6	2,3	1,1	2,1	1,7	3,9	3,4	3,8	4,0	3,9	3,5
EBE des ménages purs (12%)	3,2	3,7	3,3	2,8	3,7	3,6	7,0	6,2	7,4	6,3	6,9	6,8
Revenus de la propriété (10%)	2,5	2,6	2,8	-0,2	4,3	-9,2	5,1	2,6	-5,3	4,9	5,1	-1,4
Prélèvements sociaux et fiscaux (-23%)	2,3	1,5	5,1	-0,3	3,8	-2,7	3,8	4,8	1,0	3,0	5,8	1,8
Cotisations des salariés (-8%)	1,7	2,1	2,4	2,0	2,4	1,8	3,8	4,4	4,2	3,1	4,5	4,3
Cotisations des non-salariés (-2%)	3,6	-2,5	6,9	1,4	4,0	0,5	1,0	8,4	4,5	5,8	5,9	4,5
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-13%)	2,4	1,7	6,5	-1,8	4,6	-5,8	4,2	4,5	-1,5	2,5	6,5	-0,1
Revenus hors impôts	2,2	1,7	1,6	1,6	2,4	1,1	3,9	3,2	3,5	3,9	3,5	3,5
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	1,7	1,7	1,5	1,6	1,8	1,6
Pouvoir d'achat du RDB	1,3	0,9	0,1	1,2	1,2	1,3	2,2	1,3	2,5	2,5	1,3	2,4

■ Préviation

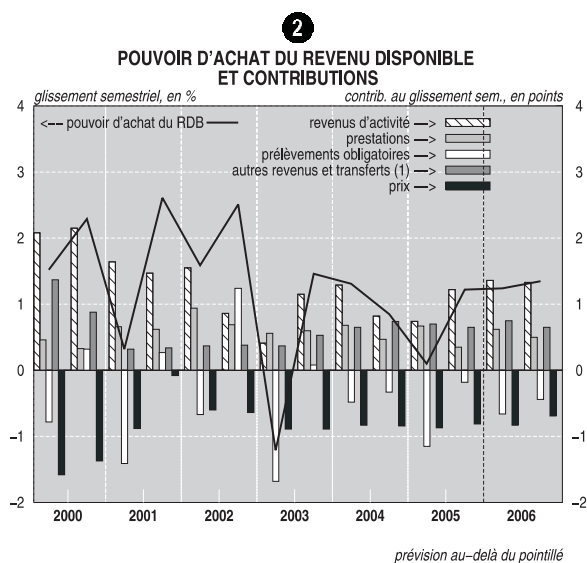
NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.

Les chiffres indiqués sont y compris "retraitement comptable de l'avoir fiscal"

nouveau fortement (+6,8% en 2006 après +6,9% l'année précédente). Par ailleurs, les revenus de la propriété seraient stimulés par le dynamisme des intérêts malgré le léger ralentissement des dividendes et augmenteraient effectivement de 4,4%, après 5,1% en 2005.

Au total, le pouvoir d'achat augmenterait de 2,4% en 2006

Le revenu disponible brut des ménages augmenterait de 4,0% en 2006, après +3,1% en 2005. Cette accélération se décomposerait de la façon suivante : les revenus d'activité y contribueraient pour plus de 0,6 point et les impôts versés par les ménages pour environ 0,3 point. Malgré le léger ralentissement des prestations sociales, les autres composantes du revenu (notamment les loyers et les revenus de la propriété) ne viendraient pas entamer ce dynamisme. Le profil infra-annuel du revenu serait néanmoins marqué par la légère accélération des prélèvements obligatoires au début de l'année. Les prix décélérant légèrement (+1,6% en 2006 après +1,8%), la progression du pouvoir d'achat accélérerait sensiblement pour s'établir à +2,4%, après +1,3% en 2005. ■



Note de lecture :

les contributions sont calculées hors "retraitement de l'avoir fiscal".

(1) EBE des ménages purs, revenus de la propriété et transferts courants.

Consommation et investissement des ménages

Après un troisième trimestre 2005 particulièrement dynamique, la consommation des ménages a connu un léger ralentissement au quatrième trimestre, notamment dans le secteur des biens. Le rebond qui a suivi au premier trimestre de 2006 a touché aussi bien les produits manufacturés que l'alimentation et l'énergie, poussant la consommation des ménages à la hausse jusqu'à atteindre +0,9%. Cette évolution a été stimulée par la bonne orientation du pouvoir d'achat des revenus, particulièrement sensible depuis la deuxième moitié de l'année 2005.

La croissance des dépenses des ménages se poursuivrait à un rythme relativement soutenu au deuxième trimestre de 2006, stimulée par la hausse du pouvoir d'achat et la baisse graduelle du taux de chômage. Elle pourrait cependant s'atténuer légèrement au second semestre de 2006.

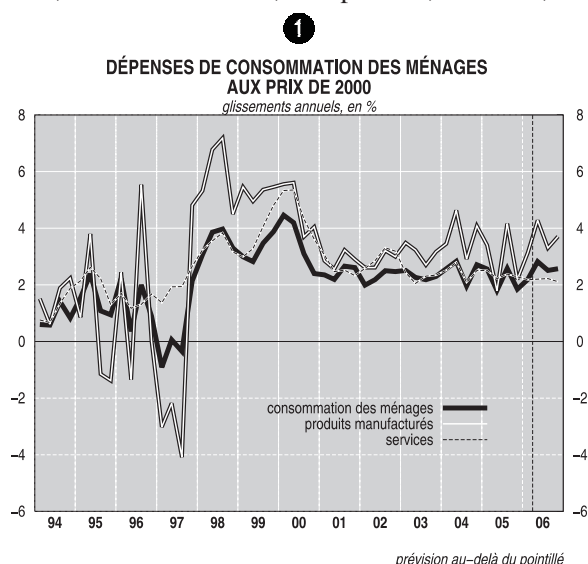
L'investissement des ménages resterait bien orienté, progressant de manière régulière jusqu'à la fin de l'année, sans toutefois atteindre les rythmes de croissance connus en 2004 et 2005.

La consommation des ménages a été particulièrement dynamique au premier trimestre de 2006

Sur l'année 2005, les dépenses de consommation des ménages sont restées solides (+2,2% après +2,5% en 2004). Au premier semestre, les ménages ont puisé dans leur épargne pour compenser le ra-

lentissement de leur pouvoir d'achat ; le taux d'épargne a ainsi chuté de plus d'un point entre le troisième trimestre de 2004 et le premier trimestre de 2005. Au second semestre, le rebond de leur revenu a soutenu le dynamisme de la consommation. Les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 0,9% au premier trimestre de 2006, en contrecoup du léger ralentissement du quatrième trimestre de 2005 (+0,4%).

Le rebond du premier trimestre de 2006 a été général dans le secteur des biens. La consommation des ménages en alimentation a poursuivi son accélération, s'établissant à +1,1% après +0,2% et +0,6%



DÉPENSES DE CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

(en %)

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

■ Prévision

aux troisième et quatrième trimestres de 2005. La dépense de consommation en énergie s'est redressée très nettement, à +1,7% après le creux du quatrième trimestre de 2005 (-0,8%) ; ce rebond concerne surtout le gaz et l'électricité, en lien avec un hiver particulièrement rigoureux. La consommation des ménages en produits manufacturés a elle aussi connu une forte progression de +1,4% après un quatrième trimestre en demi-teinte à +0,3%. Elle a été tirée par le dynamisme de la consommation en équipement du logement : meubles, appareils électroménagers, mais surtout électronique. Les achats d'automobile ont en revanche marqué le pas, en retrait de -0,6% mais après la forte progression de la fin de l'année 2005 de +1,1% au quatrième trimestre, dans un contexte de stagnation des prix en lien avec le déstockage massif des constructeurs automobiles français.

La consommation des ménages en services a été nettement moins dynamique que la consommation en biens, puisqu'elle a progressé de 0,4% au premier trimestre de 2006. Cette évolution est due à une moindre fréquentation des hôtels et restaurants ainsi qu'à un moindre recours aux services commerciaux et de réparation, tandis que la consommation en services de téléphonie s'est stabilisée (après un quatrième trimestre en forte hausse) et que la consommation en services de transports a stagné. Par ailleurs, concernant les services de santé, la consommation des ménages a fortement augmenté au premier trimestre de 2006 (+3,1%), contrairement à la consommation individualisable des administrations publiques qui progresse sur un rythme plus modéré (+0,3%).

La consommation resterait dynamique au deuxième trimestre, avec un rebond des dépenses de services

La consommation des ménages continuerait à évoluer sur un rythme soutenu au deuxième trimestre de l'année 2006, en lien avec l'accélération du pouvoir

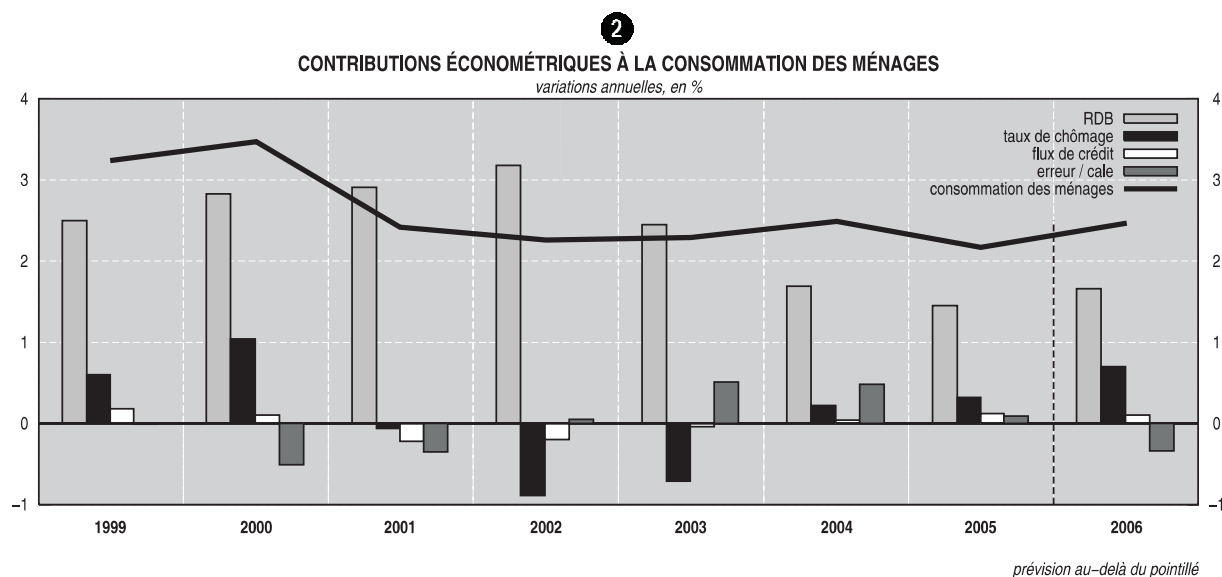
d'achat sur l'ensemble de l'année (cf. graphique 2). La baisse graduelle du chômage y contribuerait également. Les dépenses de consommation en produits manufacturés étaient en outre orientées à la hausse en avril ; par ailleurs, la consommation d'énergie avait été dynamique en mars, laissant présager une croissance relativement soutenue au deuxième trimestre. La hausse de la consommation des ménages s'établirait ainsi à +2,6% en 2006.

L'investissement des ménages retrouverait sa croissance de long terme

Après deux années de fort dynamisme, et au vu des dernières mises en chantier, l'investissement logement ralentirait en moyenne annuelle en 2006 pour retrouver un rythme de croissance plus proche de sa moyenne historique. Il serait en outre pénalisé par des conditions de crédit un peu moins favorables suite aux récentes hausses des taux directeurs de la Banque Centrale Européenne. L'investissement des ménages continuerait cependant de bénéficier des effets des divers dispositifs de soutien (dispositif de Robien, plan Borloo, prêt à taux zéro) et resterait bien orienté (+2,6% en 2006, après +4,1% l'année précédente).

Le taux d'épargne des ménages resterait proche de son niveau actuel

Au premier trimestre de 2006, le taux d'épargne se situait à un niveau de 14,8%, du fait du très fort dynamisme de la consommation. Devant l'amélioration graduelle de la situation sur le marché de l'emploi, les ménages ne ressentiraient pas le besoin de reconstituer leur épargne, qui oscillerait ainsi autour de son niveau actuel tout au long de l'année 2006.■



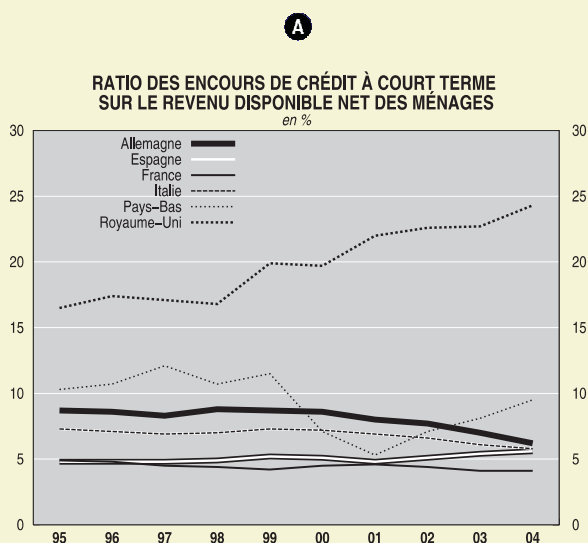
ENCADRÉ : L'IMPACT DES CRÉDITS DE TRÉSORERIE SUR L'ÉVOLUTION DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN FRANCE ET AU ROYAUME-UNI

Le développement du crédit à la consommation dans les différents pays européens est très contrasté. Ceci tient à divers facteurs : niveaux des taux d'intérêt, conjonctures économiques, environnements réglementaires ou culturels. Au regard de la situation observée dans les principaux pays européens, l'endettement à court terme des ménages apparaît relativement faible en France, avec un ratio entre encours de crédit à court terme et revenu disponible net de 4,1% en 2004⁽¹⁾. Le Royaume-Uni se distingue en revanche par un recours au crédit particulièrement important : le ratio entre encours de crédit à court terme et revenu disponible net y a atteint 24,3% en 2004 (cf. graphique A). De plus, ce ratio a connu une forte hausse au Royaume-Uni depuis dix ans, alors qu'il a légèrement décru en France (comme en Allemagne ou en Italie).

En introduisant une variable de crédits de trésorerie dans les équations de consommation de la France et du Royaume-Uni, il est possible de comparer l'impact des évolutions de ces crédits sur la consommation dans les deux pays.

Les équations sont présentées à la fin de cet encadré. Pour le Royaume-Uni, nous reprenons l'équation présentée dans la note de conjoncture de mars 2006, à laquelle nous ajoutons une variable correspondant au rapport entre les flux de crédits de trésorerie et le revenu disponible brut en valeur.

Nous mesurons l'impact des crédits de trésorerie sur le taux d'épargne sur la période récente. Pour chaque pays, nous calculons un niveau de consommation des ménages par simulation dynamique sur les dix dernières années. Un taux d'épargne est ensuite calculé avec la consommation des ménages simulée et leur revenu effectivement observé. Nous procédons ensuite à une variante où le flux de crédits de trésorerie est supposé nul sur les

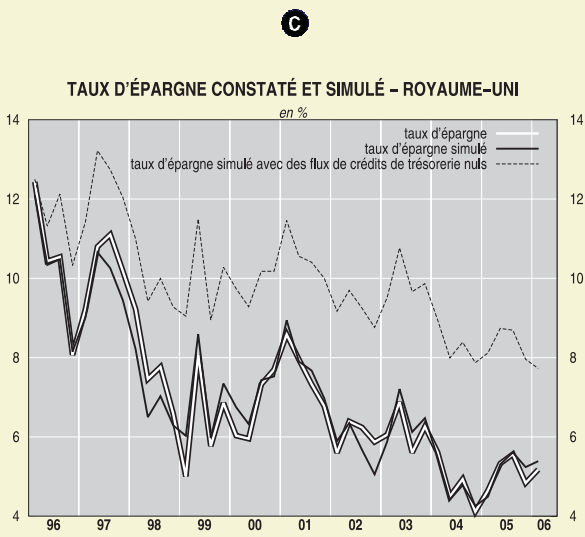
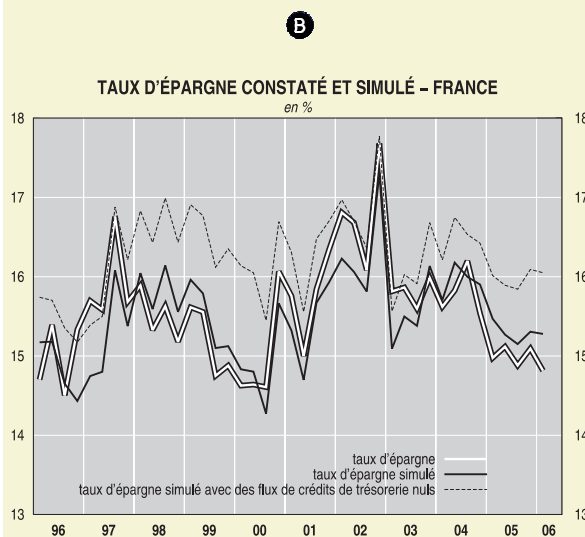


dix dernières années. Enfin, nous comparons pour chaque pays le taux d'épargne simulé avec un flux de crédits de trésorerie nul et le taux d'épargne simulé avec le flux de crédits de trésorerie effectivement constaté.

Pour le Royaume-Uni, le taux d'épargne simulé correspondant à un flux de crédits de trésorerie nul est supérieur de 2,9 points en moyenne depuis 10 ans au taux d'épargne simulé avec le flux de crédits effectivement observé. Pour la France, il est supérieur de 0,8 point.

Il ne s'agit cependant pas nécessairement d'un lien causal. Cette estimation est ainsi sujette à caution, dans la mesure où elle correspond à un raisonnement « toutes choses égales par ailleurs ». En particulier, on ne prend pas en compte le fait qu'en l'absence de crédit de trésorerie, les ménages pourraient affecter une part supérieure de leur revenu à la consommation. Par ailleurs, on ne prend pas en compte ici les effets de bouclage : une

(1) Selon les données issues des comptes annuels d'Eurostat.



ces différentes, ce qui ne garantit pas une totale homogénéité de ces séries (voir la description des séries ci-dessous). Les comptes financiers trimestriels permettraient probablement d'obtenir des données plus homogènes, mais l'historique de ces séries ne remonte qu'à 1993. ■

Investissement

Après une fin d'année 2005 dynamique, l'investissement des entreprises s'est globalement stabilisé au premier trimestre de 2006 (-0,1 %). Le repli des dépenses en produits manufacturés (-0,8 %) a été compensé par une hausse des dépenses en construction (+1,3 %) tandis que les autres dépenses d'équipement se sont maintenues (-0,1 %).

La stabilisation de l'investissement au premier trimestre de 2006 serait suivie par un rebond au cours du trimestre suivant, comme le suggère l'évolution des réponses des industriels interrogés en avril dernier dans l'enquête sur les investissements. L'investissement croîtrait de +1,4 % sur cette période.

Au second semestre de 2006, les dépenses d'équipement retrouveraient un niveau de croissance légèrement inférieur. Égal à +1,1 % en rythme trimestriel, le taux de croissance de l'investissement bénéficierait d'une activité assez dynamique et des conditions de financement toujours favorables. Au total, l'investissement croîtrait au même rythme en 2006 qu'en 2005, soit +3,8%.

Au cours du premier trimestre de 2006, les entreprises ont stabilisé leurs dépenses d'équipement

Après un second semestre de 2005 dynamique, la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) des Entreprises Non Financières (ENF) marque une pause au cours du premier trimestre de 2006 avec un très léger repli de 0,1% (cf. tableau).

L'investissement en produits manufacturés diminue de 0,8% suite à la chute de la FBCF en produits automobiles (-4,4%). Cette chute correspond à un report de l'investissement qui s'est effectué au bénéfice du

quatrième trimestre de 2005 (+2,8%) suite à la mise en place d'une nouvelle réglementation concernant les véhicules de transport routier⁽¹⁾. L'investissement en construction accélère (+1,3%) sous l'impulsion de l'investissement en bâtiment (+2,2%) au cours du premier trimestre de 2006. Les autres types d'investissements effectués par les entreprises stagnent (-0,1%). En conséquence, le taux d'investissement se maintient à 18% en début d'année 2006 (cf. graphique 1), soit seulement un demi-point en dessous du dernier pic atteint en 2001.

Les industriels font part d'une légère amélioration de leurs perspectives d'investissement dans la dernière enquête de conjoncture sur les investissements

Interrogés en avril dernier, les industriels confirment la hausse de 5% du montant de leurs investissements en valeur pour l'année 2006. Cette absence de révision par rapport à l'enquête de janvier reflète un certain optimisme au regard des révisions intervenant habituellement en avril. En conséquence, l'indicateur des révisions sur les investissements⁽²⁾,

(1) Initialement prévue en début d'année 2006, la nouvelle réglementation rend obligatoire l'installation de chronotachygraphe électronique sur tous les véhicules de transport routier de marchandises de plus de 3,5 tonnes et de transport routier de voyageurs de plus de 9 places, conducteur compris. Son application concerne finalement l'ensemble des véhicules mis en circulation pour la première fois à partir du 1^{er} mai 2006.

(2) 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)

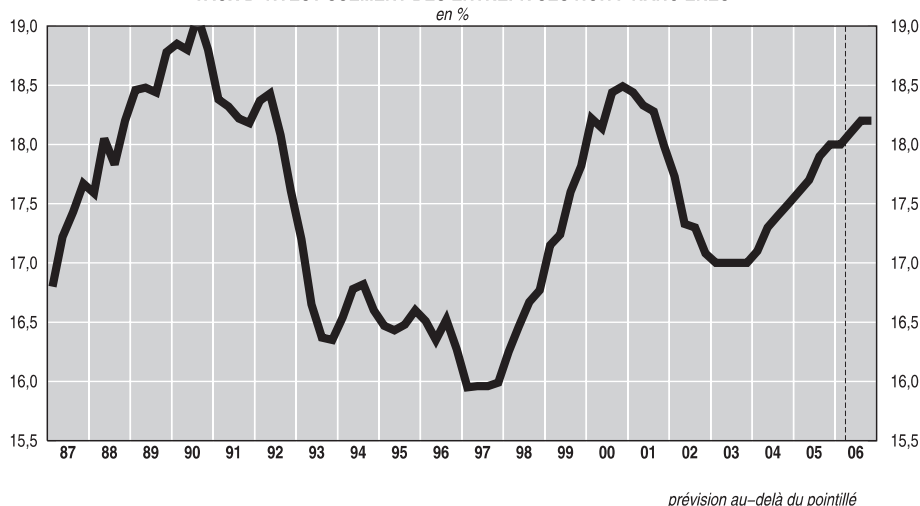
(évolution par produit aux prix de 2000, en %)

	Évolutions trimestrielles								Évolutions annuelles		
	2005				2006				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.			
Produits manufacturés	2,0	0,6	1,7	1,5	-0,8	1,6	1,1	1,1	3,6	5,0	3,4
Bâtiment et travaux publics	0,1	-0,7	0,8	0,8	1,3	0,8	1,4	1,4	4,8	0,3	3,8
Autres	-1,9	1,0	4,4	0,5	-0,1	1,6	0,8	0,8	4,8	4,6	4,5
Ensemble des ENF	0,5	0,4	2,2	1,1	-0,1	1,4	1,1	1,1	4,2	3,8	3,8

■ Préviation

1

TAUX D'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES



qui est avancé d'environ un trimestre sur les évolutions de la FBCF, affiche une valeur positive (cf. graphique 2).

Ce constat est confirmé par l'évolution d'autres indicateurs. 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 depuis le début de l'année. Le solde d'opinion, quoique négatif, est proche de son maximum historique (cf. graphique 3). Par ailleurs, l'Indice de la Production Industrielle (IPI) en biens d'équipement croît fortement au cours des trois derniers mois (+4,7% en glissement annuel et +1,6% en variation trimestrielle entre février et avril). La FBCF en biens manufacturés augmenterait ainsi de 1,6% au deuxième trimestre de 2006.

Les autres dépenses d'investissement hors construction croîtraient sur un rythme similaire. Au cours des derniers mois, le solde relatif aux intentions de commandes en matériel informatique se situe au-dessus de sa moyenne de longue période (cf. graphique 3). Aussi, les entreprises reprendraient leurs investissements en service avec une hausse de 1,6% en contrecoup de l'atonie observée depuis six mois.

Enfin, les investissements en construction se consolideraient (+0,8%), conformément à la croissance des mises en chantier au cours du premier trimestre de 2006.

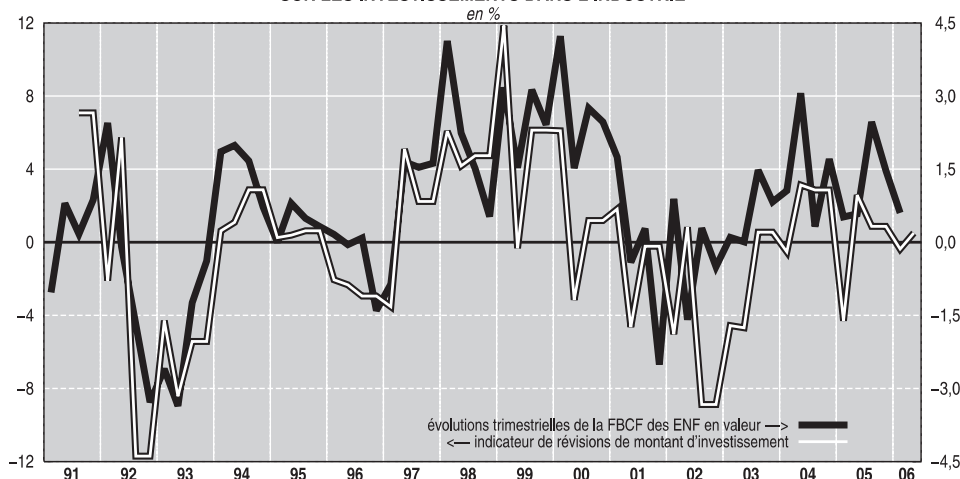
Au total, après la pause marquée au cours du premier trimestre de 2006, la FBCF des ENF connaîtrait une évolution plus favorable au cours du deuxième trimestre de 2006 avec une croissance de 1,4%.

À la faveur d'une activité assez dynamique et des conditions de financement propices, les investissements croîtraient de 1,1 % chaque trimestre pendant le second semestre de 2006

Les conditions globales de financement resteraient particulièrement favorables à l'investissement pour la fin de l'année 2006. Tout d'abord, le financement par la dette reste attractif. Malgré une légère hausse observée au cours des derniers mois, le niveau des taux d'intérêt réels est stimulant pour les projets

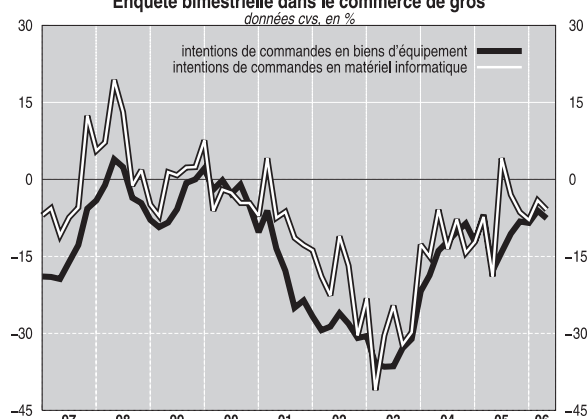
2

INDICATEUR DES RÉVISIONS DANS L'ENQUÊTE SUR LES INVESTISSEMENTS DANS L'INDUSTRIE



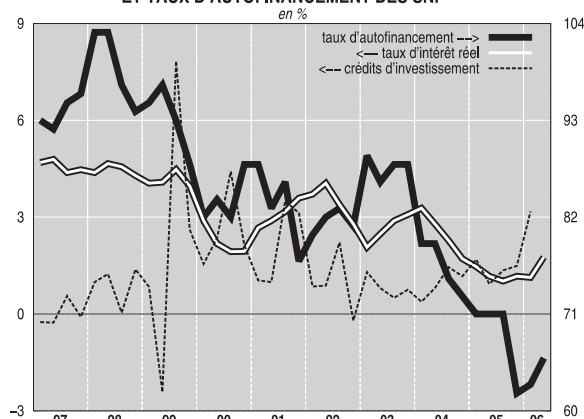
3

SOLDE D'OPINION SUR LE NIVEAU DES INTENTIONS DE COMMANDES (en mois n et n+1) Enquête bimestrielle dans le commerce de gros



4

TAUX RÉEL À 10 ANS*, CRÉDITS D'INVESTISSEMENT** ET TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES SNF***



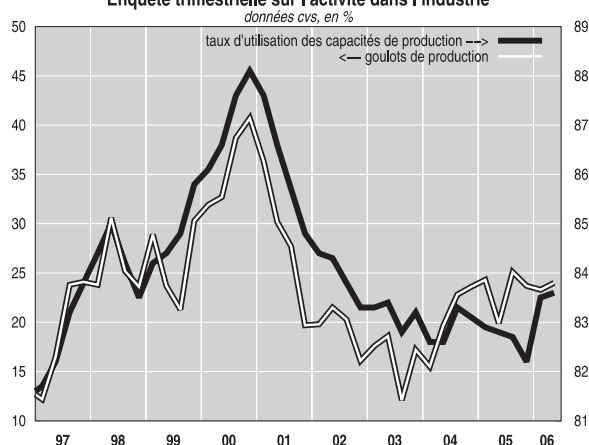
* Le taux réel à 10 ans désigne l'emprunt phare à 10 ans, déflaté par l'indice des prix à la production de l'ensemble des biens et services.

** Source Banque de France pour les crédits d'investissement des établissements de crédit aux Sociétés Non Financières

*** Le taux d'autofinancement correspond au ratio de l'épargne des Sociétés Non Financières rapportée à leurs investissements.

5

TENSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION Enquête trimestrielle sur l'activité dans l'industrie



d'investissement (cf. graphique 4). En revanche, l'autofinancement reste à un niveau bas. La baisse observée depuis deux ans n'est que légèrement gommée au cours du premier trimestre de 2006. De ce fait, les sociétés non financières empruntent davantage pour financer leurs investissements comme en témoigne la hausse de plus de 7 % des encours au premier trimestre de 2006 par rapport à l'année passée.

Par ailleurs, d'après l'enquête de conjoncture sur l'activité dans l'industrie d'avril 2006, le Taux d'Utilisation des Capacités de production (TUC) et les goulots de production se maintiennent à un niveau proche de la moyenne de long terme (cf. graphique 5).

Enfin, la volonté d'accélérer le développement des biocarburants continuerait à avoir un impact sur l'investissement des industriels jusqu'à la fin de l'année 2006 notamment par le biais de la construction de nouvelles usines. Aussi, en accord avec le maintien d'une activité assez dynamique au cours du second semestre, la FBCF des ENF croîtrait au rythme de 1,1 % au cours des troisième et quatrième trimestres de 2006.

Sur l'ensemble de l'année 2006, la croissance de l'investissement des ENF s'établirait à +3,8 % comme en 2005. Elle serait toutefois marquée par un ralentissement de l'investissement en produits manufacturés (+3,4 % en 2006 après +5,0 % en 2005) et une nette reprise de l'investissement en BTP (+3,8 % après +0,3 %). En fin d'année, le taux d'investissement atteindrait 18,2 %, se rapprochant du dernier pic de l'année 2001. ■

Stocks

Sur l'ensemble de l'année 2005, les variations de stocks sont restées dynamiques, sans toutefois accélérer. Leur contribution a ainsi été neutre sur la croissance de l'année passée. Au premier trimestre de 2006, le mouvement d'allègement des stocks, notamment celui de produits manufacturiers, a freiné la croissance de l'activité. Ce déstockage peut être rapproché du ralentissement des importations observé sur ce trimestre.

Dans les trimestres à venir, l'évolution des principaux déterminants du comportement de stockage se traduirait par une reconstitution graduelle des stocks. La demande resterait en effet ferme, sans accélérer, et les conditions de financement demeureraient favorables. Les stocks manufacturiers se reconstitueraient progressivement participant au moindre déstockage puis au restockage de l'ensemble des biens et services. Dans ces conditions, les variations de stocks soutiendraient légèrement la croissance sur les trois derniers trimestres de l'année 2006.

Au premier trimestre de 2006, les variations de stocks de produits manufacturiers ont pesé sur la croissance

Sur l'ensemble de l'année 2005, la contribution des variations de stocks à l'évolution du PIB a été neutre (cf. tableau 1). La filière agricole a en effet déstocké en 2005, après avoir reconstitué ses stocks en 2004 à la suite de la canicule de 2003. Ce mouvement a été compensé par le gonflement des stocks de produits

manufacturés, dans un contexte de ralentissement de la demande des ménages et des exportations en 2005.

Au premier trimestre de 2006, le déstockage de produits manufacturiers explique l'essentiel de la contribution négative (-0,7 point de PIB) des variations de stocks de l'ensemble des biens et services. Les stocks de produits manufacturiers ont en effet diminué d'environ 500 millions d'euro au premier trimestre de 2006 alors qu'ils avaient augmenté de 2 milliards d'euro au trimestre précédent. Ce déstockage peut être rapproché du ralentissement des importations (+1,4% au premier trimestre de 2006, après +3,5% au quatrième trimestre de 2005) traduisant un décalage temporaire entre ces dernières et la demande intérieure. À l'exception du secteur automobile, la dynamique des variations de stocks des secteurs de l'industrie manufacturière correspond à un mouvement de déstockage (contribuant pour environ -0,3 point à la croissance du PIB pour chacun des trois secteurs de l'industrie manufacturière). Dans les biens d'équipement, le déstockage observé au premier trimestre de 2006 s'explique en partie par la livraison à l'exportation de 60 avions par Airbus. À l'inverse, l'arrêt du déstockage massif d'automobiles, qui met fin à un cycle particulièrement marqué (cf. graphique 1) a contribué positivement à la croissance du PIB (+0,2 point). Le secteur de l'automobile, qui traverse une conjoncture difficile affectée par une concurrence vive sur le marché intérieur, ajuste sa production au profil particulièrement heurté au mois le mois par une gestion active des stocks.

La reconstitution progressive des stocks manufacturiers participerait au mouvement de moindre déstockage de biens et services

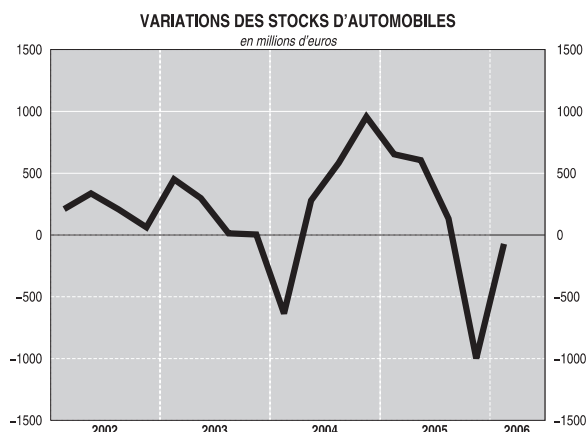
Les industriels interrogés dans l'enquête mensuelle de conjoncture de mai 2006 estiment que le niveau de leurs stocks⁽¹⁾ est proche de la normale (cf. gra-

TABLEAU 1 : CONTRIBUTION DES VARIATIONS DE STOCKS À LA CROISSANCE

	(en %)	
	T1-2006	Année 2005
Produits agricoles et agro-alimentaires	-0,1	-0,4
Biens manufacturés	-0,6	0,4
dont : Biens de consommation	-0,3	0,1
Automobile	0,2	-0,1
Biens d'équipement	-0,3	0,2
Biens intermédiaires	-0,3	0,1
Produits énergétiques	0,1	0,0
Autres (construction, services)	0,0	0,0
TOTAL	-0,7	0,0

(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.

1

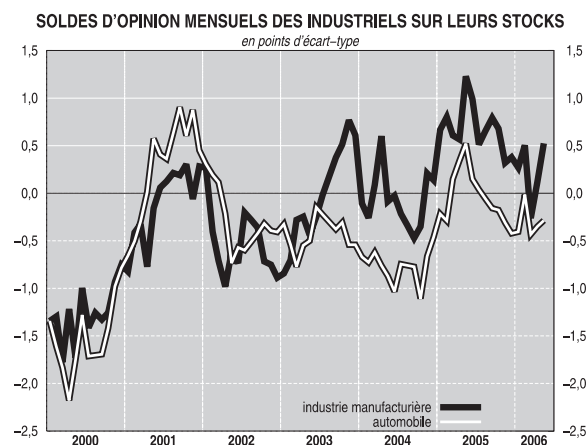


Note de lecture :

En 2005, le stockage a ralenti nettement dans l'automobile. Il avait fortement augmenté l'année précédente, la production française s'étant ajustée avec retard à une pénétration accrue du marché intérieur par la concurrence étrangère. Le premier trimestre de 2006 marque l'arrêt du déstockage d'automobiles.

phique 2). Ce jugement masque cependant des disparités sectorielles : si les stocks sont effectivement jugés normaux dans le secteur des biens d'équipement, ils demeurent assez légers dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens de consommation. Les chefs d'entreprises du secteur automobile jugent pour leur part que les stocks d'automobiles s'alourdissent.

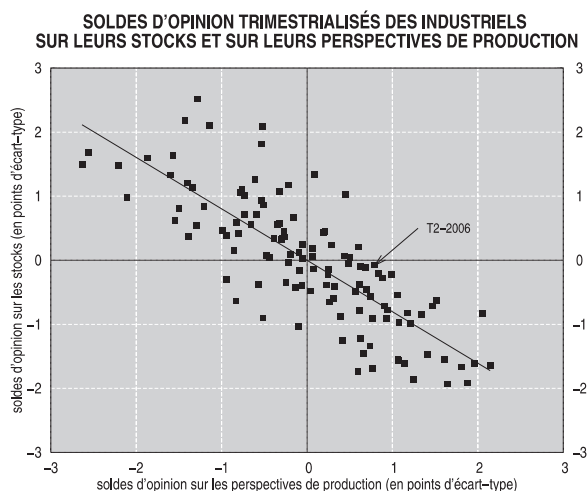
2



Pour mieux lisser leur production et amortir les fluctuations de la demande, les industriels gèrent leurs stocks en fonction de leurs anticipations. Dans l'enquête de conjoncture de mai, le niveau des stocks est globalement en phase avec l'état des anticipations de production (cf. graphique 3). Dans ces conditions, la dynamique des variations de stocks suivrait l'évolution de ses déterminants traditionnels⁽²⁾.

Les anticipations de demande des chefs d'entreprises, élément essentiel pour prévoir le comportement de stockage, restent bien orientées pour le deuxième trimestre de 2006 au vu de leurs réponses à l'enquête trimestrielle d'avril. Au second semestre de 2006, la demande intérieure progresserait sur un rythme assez soutenu, qui serait néanmoins légèrement en retrait par rapport à celui observé sur le premier semestre (contribuant pour 0,6 point à la croissance par trimestre sur la seconde moitié de l'année, après 0,7 point au cours du premier semestre). Dans ces conditions, les anticipations de demande soutiendraient la formation des stocks. De même, l'accélération passée des prix de production inciterait les industriels à reconstituer leurs stocks.

3



Note de lecture :

Chaque point trimestriel représente la moyenne de trois enquêtes mensuelles de conjoncture. La droite de régression de l'opinion sur les stocks (en ordonnée) sur les perspectives de production (en abscisse) est représentée en gras. Au deuxième trimestre de 2006 (T2-2006), le point très proche de la droite indique que les industriels jugent leurs stocks globalement en ligne avec l'état actuel de leurs perspectives de production.

En outre, en dépit du durcissement des conditions monétaires, les facteurs financiers qui conditionnent le comportement de stockage demeureraient favorables (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Toutefois, à l'horizon du second trimestre, la hausse passée du taux d'intérêt réel alourdirait légèrement le coût d'opportunité du stockage qui résulte de l'arbitrage des dirigeants d'entreprises entre stockage et placement en actifs financiers.

(2) Pour plus de précisions, on se reportera à l'encadré de la note de conjoncture de décembre 2005 présentant les déterminants économétriques des variations de stocks.

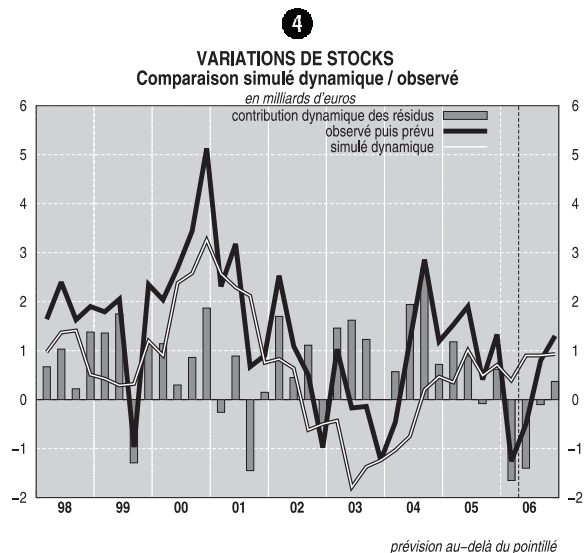
TABLEAU 2 : CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE

	Glissements trimestriels												Moyennes annuelles		
	2004				2005				2006				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.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Variations de stocks ⁽¹⁾ (en Mds d'euros)	-0,4	1,3	2,9	1,3	1,6	2,0	0,5	1,4	-1,2	-0,5	0,9	1,4	5,1	5,5	0,6
Contribution des stocks ⁽¹⁾ à l'évolution du PIB (en points de PIB)	0,2	0,4	0,4	-0,4	0,1	0,1	-0,4	0,2	-0,7	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-0,3

■ Prévission

(1) Les variations de stocks sont y.c. acquisitions nettes d'objets de valeur.

Dans ces conditions, les stocks de produits manufacturés se reconstitueraient progressivement, participant au ralentissement du déstockage puis à la reconstitution des stocks de biens et services (cf. graphique 4). Les variations de stocks soutiendraient ainsi légèrement la croissance sur les trois derniers trimestres de l'année 2006. Au total, la contribution des variations de stocks serait un peu négative en 2006 (-0,3 point), rompant ainsi avec deux années où les stocks n'ont pas pénalisé la croissance. ■



Note de lecture :

Les prévisions des variations de stocks (hors acquisitions nettes d'objets de valeur) sont calculées à partir d'un étalonnage décrit dans la note de conjoncture de décembre 2005.

Production

Début 2006, la production de l'ensemble des branches s'est accélérée (+0,7% au premier trimestre après +0,3% au quatrième trimestre de 2005). Cette accélération est notamment due au rebond de la production manufacturière (+0,6% après -0,4%), en lien avec le dynamisme des exportations. L'activité manufacturière a ainsi retrouvé une évolution plus en ligne avec les résultats des enquêtes de conjoncture, en particulier l'indicateur synthétique de climat des affaires, qui en ce début d'année a poursuivi la hausse entamée mi-2005. La production énergétique s'est aussi redressée, en raison d'une hausse de la demande intérieure, adressée tant par les entreprises que par les ménages. L'activité commerciale est restée favorablement orientée, toujours soutenue par la consommation des ménages. Les autres services marchands ont progressé modérément : les services aux entreprises se sont ralentis, notamment dans les activités de conseil et assistance, tandis que l'activité dans les services aux particuliers est restée atone. Au premier trimestre, le secteur de la construction est resté très dynamique, tiré à la fois par la demande de logements neufs de la part des ménages et la reprise de l'investissement des entreprises en bâtiments non résidentiels.

Au deuxième trimestre de 2006, la production manufacturière marquerait à nouveau le pas. En effet, dans l'enquête de mai, le mouvement d'amélioration de la conjoncture industrielle observé depuis le début de l'année est interrompu, en raison surtout du secteur automobile. Ainsi, la production manufacturière progresserait de 0,3% au deuxième trimestre puis de 0,5% aux troisième et quatrième trimestres. L'activité commerciale freinerait légèrement et pro-

gressivement jusqu'à la fin de l'année, suivant le mouvement de la consommation des ménages (cf. fiche « Consommation et investissement des ménages »). En revanche, dans les dernières enquêtes de conjoncture dans les services, le climat des affaires reste bien orienté et augure une activité plus dynamique au cours des prochains trimestres. Dans la construction, la production continuerait de croître à un rythme soutenu jusqu'à la fin de l'année. La reprise du logement social et du non-résidentiel compenserait le ralentissement de l'investissement des ménages.

L'activité manufacturière progresserait plus modérément au cours du deuxième trimestre de 2006, limitée par la situation dégradée de la branche automobile

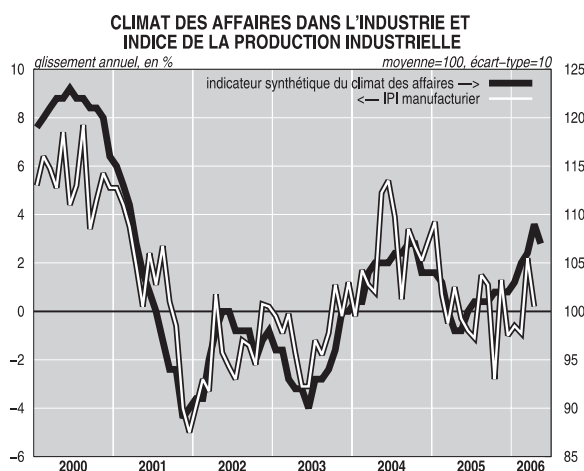
La production manufacturière a progressé de 0,6% au premier trimestre de 2006, après un recul de 0,4% le trimestre précédent. Le redressement de l'activité industrielle s'explique en grande partie par le dynamisme des exportations, en particulier dans la branche des biens d'équipement. À cet égard, dans l'enquête de conjoncture dans l'industrie de mai 2006, les chefs d'entreprise de biens d'équipement confirment la bonne tenue de leur secteur, en raison notamment de carnets de commandes étrangers très bien garnis. Pour autant début 2006, la hausse de la production manufacturière a été limitée par un important mouvement de déstockage, qui reflète sans doute des mouvements légèrement décalés entre importations et demande intérieure. La production a

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.	3 ^e T.	4 ^e T.	2004	2005	2006
Agricole et agroalimentaire (6,9%)	2,4	1,2	0,3	-1,1	-2,0	-1,7	-0,6	0,0	0,5	0,8	0,8	0,7	4,0	-3,9	0,9
Produits manufacturés (22,2%)	0,1	1,5	-0,1	0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,4	0,6	0,3	0,5	0,5	1,4	0,4	1,0
Énergie (3,5%)	-0,3	-0,9	1,0	0,1	1,4	-0,3	0,8	-1,6	3,2	-1,0	0,5	0,2	2,1	1,5	1,8
Construction (6,1%)	0,9	0,9	0,5	0,6	0,7	0,1	0,8	0,7	0,9	0,8	1,0	1,0	3,6	2,2	3,2
Commerce (9,7%)	-0,2	0,5	-0,3	0,8	0,2	0,4	1,4	0,9	1,3	0,8	0,6	0,7	0,6	2,0	3,8
Transports (4,7%)	1,3	1,5	0,3	0,5	-0,7	0,5	1,0	2,0	-0,8	0,7	0,8	0,8	4,2	1,5	2,4
Activités financières (5,0%)	1,0	1,2	0,9	1,0	0,5	0,3	0,9	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6	3,2	3,0	2,8
Autres services marchands (27,9%)	0,3	0,9	0,3	0,9	0,1	0,6	1,1	0,5	0,4	0,7	0,7	0,7	1,9	2,2	2,6
Services non marchands (14,0%)	0,7	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,6	0,5	0,4	0,3	2,4	0,9	1,4
Total	0,5	1,0	0,2	0,5	-0,1	0,1	0,6	0,3	0,7	0,5	0,6	0,6	2,1	1,2	2,1

Prévision

1



augmenté dans l'ensemble des branches manufacturières, excepté celle des biens intermédiaires, où l'activité a été plus atone.

La production manufacturière progresserait modérément jusqu'à la fin de l'année 2006. Au regard de l'enquête de conjoncture dans l'industrie, le climat des affaires reste élevé en mai 2006, bien qu'en retrait par rapport au mois précédent (*cf. graphique 1*). Le secteur des biens d'équipement continuerait de soutenir l'industrie manufacturière, la demande étrangère restant vigoureuse. A contrario, le secteur automobile pèserait sur les résultats d'ensemble, les chefs d'entreprise faisant état d'une situation toujours dégradée, tant au niveau de leurs stocks que dans leur évaluation de la production passée et prévue. Au final, le rythme de croissance dans l'industrie manufacturière atteindrait 0,3% au deuxième trimestre puis 0,5% aux troisième et quatrième trimestres de 2006.

À l'inverse, la production de services marchands trouverait un nouvel élan à partir du deuxième trimestre

Au premier trimestre de 2006, la production de services marchands a augmenté à un rythme analogue à celui de fin 2005 (+0,4% après +0,5%). Cette progression modérée est le résultat d'un infléchissement de l'activité dans les services aux entreprises (+0,5% après +0,7%), plus particulièrement dans les activités de conseil et d'assistance. Dans les services aux particuliers, l'atonie s'est poursuivie (+0,2% au cours des deux derniers trimestres). En effet, l'accélération des dépenses des ménages en activités récréatives, culturelles et sportives n'a pas suffi à compenser la nette diminution de leur consommation en hôtellerie-restauration. En revanche, les activités immobilières ont continué de croître au même rythme que fin 2005 (+0,6% par trimestre).

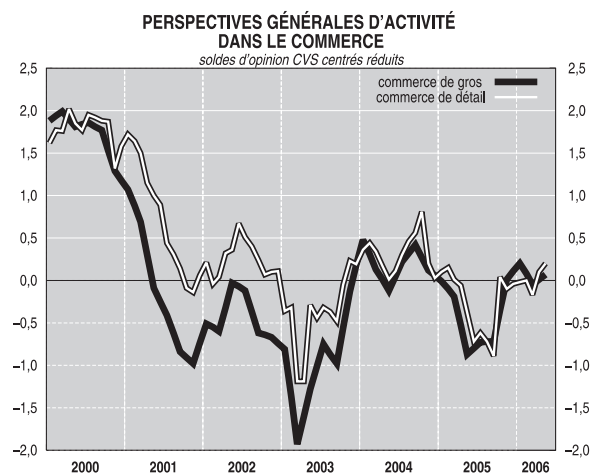
La production de services marchands serait plus dynamique au deuxième trimestre (+0,7%) ; l'indicateur synthétique du climat des affaires témoigne d'un climat conjoncturel toujours porteur en mai 2006. Au second semestre de 2006, l'activité dans les services marchands continuerait de croître à un rythme assez soutenu (+0,7% par trimestre). Elle serait tirée par la demande des entreprises notamment dans l'industrie manufacturière, en légère accélération par rapport au premier semestre.

Dans les services principalement non marchands, la production s'est accélérée au premier trimestre de 2006 (+0,6% après +0,1%), en lien avec le dynamisme des dépenses des ménages en services de santé. À partir du deuxième trimestre de 2006, la production de services non marchands ralentirait légèrement.

En lien avec la consommation des ménages, l'activité commerciale freinerait légèrement et progressivement

Début 2006, l'activité commerciale a de nouveau bénéficié de la vigueur de la consommation des ménages. D'après les dernières enquêtes de conjoncture dans le commerce de détail, les ventes ont été soutenues dans le commerce spécialisé, plus ternes dans la grande distribution. Les perspectives générales demeurent assez bien orientées (*cf. graphique 2*) ; elles sont légèrement au-dessus de leur niveau moyen de longue période. Dans le commerce de gros, les chefs d'entreprises interrogés en mai indiquent que la conjoncture est moins dynamique. Toutefois, l'activité à l'étranger se maintient et les intentions de commandes se renforcent légèrement. En outre, la confirmation des intentions de commandes de biens d'équipement augure un redressement de l'investissement des entreprises au deuxième trimestre. En lien avec la consommation des ménages, l'activité commerciale ralentirait légèrement et progressivement pour s'inscrire sur un rythme de croissance plus modéré au second semestre.

2



La construction bénéficierait de la reprise du logement social et du non-résidentiel

En début d'année, l'activité de la construction est restée très dynamique, progressant de 0,9% au premier trimestre. Cette croissance a été tirée par la bonne tenue du bâtiment tandis que les travaux publics ont de nouveau ralenti. Le bâtiment est resté soutenu par une forte demande de logements neufs de la part des ménages mais également par la franche reprise de l'investissement des entreprises non financières en bâtiments non résidentiels. En témoigne la hausse du nombre de permis de construire dans le non-résidentiel délivrés au premier trimestre (cf. graphique 3).

L'activité de la construction resterait bien orientée jusqu'à la fin de l'année, avec une croissance de 0,8% au deuxième trimestre, puis de 1,0% aux deux derniers trimestres. En particulier, le secteur bénéficierait de la reprise du logement social et du non-résidentiel. Selon les dernières enquêtes de conjoncture, l'activité du secteur est toujours dynamique et les carnets de commandes des entrepreneurs restent très bien garnis. En particulier, les travaux publics profiteraient à la fois de la commande privée (notamment des travaux de voirie et réseaux divers associés aux logements) et de la commande publique. Le haut niveau de l'activité dans la construction serait néanmoins toujours atténué par la persistance des difficultés de recrutement, en particulier pour les ouvriers qualifiés. En outre, l'investissement des ménages en logements neufs ralentirait en 2006, en raison notamment des récents relèvements des taux d'intérêt.

En 2006, la production d'énergie croîtrait au même rythme qu'en 2005 (+1,5%)

Après un repli au quatrième trimestre de 2005, la production d'énergie a sensiblement augmenté au premier trimestre de cette année (+3,2%), stimulée par la vigueur de la demande aussi bien de la part des

entreprises que des ménages. Cette dynamique ne serait pas confirmée au cours des trimestres suivants, en lien notamment avec la croissance modérée de l'activité manufacturière. En avril, le taux d'indépendance énergétique de la France, calculé sur douze mois, s'est établi à 46,9%, en repli de 0,1 point sur un an.

Après une nette diminution en 2005, la production des branches agricole et agroalimentaire se stabiliserait en 2006

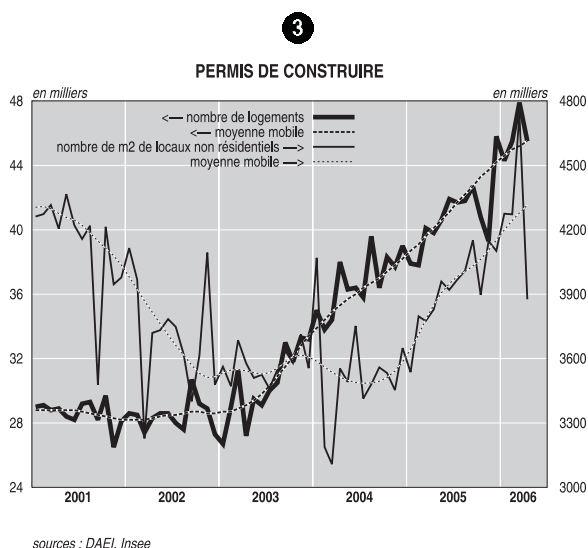
Après un début d'année difficile dû notamment à la vague de froid de mars, les grandes cultures rattrapent leur retard. Néanmoins, les surfaces cultivées en céréales baisseraient en 2006.

Confirmant la légère hausse de 2005, la production bovine se stabiliserait en 2006 tandis que la production porcine se replierait. En réaction à la baisse de la consommation, les producteurs de volailles ont réduit les mises en place de poussins dès le mois décembre et sont restés prudents sur le premier trimestre (environ -10% par rapport au premier trimestre de 2005). La baisse de la production de volailles se traduisant avec un décalage de deux à trois mois sur la production des industries agroalimentaires, les abattages sont en sensible diminution depuis mars (-8% en mars 2006 par rapport à mars 2005).

Au premier trimestre, la production de l'industrie agroalimentaire s'est repliée de -0,2%. Sur l'ensemble de l'année, la production agroalimentaire progresserait légèrement.

La production totale retrouverait en 2006 son rythme de croissance de 2004

Après avoir ralenti à +1,2% en 2005, la croissance de la production totale serait de +2,1% en 2006, comme en 2004. L'activité commerciale contribuerait à hauteur de 0,2 point à cette accélération (en 2006, sa contribution à la croissance s'élèverait à 0,4 point après 0,2 point en 2005). La production manufacturière contribuerait pour 0,2 point à la croissance de la production totale et pour 0,1 point à son accélération. Enfin, après le repli observé en 2005, les branches agricole et agroalimentaire ne contribueraient plus négativement à la croissance de la production totale. ■



ENCADRÉ : UN NOUVEL INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DE CLIMAT DES AFFAIRES DANS LE COMMERCE DE GROS

Sur le modèle de l'industrie et des services, un indicateur du climat des affaires a été développé dans le commerce de gros. Cet indicateur est construit à partir des résultats de l'enquête de conjoncture bimestrielle dans le commerce de gros. Il résume l'opinion des chefs d'entreprise sur la conjoncture dans ce secteur : plus sa valeur est élevée, plus le jugement des entrepreneurs est favorable. Il se révèle être un bon indicateur de l'évolution de l'activité commerciale en France, mais aussi du climat conjoncturel général.

À partir de l'enquête de conjoncture bimestrielle dans le commerce de gros...

Depuis 1972, le département de la conjoncture de l'INSEE effectue une enquête bimestrielle auprès des grossistes. Elle concerne le commerce de gros de biens d'équipement, de biens intermédiaires, de biens de consommation alimentaires et non alimentaires. L'échantillon utilisé pour cette enquête est constitué d'environ 3000 entreprises.

Les questions posées portent sur la situation et les perspectives personnelles des chefs d'entreprise interrogés ainsi que les perspectives générales d'activité dans le commerce en France. Elles sont pour la plupart qualitatives et trimodales (réponses possibles : « en hausse », « stable » ou « en baisse »). Les résultats sont présentés sous la forme de soldes d'opinion. Un solde d'opinion est la différence entre le pourcentage de réponses « en hausse » et le pourcentage de réponses « en baisse ». Les séries publiées sont corrigées des variations saisonnières (CVS).

Cette enquête constitue un outil privilégié pour l'analyse et la prévision de court terme. En effet, les indications qu'elle apporte concernant le passé récent et les anticipations des entrepreneurs sont obtenues très rapidement, plus tôt que les statistiques quantitatives. Afin d'en faciliter la lecture, un indicateur synthétique du climat des affaires peut être extrait de ses résultats.

... il est construit un indicateur synthétique...

Construit sur la base des principaux soldes d'opinion de l'enquête, l'indicateur synthétique du climat des affaires résume l'information contenue dans l'enquête commerce de gros. Les soldes retenus sont relatifs :

- au volume des ventes récentes (OV) ;
- au volume des ventes récentes à l'étranger (OVX) ;
- aux intentions de commandes (IC) ;
- aux livraisons reçues de l'étranger (LX) ;
- aux perspectives générales d'activité dans l'ensemble du commerce (PGAU).

Le principe de l'indicateur synthétique est de retracer l'évolution commune à ces 5 soldes, ce qui permet une lecture synthétique plus commode de l'enquête. Il est estimé à partir d'un modèle statistique dans lequel, à chaque trimestre t , la valeur du solde d'opinion i (y_{it}) est la somme d'un terme proportionnel à l'indicateur syn-

thétique ($\lambda_i F_t$ représentant la dynamique commune aux 5 soldes) et d'un terme spécifique (u_{it} représentant le terme résiduel propre à chaque solde) :

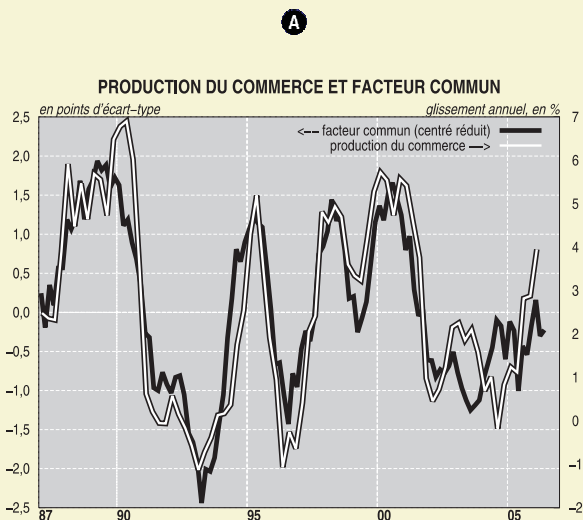
$$y_{it} = \lambda_i F_t + u_{it}$$

Les paramètres de ce modèle sont estimés par la méthode du maximum de vraisemblance. L'indicateur synthétique du climat des affaires est estimé comme une combinaison linéaire des 5 soldes :

$$\hat{F}_t = 0,40 LX_t + 0,28 OV_t + 0,22 IC_t + 0,09 PGAU_t + 0,06 OVX_t$$

... constituant un outil de suivi de la conjoncture

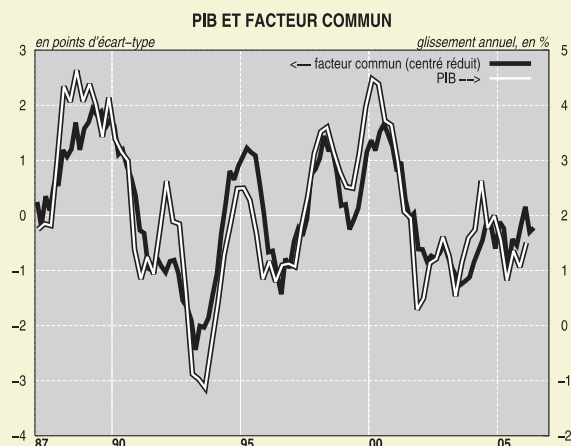
Cet indicateur traduit l'état de la conjoncture dans le commerce et plus largement du climat conjoncturel global (cf. graphiques A et B). Il reflète bien les évolutions de la production de services commerciaux et de réparation (1) (coefficient de corrélation de 0,89). L'évolution du PIB (2) s'avère aussi très proche de l'indicateur synthétique (coefficient de corrélation de 0,88). Cela peut s'expliquer par le rôle pivot du secteur du commerce de gros dans les échanges de biens et ce faisant de l'activité économique générale.



(1) Production de services commerciaux et de réparation en volume aux prix de 2000, corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO). Cet agrégat issu des comptes nationaux trimestriels est la somme des productions du commerce et réparation automobile, du commerce de gros (y compris les intermédiaires du commerce) et du commerce de détail et réparations.

(2) PIB en volume aux prix de 2000, corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO).

B



l'activité est affectée par les turbulences sur les marchés des changes et leurs conséquences sur les échanges internationaux.

- La période de 1996 à 2000 a été porteuse pour le commerce. La croissance de l'économie était soutenue, les réponses des grossistes plus positives. Fin 1998 et début 1999, le « trou d'air » consécutif à la crise financière du sud-est asiatique est bien mesuré par le moral des entrepreneurs du commerce de gros.
- De 2001 à 2003, l'activité économique ralentit nettement, y compris dans le commerce. En 2001 sur fond de krach boursier et des attentats du 11 septembre, l'indicateur synthétique baisse fortement. Par la suite, dans un environnement international dégradé par le début du conflit en Irak, il atteint un point bas en 2003, année où la croissance en France est la plus faible depuis 10 ans.
- À partir de 2004, l'activité dans le commerce se stabilise. L'indicateur synthétique est lui aussi stable à l'exception d'un creux mi-2005. L'économie connaissait alors une période de ralentissement. ■

Ainsi, les évolutions économiques majeures de ces 15 dernières années sont retracées par l'indicateur synthétique :

- De 1990 à 1993, l'activité dans le commerce ralentit ; l'indicateur synthétique permettait de prévoir ce ralentissement dès la fin de 1989. Lors de la récession de 1993, l'indicateur atteint son point le plus bas.
- En 1994, l'indicateur synthétique repart à la hausse : la France renoue avec l'expansion, comme l'Europe, qui sort de la récession. Il baisse l'année suivante alors que

Références bibliographiques :

- Casaux, Cornec, Deperraz et Lefebvre (2004), *Présentation des indicateurs synthétiques résumant le climat des affaires dans les services en France et en zone euro*, Note de conjoncture de l'Insee, décembre 2004.

- Doz et Lengart (1999), *Analyse factorielle dynamique : test du nombre de facteurs, estimation et application à l'enquête de conjoncture dans l'industrie*, Annales d'économie et de statistique n°54-1999.

- Doz et Lengart (1995), *Une grille de lecture pour l'enquête mensuelle dans l'industrie*, Note de conjoncture de l'Insee, décembre 1995.

Résultats des entreprises

En 2005, le taux de marge⁽¹⁾ des entreprises non financières a diminué sensiblement, de 37,5% à 36,8%. En effet, les faibles gains de productivité n'ont pas permis de compenser la hausse des coûts salariaux. En revanche, en 2006, les effets des gains de productivité et des coûts salariaux se neutraliseraient. Par ailleurs, le prix des consommations intermédiaires, en ligne avec celui des produits énergétiques, ralentirait graduellement. Ainsi, le prix de la valeur ajoutée se redresserait par rapport au prix de la consommation et contribuerait à l'augmentation du taux de marge. À la fin de l'année, celui-ci retrouverait son niveau du début de 2005 soit 36,9%.

Aux premier et second semestres de 2006, les gains de productivité, assez dynamiques, compenseraient la progression des coûts salariaux

Sur le champ des entreprises non financières (sociétés non financières y compris entrepreneurs individuels non financiers) résidentes en France, la valeur ajoutée accélérerait nettement en 2006 : +2,1% après +0,5% en 2005. Cette accélération porterait principalement sur le début de l'année. Les entreprises hésitant encore à ajuster leur emploi en conséquence, les gains de productivité se redresseraient (cf. fiche « Emploi ») et contribueraient à hauteur de 0,7 point (en glissement semestriel) au redressement du taux de marge au premier semestre, puis 0,5 point au second.

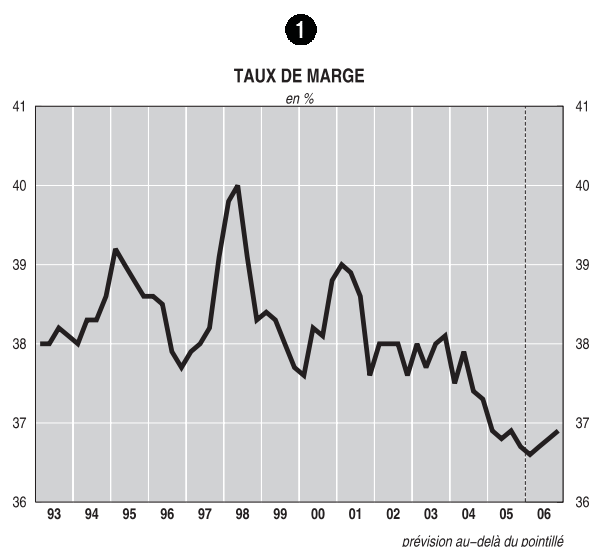
(1) Le taux de marge mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre :

- 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 jouent positivement ;
- les évolutions du pouvoir d'achat du salaire moyen par tête ($SMPT/P_c$) et du taux de cotisation ($W/SMPT$) employeur, qui jouent négativement.

Cette décomposition (cf. dossier de la note de conjoncture de juin 2003) est synthétisée dans l'équation suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{SMPT}{P_c} \frac{P_c}{P_{va}}$$

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.



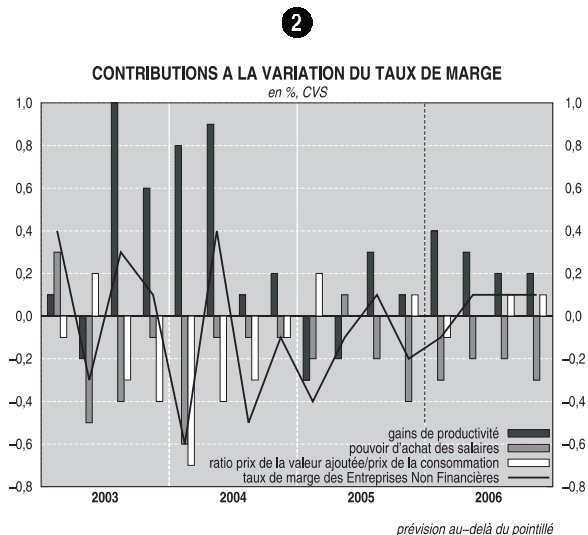
Dans le même temps, le salaire moyen par tête (SMPT) connaîtrait une croissance régulière, de 1,6% aux premier et second semestres. Parallèlement, le déflateur des prix de consommation progresserait de 0,8% au premier semestre puis de 0,7% au second. Ainsi, le pouvoir d'achat du SMPT augmenterait de 0,8% au premier semestre puis de 0,9% au second, pesant à hauteur de 0,5 point sur le taux de marge, chaque semestre. Le taux de cotisation employeur, à la hausse au premier trimestre, contribuerait à une diminution d'un dixième de point du taux de marge, concentrée sur le premier trimestre.

Au total, au premier comme au second semestre, les gains de productivité compenseraient l'alourdissement des coûts salariaux.

Le taux de marge augmenterait au second semestre, notamment grâce au redressement du prix de la valeur ajoutée par rapport au prix de la consommation

En 2006, le ralentissement des prix des consommations intermédiaires se poursuivrait, en lien notamment avec la décélération des prix énergétiques au second semestre (cf. fiche « Prix à la consommation »). Ainsi, le prix de la production ralentirait pour revenir à son rythme de long terme : ce mouvement serait concentré au premier trimestre, où une croissance de 0,4% succéderait à +0,7% au dernier trimestre de 2005. Comme le prix des consommations intermédiaires s'ajusterait progressivement, le prix de la valeur ajoutée connaîtrait un fort ralentissement au premier trimestre (+0,1% seulement) avant de retrouver un rythme plus soutenu (+0,5% au deuxième trimestre, puis +0,6% et +0,5%).

Le ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation diminuerait ainsi de 0,2% au premier semestre, contribuant à une légère baisse du taux de marge (-0,1 point). Au second semestre, les effets des prix des consommations intermédiaires et de la production seraient effacés et ce ratio contribuerait alors nettement au redressement du taux de marge, à hauteur de 0,3 point. ■



DÉCOMPOSITION DU TAUX DE MARGE DES ENF

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2004				2005				2006				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.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Taux de marge (en %)	37,5	37,9	37,4	37,3	36,9	36,8	36,9	36,7	36,6	36,7	36,8	36,9	37,5	36,8	36,8
Variation du taux de marge	-0,6	0,4	-0,5	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,7	0,0
Contributions à la variation du taux de marge															
<i>des gains de productivité</i>	0,8	0,9	0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	2,6	0,1	0,9
<i>du pouvoir d'achat du salaire par tête</i>	-0,6	-0,2	-0,3	-0,0	-0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-1,4	-0,7	-1,0
<i>du taux de cotisation employeur</i>	-0,0	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,0	-0,0	-0,0	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0	0,2	0,2	-0,1
<i>du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation</i>	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-1,5	-0,1	0,1
<i>Autres éléments</i>	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,2	0,1
Rappel															
Valeur ajoutée des ENF aux prix de 2000	1,4	1,6	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,5	0,3	0,8	0,6	0,5	0,5	4,3	0,5	2,1
Emploi des ENF	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3	0,6
Salaire moyen par tête des ENF	1,3	0,9	0,9	0,5	0,9	0,4	0,9	0,9	0,7	0,9	0,8	0,8	3,9	2,9	3,2
Prix de la consommation	0,3	0,6	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	1,6	1,8	1,6
Prix des consommations intermédiaires	0,6	0,7	1,0	1,0	0,4	1,0	0,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,4	1,9	3,1	2,4
Prix de production	0,0	0,4	0,5	0,7	0,5	0,8	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	2,5	2,1
Prix de la valeur ajoutée	-0,9	-0,1	-0,1	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,1	0,5	0,6	0,5	-1,0	1,6	1,7

Prévision
Source : Insee