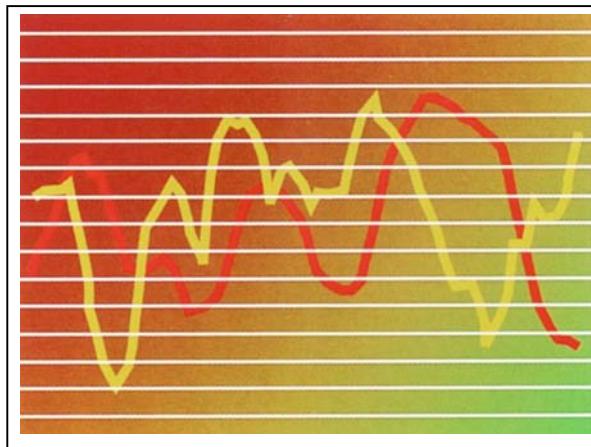


# NOTE DE CONJONCTURE

---

DÉCEMBRE 2007





**INSEE**  
INSTITUT NATIONAL  
DE LA STATISTIQUE  
ET DES ÉTUDES  
ÉCONOMIQUES

# **NOTE DE CONJONCTURE**

**Décembre 2007**

© Insee 2007



■ Directeur de la publication

Jean-Philippe Cotis

■ Rédacteurs en chef

Éric Dubois  
Pierre-Olivier Beffy  
Franck Arnaud  
Benoît Ourliac

■ Contributeurs

Antonin Aviat  
Patrick Aubert  
José Bardaji  
Jean-Charles Bricongne  
Frédéric Brouillet  
Franck Cachia  
Mélanie Chassard  
Laurent Clavel  
Mathilde Clément  
Véronique Cordey  
Vincent Cottet  
Olivier Dorothée  
Hélène Erkel-Rousse  
Jean-Marc Fournier  
Philippe Gallot  
Nicolas Greliche  
Guillaume Guerrero  
Véronique Guihard  
Sylvain Heck  
Audrey Isel  
Guy Lalanne  
Fabrice Langumier  
Bertrand Lhommeau  
Ronan Mahieu  
Vincent Marcus  
Christelle Minodier  
Frédéric Ouradou  
Pierre-Alain Pionnier  
Cyril Rebillard  
Sophie Renaud  
Nicolas de Riccardis  
Éric Rubiloni  
Philippe Scherrer  
Olivier Simon  
Marguerite Sylvander  
Frédéric Tallet  
Hélène Thélot  
Thierry Ziliotto

Les notes de conjoncture sont disponibles dès leur parution sur le serveur internet de l'Insee dans la rubrique *Conjoncture - Analyse de la conjoncture* à l'adresse : [www.insee.fr](http://www.insee.fr).

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis  
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 13 décembre 2007

■ Secrétariat de rédaction  
et mise en page

Jean-William Angel  
Dominique Michot  
Maria Diaz  
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat  
Samuel Berté  
Nelly Cousté  
Antoine Le Roux



# SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

## FRANCE : ONDE DE CHOC AMORTIE

- Vue d'ensemble ..... 9

## DOSSIERS

- Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ? ..... 21
- Richesse patrimoniale et consommation : un lien tenu en France, fort aux États-Unis ..... 37

## FICHES THÉMATIQUES

### INTERNATIONAL

- Synthèse internationale ..... 55
- Principaux pays partenaires de la zone euro ..... 58
- Conjoncture dans la zone euro ..... 63
- Prix à la consommation au sein de la zone euro ..... 69
- Pétrole et matières premières ..... 73
- Marchés financiers ..... 77

### FRANCE

- Échanges extérieurs ..... 83
- Recettes fiscales des administrations publiques ..... 88
- Prix à la consommation ..... 91
- Emploi ..... 96
- Chômage ..... 100
- Salaires ..... 103
- Revenus des ménages ..... 105
- Consommation et investissement des ménages ..... 109
- Investissement des entreprises ..... 112
- Stocks ..... 115
- Production ..... 117
- Résultats des entreprises ..... 121

### COMpte ASSOCIÉ

123

## Encadrés

- Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007 ..... 16
- Le nouveau taux de chômage au sens du BIT... en Allemagne ..... 67
- La France moins exposée que ses voisins à un ralentissement américain ..... 68
- Un décomposition sectorielle et géographique de la dégradation récente du solde commercial français ..... 86
- L'envolée des prix des produits alimentaires nourrit l'inflation ..... 94
- Prévoir la population active pour prévoir le chômage ..... 101



# France : onde de choc amortie

Comme en témoigne un troisième trimestre supérieur aux attentes dans de nombreux pays, la croissance mondiale devrait avoir assez bien résisté aux multiples chocs qui l'ont affectée en 2007 : chute jusqu'ici ininterrompue du marché immobilier américain ; crise des prêts immobiliers à haut risque aux États-Unis débouchant, à partir du mois d'août, sur une panne de liquidité générale ; forte hausse des cours du pétrole au second semestre...

L'effet de ces chocs sur l'économie mondiale devrait se matérialiser plus nettement en 2008. Dans tous les pays, l'investissement des entreprises pâtirait du durcissement des conditions de financement, et le prélèvement inflationniste exercé par les matières premières agricoles et énergétiques freinerait la consommation des ménages. Dans les pays anglo-saxons, celle-ci serait en outre affectée par la baisse des prix immobiliers et le tarissement des financements appuyés sur la valeur des logements.

Le ralentissement de l'activité serait net aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il serait plus limité en zone euro, comme en témoigne la bonne résistance des enquêtes de conjoncture au cours des derniers mois, et en Asie.

La France a jusqu'à présent échappé au ralentissement général. L'écart de croissance avec l'Allemagne, comme avec l'ensemble de nos partenaires européens, s'était creusé en défaveur de la France lorsque l'activité de la zone avait accéléré en 2006 ; il a disparu depuis deux à trois trimestres. Les pertes de part de marché des exportateurs français semblent s'atténuer et l'investissement des entreprises est soutenu par la montée du taux d'utilisation des capacités.

Toutefois, l'économie française ne devrait pas échapper entièrement au ralentissement mondial. En l'absence de grèves dans les transports, la croissance du PIB français aurait été de 0,6 % au quatrième trimestre 2007 puis de 0,4 % par trimestre au cours du premier semestre de 2008.

Les grèves viendraient altérer à la marge ce profil, en abaissant d'un dixième de point la croissance du quatrième trimestre et en la relevant d'autant au premier trimestre de 2008.

La nette appréciation de l'euro devrait peser sur les exportations à la fin de 2007 et au début de 2008. L'investissement des entreprises, encore dynamique en fin d'année 2007 selon les enquêtes de conjoncture, serait progressivement freiné par le durcissement des conditions de financement et le ralentissement de la demande étrangère. La consommation serait soumise, quant à elle, à des influences contradictoires : la hausse de l'inflation énergétique et alimentaire pèserait sur le revenu réel des ménages mais ceux-ci parviendraient cependant à maintenir leur rythme de consommation en abaissant leur taux d'épargne, corrigé ainsi en partie sa forte progression de début 2007.

Les créations d'emploi devraient également fléchir et le chômage baisser moins rapidement. Le taux de chômage au sens du BIT reviendrait néanmoins à 7,7 % de la population active au deuxième trimestre de 2008.

L'ampleur et la durée de la crise de liquidités actuelle constituent la principale source d'incertitude affectant cette prévision : si elle se prolonge, la pénurie de liquidités pourrait entraîner de nombreuses décisions d'investissement et le ralentissement de l'économie mondiale s'accentuerait ; à l'inverse, si elle devait se résoudre rapidement, l'assouplissement des conditions de financement qui en résulterait, amplifié aux États-Unis par les baisses de taux directeurs déjà décidées par la Réserve fédérale, pourrait entraîner un redémarrage rapide de la croissance. La stabilité du climat des affaires dont témoignent les enquêtes de conjoncture, malgré la dégradation de l'environnement international, signale peut-être que la France dispose de ressorts internes lui permettant de résister mieux que prévu au ralentissement général. ■

*La croissance de l'ensemble des pays industrialisés a rebondi au troisième trimestre*

Dans l'ensemble des pays industrialisés, la croissance a fortement rebondi au troisième trimestre (+0,9 % au total après +0,5 %). L'économie américaine a notamment surpris par sa résilience, sa croissance dépassant largement le consensus des prévisionnistes (+1,2 %). En 2007, l'économie mondiale serait ainsi restée dynamique, portée en particulier par la vigueur des pays émergents, Chine en tête.

*Mais l'horizon s'obscurcit pour l'économie mondiale*

Toutefois, malgré le rebond du troisième trimestre, la croissance des pays industrialisés serait moindre en 2007 qu'en 2006 (+2,4 % après +2,8 %) et l'économie mondiale devrait ralentir à partir de la fin de l'année : la crise immobilière perdure aux États-Unis, les perturbations financières ne s'atténuent guère, la flambée des prix énergétiques et des matières premières agricoles alimente l'inflation, et les cycles d'investissement en zone euro et dans les pays d'Asie du Sud-est semblent avoir dépassé leur pic atteint en milieu d'année.

### **Les difficultés subsistent sur les marchés monétaires**

En dépit des injections répétées de liquidité par les banques centrales, les marchés monétaires peinent à retrouver un fonctionnement normal, comme en témoignent les tensions accrues observées fin novembre et début décembre. L'écart entre les taux à 3 mois du marché monétaire (USD-LIBOR) et le principal taux directeur aux États-Unis s'élève ainsi bien au-dessus de sa moyenne de long terme. De même, dans la zone euro, l'écart entre le taux à 3 mois du marché monétaire (Euribor) et le taux directeur reste important. En outre, la fuite vers la qualité ne semble pas terminée, le rendement des obligations publiques restant particulièrement bas en zone euro et aux États-Unis.

*La situation sur les marchés monétaires ne se normaliserait que très progressivement*

Les turbulences financières pourraient mettre du temps à se dissiper. En effet, malgré la publication de premiers résultats trimestriels par les banques, l'incertitude sur la localisation exacte des actifs financiers à haut risque, tels que les prêts immobiliers douteux, reste grande aux États-Unis. Les conditions d'octroi du crédit devraient donc rester tendues dans les trimestres à venir.

### **Les prix énergétiques et des matières premières alimentaires flambent**

*Les tensions physiques restent vives sur les marchés pétroliers*

À ces incertitudes financières, s'ajoute un double choc inflationniste. Après une première forte hausse au mois de septembre, le prix du pétrole a continué d'augmenter en octobre et en novembre. Le 23 novembre, le baril de brent a atteint le niveau record de 96\$. Ces pressions haussières renvoient aux tensions physiques qui prévalent aujourd'hui sur les marchés pétroliers : la demande croît vivement, notamment au Moyen-Orient et en Chine, et l'Opep n'utilise pas toutes ses capacités disponibles. Ces tensions ont été renforcées par l'accentuation des incertitudes géopolitiques et par une météo capricieuse, qui a perturbé l'extraction et l'acheminement de pétrole. Au premier semestre de 2008, les cours demeuraient donc très volatils, autour d'un niveau moyen de 90\$.

*Les cours des matières premières nourrissent l'inflation*

Les tensions inflationnistes sont aggravées, en outre, par l'évolution des cours des matières premières alimentaires. En augmentation depuis la mi-2006, les cours se sont réellement envolés depuis le début d'année, pour des raisons à la fois conjoncturelles (mauvaises conditions météorologiques) et structurelles (vive progression de la demande et production de biocarburants diminuant les surfaces consacrées à l'alimentation). Ces hausses ont commencé à se transmettre aux prix à la consommation à partir de l'été.

### **L'économie américaine devrait fortement ralentir**

*La crise immobilière amputerait encore la croissance aux États-Unis*

Les tensions inflationnistes et les déséquilibres accumulés vont peser sur la première économie du monde. La croissance américaine devrait rester modeste dans les mois à venir (entre +0,3 % et +0,4 % par trimestre) et le risque de réces-

sion n'est pas à négliger. À ce stade du cycle, en effet, la stabilisation du marché immobilier ne semble pas encore en vue : les stocks de logements invendus restent à des niveaux élevés, la confiance des promoteurs est en berne et les prix immobiliers continuerait de baisser. L'investissement en logement des ménages poursuivrait donc sa chute dans les prochains trimestres. À cet horizon, la consommation des ménages devrait être freinée par la baisse des prix immobiliers, qui ampute leur richesse et leur capacité d'emprunt, et par le ralentissement du pouvoir d'achat, en raison notamment de la hausse de l'inflation énergétique et alimentaire. L'investissement productif ralentirait également du fait du durcissement des conditions de financement et de la dégradation des perspectives de demande. Le dynamisme du commerce extérieur devrait toutefois soutenir la conjoncture, permettant à l'économie américaine de continuer à croître modérément : la dépréciation continue du dollar, en améliorant la compétitivité-prix de l'économie américaine, favorise depuis plusieurs trimestres déjà une contribution positive du commerce extérieur à la croissance.

*La demande intérieure devrait nettement faiblir au Royaume-Uni*

Deuxième grand partenaire de la zone euro, l'économie britannique ralentirait également après un cycle de croissance particulièrement vigoureux. La croissance, qui devrait atteindre 3,1 % en 2007 (après +2,8 % en 2006), reviendrait à des rythmes annuels inférieurs à +2,0 % à l'horizon de l'été 2008. La demande des ménages devrait s'essouffler nettement sous l'effet conjugué d'un pouvoir d'achat moins dynamique et du retour en cours du marché immobilier. Ainsi, les dernières enquêtes signalent une détérioration du climat des affaires : les anticipations de production dans l'industrie ont notamment sensiblement baissé.

*Les pressions déflationnistes persistent au Japon*

Au Japon, les pressions déflationnistes perdurent. Au second semestre de 2007, la croissance serait tirée vers le bas par la chute de l'investissement en construction due au durcissement des normes d'octroi des permis de construire. Au premier semestre de 2008, en revanche, elle devrait renouer avec des rythmes un peu plus soutenus. Pour autant, ce regain d'activité resterait d'ampleur insuffisante pour susciter la hausse des salaires et de l'inflation sous-jacente qui attesterait que le Japon est véritablement sorti de déflation.

*Les pays émergents, Chine en tête, se maintiendraient sur un sentier de croissance soutenue*

Enfin, la vigueur de l'économie chinoise ne devrait pas se démentir. Même si un léger ralentissement est possible, la croissance dépasserait de nouveau 10 % en rythme annuel début 2008. L'activité reste portée par l'investissement et par un commerce extérieur toujours florissant : l'excédent commercial dépasse déjà les 210 milliards de dollars sur les dix premiers mois de l'année, en progression de 60 % par rapport à l'année dernière. Le dérapage des prix constitue aujourd'hui le seul nuage sur l'économie chinoise dont le dynamisme devrait profiter aux pays de la région : malgré l'infléchissement de l'investissement productif en Asie du Sud-est, l'activité devrait y rester relativement soutenue.

### **L'appréciation du taux de change dégrade la compétitivité-prix de la zone euro mais limite l'inflation importée**

*Le commerce extérieur se dégraderait en zone euro*

Outre les perturbations financières et la flambée des prix énergétiques et alimentaires, la zone euro subit les effets de l'appréciation passée de sa devise (de manière conventionnelle, le taux de change en prévision est retenu constant à 1,45\$/€) : dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale, le commerce extérieur devrait contribuer négativement à la croissance de la zone euro.

*La demande intérieure ralentirait également*

La demande intérieure devrait aussi ralentir. Le cycle d'investissement commencé en 2003 semble avoir désormais dépassé son point haut, les entrepreneurs signalant notamment une diminution du taux d'utilisation des capacités de production. De plus, dans plusieurs pays de la zone (Espagne, Finlande et Irlande notamment), les risques de recul du secteur immobilier se sont nettement renforcés. La croissance de la consommation tendrait pour sa part à se stabiliser. Elle continuerait certes de bénéficier du redressement de la croissance de la masse

salariale, mais souffrirait de la ponction inflationniste opérée par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Toutefois, cette ponction serait amortie par la hausse de l'euro.

*La politique monétaire devrait rester neutre à court terme*

En 2007, le PIB de la zone euro devrait encore avoir crû à un rythme soutenu (+2,6 % après +2,9 % en 2006), mais le ralentissement en cours ramènerait la croissance de la zone à 0,4 % seulement par trimestre au premier semestre de 2008, un rythme inférieur à la croissance potentielle de la zone euro. Ce ralentissement de la zone euro est d'ailleurs suggéré par la dégradation des enquêtes de conjoncture dans l'industrie, amorcée en avril, et dans les services, apparue en septembre. Malgré ce ralentissement, la Banque centrale européenne maintiendrait ses taux directeurs inchangés en raison des tensions inflationnistes actuelles, tensions qui auraient pu être plus importantes sans l'appréciation de l'euro.

*L'investissement productif aurait un profil heurté en Allemagne*

En Allemagne, la croissance devrait faiblir : encore proche de 3 % sur l'ensemble de l'année 2007, elle ne serait plus que de 0,4 % à 0,5 % par trimestre fin 2007 et début 2008. Le profil de l'investissement serait toutefois heurté : les entreprises allemandes devraient avancer fin 2007 leurs dépenses d'investissement, afin de bénéficier des dernières possibilités d'un dispositif d'amortissement fiscal élargi supprimé au premier janvier 2008. Par contrecoup, l'investissement productif diminuerait au premier trimestre de 2008, la situation se normalisant par la suite. L'investissement en construction devrait être de nouveau à la peine en raison de l'arrêt des aides d'accès à la propriété. A contrario, la consommation des ménages, tirée par l'amélioration des revenus salariaux, continuerait de soutenir la demande.

*La croissance italienne resterait molle*

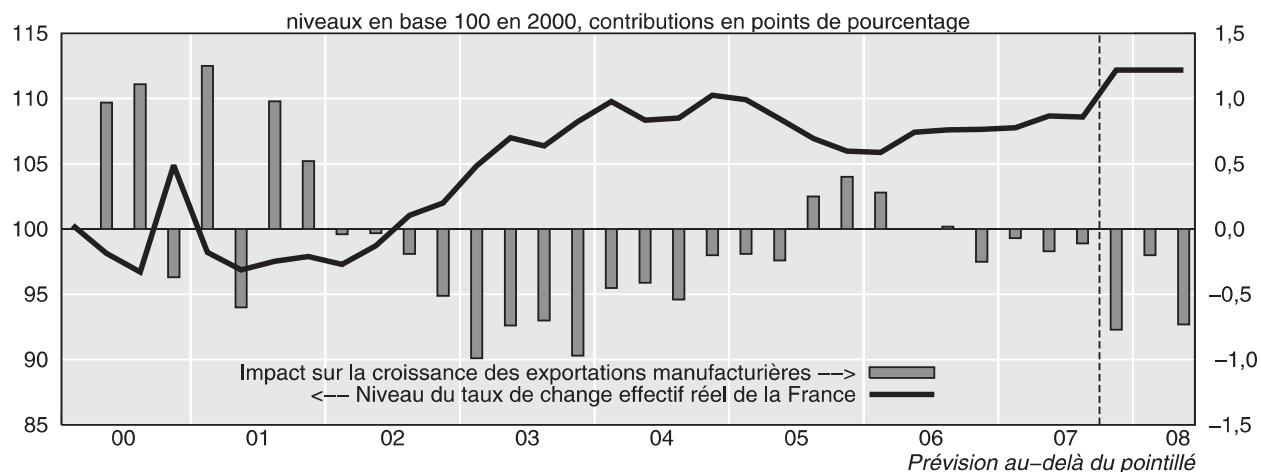
En Italie, la nouvelle dégradation des enquêtes de conjoncture industrielle semble annoncer que la croissance devrait rester faible : elle ne dépasserait pas 0,3 % par trimestre en prévision. Sur l'ensemble de l'année 2007, elle n'atteindrait que +1,8 %, malgré un accès conséquent de +1,1 % en début d'année.

### **En France, le commerce extérieur pèserait à nouveau sur la croissance**

*L'appréciation du change effectif de l'euro dégrade la compétitivité-prix de l'économie française*

Sur les trois premiers trimestres de 2007, la croissance des exportations manufacturières est restée en ligne avec la demande mondiale adressée à la France. Néanmoins, au quatrième trimestre, le taux de change effectif réel de l'euro devrait à nouveau s'apprécier fortement (+3,3 %) : les exportations manufacturières décéléreraient ainsi davantage que la demande mondiale. La perte de compétitivité-prix pourrait amputer la croissance des exportations manufacturières d'un point au quatrième trimestre de 2007 et d'un point supplémentaire au

### **1 - Niveaux du taux de change effectif réel de la France et contribution à la croissance des exportations manufacturières**



Source : DGTE, Insee, calculs des auteurs

premier semestre de 2008. En outre, dans un environnement international moins porteur, notamment en zone euro, la demande mondiale adressée à la France devrait elle-même ralentir.

*Les exportations manufacturières ralentiraient*

En 2007, les exportations manufacturières devraient avoir augmenté de 4,2 % en moyenne, après +8,4 % en 2006. Leur ralentissement est toutefois artificiellement amplifié par des flux excessifs de téléphonie mobile en 2006, vraisemblablement liés à une fraude massive, qui ont affecté la France comme d'autres pays européens : corrigée de ces flux, la croissance des exportations s'élèverait à 4,9 % en 2007, après +7,7 % en 2006.

Le ralentissement des exportations, observé dès le quatrième trimestre de 2007, toucherait principalement les produits manufacturés. Il serait sensible au quatrième trimestre et au premier semestre de 2008, malgré le maintien attendu de la croissance des exportations de services.

*Les importations seraient freinées par une demande moins dynamique*

Le dynamisme des importations manufacturières devrait lui aussi s'atténuer, freiné par une demande des ménages moins soutenue. Néanmoins, le ralentissement des importations serait moins prononcé que celui des exportations. D'une part, les importations énergétiques rebondiraient nettement au quatrième trimestre (+3,5 %, après -5,8 % au troisième trimestre). D'autre part, l'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro favoriserait les importations de produits manufacturés et de services. Début 2008, les importations croîtraient au même rythme qu'en 2007 (+4,5 % en moyenne annuelle).

*Le commerce extérieur pèse toujours sur la croissance*

Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative au premier semestre de 2008. Le solde des produits manufacturés devrait en particulier continuer de se détériorer et le déficit commercial global se creuser à nouveau (cf. encadré « Une décomposition sectorielle et géographique de la dégradation récente du solde commercial français »).

### Ralentissement en pente douce de la production

*La production manufacturière a fortement rebondi au troisième trimestre*

La production a été dynamique au troisième trimestre (+0,9 %). Elle a en particulier rebondi dans l'industrie manufacturière (+1,3 %). Mais ce dynamisme a surtout corrigé un deuxième trimestre décevant et la production devrait ralentir dans quasiment toutes les branches, notamment dans la branche manufacturière, où le climat des affaires s'est stabilisé, et dans le commerce, où l'activité devrait subir le ralentissement de la demande. Le climat des affaires dans l'industrie manufacturière se maintient néanmoins à un niveau élevé.

*Les grèves affecteraient la production de transport au quatrième trimestre de 2007*

La branche des transports devrait marquer le pas au quatrième trimestre, en raison des grèves de la mi-novembre. Sa production devrait rebondir par contre-coup au début de 2008. À partir du quatrième trimestre, la production de services marchands retrouverait un rythme proche de sa tendance des deux dernières années (+0,6 % par trimestre après +0,8 % au troisième trimestre).

*La construction devrait être toutefois temporairement plus dynamique*

En revanche, la production dans le secteur de la construction repartirait fin 2007 après sa faible progression du troisième trimestre : elle bénéficierait du sursaut de l'investissement en logement des ménages (+1,0 %), cohérent avec le rebond des mises en chantier cet été. Celui-ci devrait se modérer par la suite (+0,8 % au premier trimestre de 2008 et +0,7 % au deuxième), du fait du plafonnement actuel des mises en chantier et des permis de construire. Enfin, la production d'énergie resterait soutenue au quatrième trimestre (+1,1 %), en raison de températures inférieures aux normales saisonnières en octobre et en novembre. Par contre-coup, elle reculerait légèrement en début d'année 2008 (-0,2 % au premier trimestre) avant de retrouver un rythme tendanciel au deuxième trimestre (+0,2 %).

Au total, la production ralentirait, pour croître entre +0,4 % à +0,5 % par trimestre à l'horizon de la prévision. Pour 2007, elle augmenterait de 2,2 % (après +2,3 % en 2006). L'acquis de croissance de la production pour 2008 à la fin du premier semestre serait de +1,7 %.

*L'investissement productif resterait dynamique au quatrième trimestre*

Au quatrième trimestre, l'investissement des entreprises resterait dynamique (+1,2 % après +1,0 % au troisième). L'appareil productif apparaît en effet toujours fortement sollicité et les industriels interrogés en octobre prévoient d'accroître significativement leurs investissements au second semestre de 2007. Sur l'ensemble de l'année 2007, et en dépit d'une faiblesse passagère au deuxième trimestre, l'investissement des entreprises non financières aurait accéléré légèrement (+5,1 % après +4,6 % en 2006). Le taux d'investissement aurait donc de nouveau progressé, atteignant en moyenne 18,7 % en 2007 (après 18,1 % en 2006).

*Il devrait ralentir par la suite*

Au début de l'année 2008, l'investissement productif ralentirait (+0,8 % au premier trimestre et +0,7 % au deuxième). Le ralentissement de l'activité limiterait en effet les perspectives de demande. De plus, les conditions de financement apparaissent nettement moins favorables à la réalisation de nouveaux projets. Les chefs d'entreprises industrielles anticipent ainsi une poursuite du renchérissement du crédit en 2008 selon les résultats de l'enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie d'octobre 2007. Le ralentissement de l'investissement affecterait essentiellement les dépenses d'investissement en biens manufacturés (+0,8 % et +0,5 % aux premier et deuxième trimestres de 2007). Le cycle d'investissement productif commencé en 2003 devrait donc atteindre son pic en France fin 2007, avec un peu de retard par rapport à ses partenaires de la zone euro.

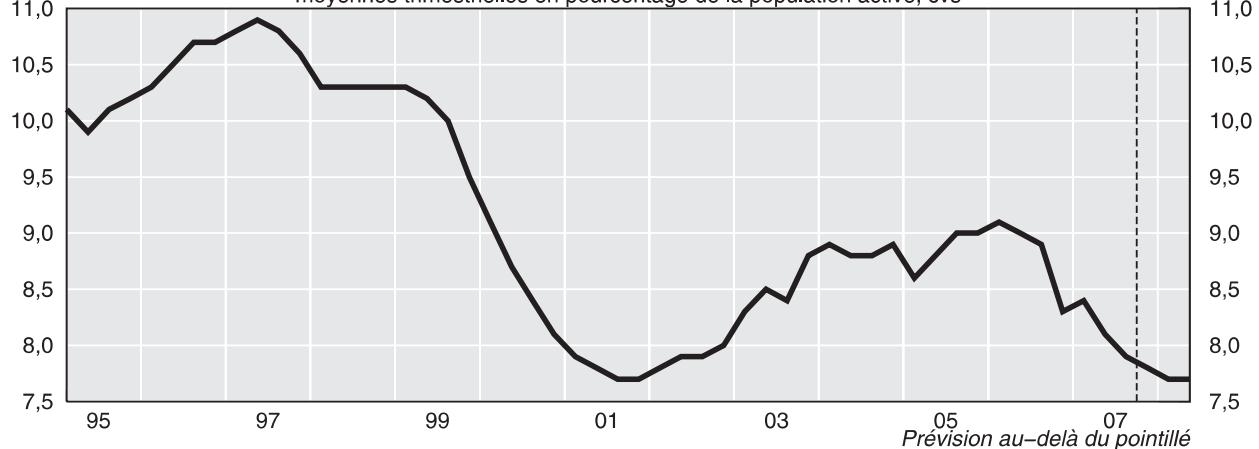
### Haut niveau de créations d'emploi en 2007

*L'amélioration est très nette sur le marché du travail en 2007*

Sur le front de l'emploi, l'amélioration serait nette en 2007 : 348 000 emplois seraient créés dans l'ensemble de l'économie française, soit plus qu'en 2006 où le marché du travail avait déjà été très dynamique (+282 000 emplois). Cette progression tient en grande partie à la hausse des créations d'emploi dans les secteurs marchands, dont notamment les services aux entreprises (+106 000 emplois), les services aux particuliers (+92 000 emplois), ainsi que la construction (+64 000 emplois). L'industrie manufacturière continuerait de perdre des emplois, mais à un rythme moindre qu'en 2006. La forte hausse de l'emploi en 2007 aurait également bénéficié d'une évolution toujours dynamique dans les secteurs non marchands, même si le nombre de contrats aidés baisse à nouveau : les sorties dans ces dispositifs auraient dépassé les entrées en seconde partie d'année.

### 2 - Taux de chômage au sens du BIT

moyennes trimestrielles en pourcentage de la population active, cvs



Champ : France métropolitaine, population des ménages  
Source : Insee, enquête Emploi

*Elle devrait se poursuivre au premier semestre de 2008*

Au premier semestre de 2008, la croissance de l'emploi se poursuivrait au même rythme qu'au second semestre de 2007, et 122 000 postes seraient créés. Les gains de productivité resteraient donc modérés.

Compte tenu du ralentissement de la population active, le haut niveau de créations d'emploi devrait se traduire par une nouvelle décrue du chômage : en moyenne, le taux de chômage au sens du BIT s'établirait en France métropolitaine à 7,7 % au deuxième trimestre de 2008, prolongeant la baisse amorcée début 2006.

### **Le pouvoir d'achat des ménages ralentirait en 2008**

*Le revenu des ménages a été particulièrement dynamique en 2007*

En 2007, l'amélioration continue du marché du travail a largement bénéficié à la masse salariale qui aurait crû de plus de 4 %. Des baisses de prélèvements (barème de l'impôt sur le revenu, hausse de la prime pour l'emploi, baisse de cotisations liée à la défiscalisation des heures supplémentaires en fin d'année) ont par ailleurs contribué à une nette accélération du pouvoir d'achat du revenu des ménages (+3,3 % après 2,4 % en 2006).

*Il ralentirait au premier semestre de 2008*

Après les changements de barème opérés en 2007, l'impôt sur le revenu des personnes physiques amputera davantage le revenu des ménages en 2008. Malgré l'impact favorable de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi Tepa), le revenu nominal des ménages ralentirait ainsi au premier semestre de 2008.

*En outre, l'inflation est vive*

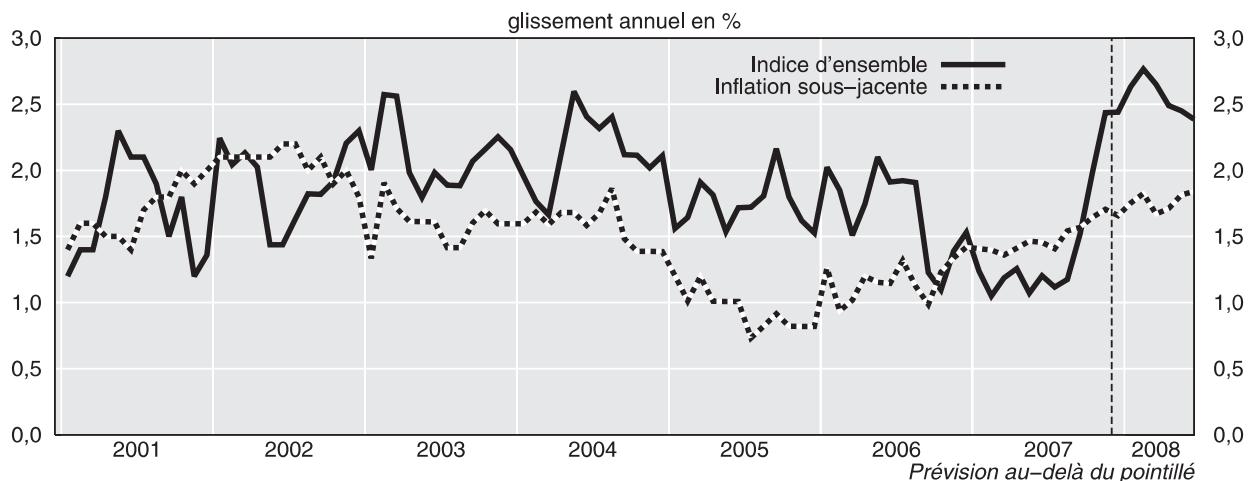
Par ailleurs, la hausse des prix de l'énergie en novembre, relayée par celle des produits alimentaires, pousserait l'inflation d'ensemble à 2,8 % en février 2008<sup>(1)</sup>. Néanmoins, compte tenu des hypothèses retenues sur le prix du baril de pétrole et le taux de change, l'inflation totale se replierait à 2,4 % à la fin du premier semestre de 2008.

*Le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages n'entraînerait pas celui de leur consommation*

Le ralentissement marqué de leur revenu et une inflation plus forte entraîneraient donc un ralentissement du pouvoir d'achat des ménages au premier semestre de 2008 (+1,2 % en rythme annuel). Après le rebond du troisième trimestre de 2007, la consommation des ménages resterait toutefois sur des rythmes proches de la tendance de ces deux dernières années (+0,6 % environ par trimestre au premier semestre). En effet, les ménages puissent dans leur épargne afin de lisser l'évolution de leur consommation, aidés en cela par le déblocage anticipé

(1) Entre juillet 2007 et juin 2008, la flambée du cours des matières premières alimentaires, en se répercutant sur les prix à la consommation des produits alimentaires transformés, aurait ainsi contribué à pousser l'inflation à la hausse de 0,4 point.

### **3 - Prix à la consommation en France**



Source : Insee

de l'épargne salariale autorisé au premier semestre. Le taux d'épargne qui se serait maintenu à 16,5 % en moyenne en 2007, diminuerait ainsi à 16,1 % au deuxième trimestre de 2008.

Le profil de la consommation serait quelque peu affecté par les grèves de transport d'octobre-novembre, en particulier la consommation en transport et en produits manufacturés (cf. encadré « *Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007* »). Au total, la consommation ne croîtrait que de 0,4 % au quatrième trimestre de 2007, avant de rebondir (+0,6 %) aux premier et deuxième trimestres de 2008.

### Ralentissement très progressif de l'activité

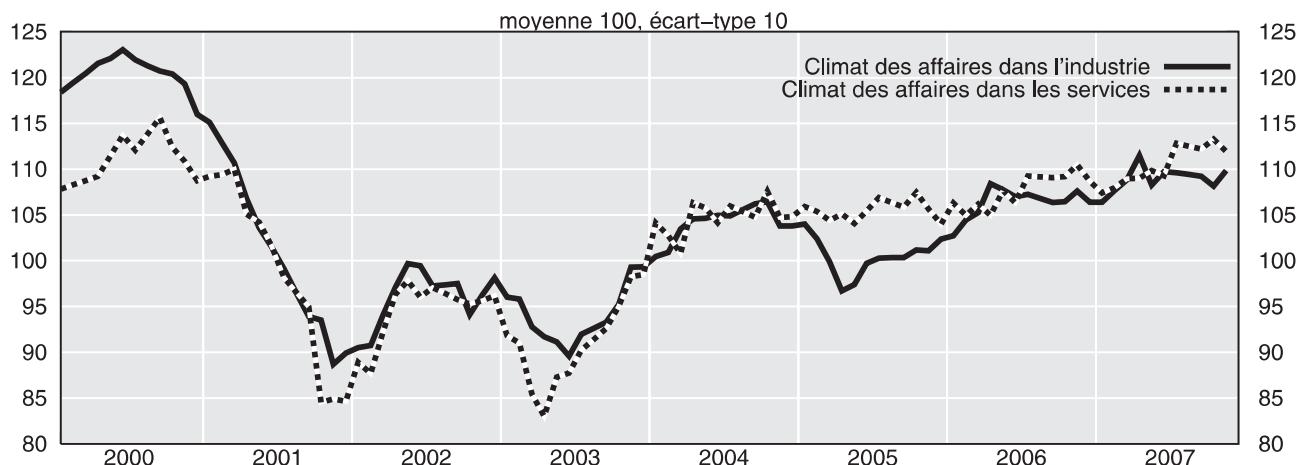
*Les grèves de fin d'années affecteraient le profil de la croissance*

En 2007, l'économie française devrait croître à un rythme de 1,9 %, très proche de sa croissance potentielle. Après le rebond du troisième trimestre, anticipé lors du *Point de conjoncture d'octobre* (+0,7 %), l'activité économique devrait rejoindre un rythme plus modéré sur la période de prévision. Le profil de la croissance serait marqué par les grèves de novembre : celles-ci amputeraient la croissance du quatrième trimestre de 0,1 point (+0,5 % de croissance contre +0,6 % hors effet des grèves). Par effet de rebond, elle serait rehaussée de 0,1 point au premier trimestre de 2008 (+0,5 %). L'activité ralentirait au deuxième trimestre (+0,4 %). Hors effet des grèves, la croissance aurait été de 1,9 % en 2007. L'acquis de croissance pour 2008 atteindrait +1,7 % en milieu d'année.

Cette prévision repose sur l'hypothèse que l'impact sur la croissance de la dégradation de notre environnement international reste limité. Toutefois, cet impact pourrait se révéler plus important : le ralentissement de la demande mondiale adressée à la France et l'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro pourraient être plus importants qu'en prévision et ralentir plus fortement encore nos exportations. La persistance des perturbations financières et les perspectives de ralentissement de la demande pourraient également freiner plus fortement l'investissement des entreprises.

À l'inverse, le message positif des enquêtes de conjoncture sur la production signifie que les entreprises ne ressentent pas, tout du moins pas encore, l'effet des chocs qui affectent aujourd'hui l'économie mondiale. Ce décalage de perception ne signifie pas que l'économie française est définitivement à l'abri de ces chocs, mais il peut néanmoins être le signe que des facteurs favorables moins immédiatement visibles sont à l'œuvre. Si c'était le cas, le ralentissement prévu de l'économie française pourrait être moins important. ■

### 4 - Climat des affaires



Source : Insee, enquêtes de conjoncture

## France : équilibre ressources-emplois en volume

aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %

	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acquis
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>°</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>°</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>°</sup> T.			
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
Importations	0,9	3,0	-0,8	1,1	0,9	1,8	1,4	1,2	1,3	1,1	7,1	4,5	4,3
Dépenses de consommation des ménages	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6	2,3	2,0	1,9
Dépenses de consommation des APU*	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,4	1,4	1,2
FBCF totale	0,5	1,9	0,6	1,3	1,2	0,4	0,6	1,2	0,7	0,6	4,1	3,9	2,5
dont : ENF	0,2	2,7	0,8	1,9	1,4	0,5	1,0	1,2	0,8	0,7	4,6	5,1	2,9
Ménages	1,4	1,0	0,9	-0,4	0,3	0,4	0,1	1,0	0,8	0,7	4,5	1,3	2,2
Exportations	3,2	1,2	-1,3	1,0	1,5	0,7	1,7	1,1	0,8	0,7	6,3	3,6	3,2
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,3	0,5	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	2,4	2,2	1,9
Variations de stocks**	-0,6	0,7	-0,3	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Commerce extérieur	0,6	-0,5	-0,1	0,0	0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3

Prévision

\* Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM.

\*\* Les variations de stocks sont y compris acquisitions nettes d'objet en valeur

Source : Insee

## Encadré - Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007

En France, les transports publics ont été touchés par des grèves le 18 octobre, puis de nouveau entre les 14 et 22 novembre de 2007, soit un total de dix jours de grève<sup>(1)</sup>. Les indicateurs d'activité n'étant pas encore disponibles sur cette période (comptes nationaux trimestriels, indice de la production industrielle, etc.), l'étude des grèves de novembre - décembre 1995 fournit une base pour évaluer l'impact sur l'activité de ces jours de grève. Ceux-ci auraient affecté d'environ deux dixièmes de point de PIB la croissance du dernier trimestre de 1995. Sur cette base, les grèves de cet automne auraient réduit la croissance du PIB de 0,1 point au quatrième trimestre et par contrecoup relevé d'autant la croissance au premier trimestre de 2008. Les effets devraient être négligeables sur la croissance annuelle en 2007.

### Une estimation de l'effet net des grèves au niveau fin

Afin d'évaluer l'impact des grèves de transport d'octobre-novembre 2007, on s'appuie sur une estimation de l'impact de celles de novembre-décembre 1995 sur l'activité économique de l'époque. En effet, contrairement au mouvement de 2003 d'ampleur limitée<sup>(2)</sup>, celui de 1995 avait été particulièrement intense, s'étalant sur 22 jours : il constitue ainsi un meilleur champ d'étude rétrospectif de l'impact des grèves sur l'activité économique.

L'analyse est menée à un niveau sectoriel fin, ce qui permet d'une part de mettre en évidence certains effets spécifiques impossibles à détecter au niveau agrégé, et d'autre part d'étudier plus spécialement les effets potentiels de substitution : par exemple un arrêt du fret ferroviaire est compensé en partie par une forte activité des transports routiers. L'étude est menée au niveau national, mais les incidences sur la croissance peuvent naturellement être plus importantes dans les zones les plus directement touchées, l'Île-de-France notamment.

Pour chacune des séries considérées, l'effet de la grève est mesuré par l'écart entre la production effectivement observée et une estimation de la production qui aurait potentiellement été réalisée en l'absence de grève<sup>(3)</sup>. Cette estimation est basée sur une extrapolation de la tendance, nécessairement approximative, qui prévalait avant la grève (cf. graphique 1 à titre d'exemple) ; l'effet de la grève ne peut ainsi être attesté que s'il est d'ampleur supérieure aux divers aléas non identifiés affectant habituellement l'évolution de la production. Dans le cas contraire, l'effet de la grève n'est pas forcément nul mais il est impossible à distinguer des fluctuations normales de l'activité. Il convient par ailleurs d'identifier les autres chocs exceptionnels pouvant affecter l'activité économique. Par exemple, dans l'industrie automobile, la hausse sensible de la production au quatrième trimestre de 1995 s'explique par le lancement de la prime à la casse dite « Juppé » en novembre, alors que le troisième trimestre 1995 avait été marqué par une forte baisse (arrêt de la prime « Balladur » fin juin)<sup>(4)</sup>.

Pour mesurer l'impact global net de la grève sur le PIB de la France, les effets mesurés à un niveau fin sont ensuite insérés dans une maquette comptable tenant compte des effets de bouclage entre les différents secteurs de l'économie.

(1) Au moment du bouclage de cette Note de Conjoncture, le 14 décembre.

(2) Insee, « Quel effet des grèves sur l'activité au premier trimestre 2003 ? », Note de Conjoncture, décembre 2003, pp120-122.

(3) Pour tester la significativité de la grève sur une variable  $Y$ , on considère le modèle suivant estimé sur données mensuelles sur la période 1978-2006 :  $\Delta \log Y_t = \sum a_k \Delta \log Y_{t-k} + b_1 l_{nov95} + b_2 l_{dec95} + b_3 l_{jan96} + b_4 l_{fev96} + \varepsilon_t$ . Les estimations des coefficients  $b_1$  et  $b_2$  fournissent l'impact de la grève sur la croissance de  $Y$  en novembre et décembre 1995.

(4) Insee, « 1995 : croissance ralentie », note de conjoncture, mars 1996.

**Tableau 1**  
**Effet direct de la grève de 1995 sur la production et la consommation en transports**

en %

	<b>Impact de la grève sur la variation au 4<sup>ème</sup> trimestre 1995</b>	<b>Intervalle de l'estimation (*)</b>
Production globale de transport	-1,6	de -0,8 à -2,4
- dont transport ferroviaire (10 %)	-2,5	de -2,2 à -2,8
- dont transport routier de voyageurs (10 %)	-2,8	de 0 à -6
- dont transport routier de marchandises (30 %)	+ 1,7	de 0 à 4
Consommation des ménages en transport	-4	de -2,5 à -5,5

Note : Le total des poids (entre parenthèses) est inférieur à 100 % car d'autres modes de transport peu affectés par la grève (aériens, eaux, agences de voyages, organisation du transport de fret...) ne sont pas reportés ici.

\* Intervalle de confiance à 90%

### En 1995, la grève aurait amputé la croissance trimestrielle du PIB de 0,2 point

La grève de 1995 a évidemment diminué directement l'activité de transports. La consommation des ménages en transport aurait ainsi baissé d'environ 10 % en décembre 1995, suivie par une nette hausse en janvier 1996 (cf. graphique 2). Cette hausse correspond à un retour à une activité normale. Un phénomène de report (certains déplacements empêchés en décembre ont été reportés en janvier) peut également avoir joué, mais ce phénomène semble d'ordre inférieur aux divers aléas affectant les séries de consommation et de production étudiées. Il sera donc systématiquement négligé dans l'analyse.

La baisse au quatrième trimestre de la production de transport ferroviaire et du trafic de la RATP (inclus dans le transport routier de voyageurs) n'est que partiellement compensée par une hausse du transport routier de marchandises et des autres transports routiers de voyageurs (effet de substitution). Sur l'ensemble du quatrième trimestre, la production totale de la branche transport a donc subi une baisse de 1,6 % imputable aux grèves et la consommation des ménages en transports a été diminuée de 4 % pour la même raison (cf. tableau 1).

Aux effets directs de la grève (perte de valeur ajoutée dans les entreprises de transport) s'ajoutent des effets indirects : baisse de la production manufacturière et de la consommation de service par exemple. Ces effets indirects, diffusés dans l'ensemble de l'économie et d'ampleur moindre, sont estimés avec moins de précision que les effets directs.

Le secteur manufacturier a été néanmoins significativement affecté tant au niveau de la production (métallurgie en particulier), qu'en termes de consommation des ménages : consommation en

équipements du foyer, en baisse de 6 % en décembre 1995, ou consommation en habillement-cuir qui chute de 4 %. À l'inverse, on n'observe pas d'impact significatif de la grève sur la consommation d'énergie : la hausse des dépenses de carburants résultant de l'utilisation des transports routiers aurait été en partie compensée par des consommations électriques plus faibles. L'effet négatif sur la consommation des ménages en services apparaît relativement faible, concentré dans les services aux particuliers (hôtellerie, restauration et activités récréatives).

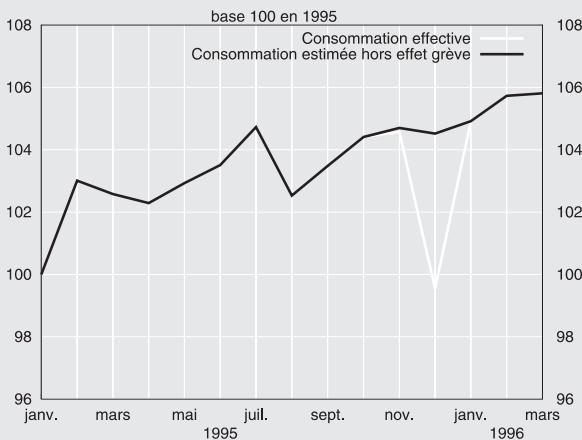
Globalement, l'impact de la grève de 1995 sur l'ensemble de l'économie française est de l'ordre de -0,2 point ( $\pm 0,1$  point<sup>(5)</sup>) du PIB trimestriel. Une moitié environ de cet effet provient des conséquences directes de la grève dans le secteur des transports et une autre moitié est due à une perte de production et de consommation dans d'autres secteurs.

### Effet estimé des grèves de novembre 2007

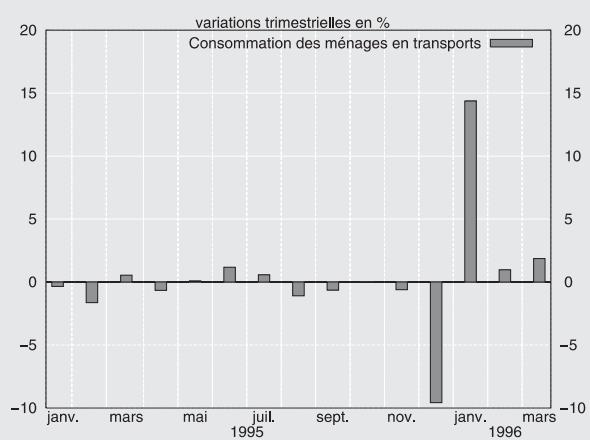
Le mouvement social de 1995, très suivi, avait duré 22 jours (dont 16 ouvrables). En incluant la grève du 18 octobre et en considérant que la reprise du travail a été effective le vendredi 23 novembre, le mouvement de 2007 a duré moins longtemps : 10 jours (dont 8 ouvrables). Selon les premiers résultats sur les voyageurs-km et tonnes-km perdus pour la SNCF du fait des grèves, la grève a été un peu moins suivie en 2007 qu'en 1995. Au total, l'intensité de la grève de 2007 peut être estimée à environ 40 % de celle de 1995.

(5) Intervalle de confiance à 90%.

### 2 - Impact de la grève de 1995 sur la consommation des ménages en transports



Source : Insee, Données CVS



Source : Insee, Données CVS

**Tableau 2**  
**Impacts estimés de la grève de 2007 sur l'économie française**

	<b>Contribution au PIB T4</b> en %	<b>Perdes</b> en millions d'euros
Transports	-0,04	200
Industrie manufacturière	-0,04	175
Services	-0,01	25
Total	-0,1	400

Note de lecture : Les effets de la grève sont regroupés au sein d'un cadre comptable bouclé. La contribution de chaque branche à la perte de valeur ajoutée totale est reportée dans la colonne « Contribution au PIB T4 ».

L'effet de la grève de 2007 est alors calculé en tenant compte des différences de structures de l'économie française entre 1995 et 2007 et en supposant l'impact de la grève proportionnel à son intensité. En terme de valeur ajoutée et non de chiffres d'affaires<sup>(6)</sup>, la perte pour l'économie française s'élèverait ainsi à environ un dixième de point de PIB trimestriel, soit 400 millions d'euros (cf. tableau 2). Mécaniquement, la croissance du PIB du premier trimestre 2008 bénéficierait d'un surplus de croissance d'un dixième de point de PIB trimestriel lié au retour à la normale de l'activité.

Des facteurs de sur-estimation comme de sous-estimation des effets ainsi calculés existent. D'une part, les producteurs ont pu anticiper la grève en augmentant leurs stocks pendant le préavis<sup>(7)</sup> et relever leur production dans les jours qui suivent la fin de la grève : l'effet net de la grève sur le mois peut être atténué par ces

ratrappages. D'autre part, la méthode d'estimation utilisée peut conduire à négliger de nombreux petits effets en raison de leur faible intensité. Enfin, rappelons que les effets effectivement estimés en décembre 1995 sont eux-mêmes soumis à l'incertitude liée à l'impossibilité de mesurer ce qui se serait produit en l'absence de grève<sup>(8)</sup>. L'évaluation présentée ici constitue un simple ordre de grandeur. ■

(6) La perte de chiffre d'affaires est nécessairement supérieure : outre la valeur ajoutée, les chiffres d'affaires comprennent les consommations intermédiaires.

(7) À titre d'exemple, Peugeot a annoncé avoir augmenté les stocks des concessionnaires pendant le préavis de grève de novembre 2007.

(8) Des évaluations précédentes avaient ainsi par exemple conduit à une évaluation un peu supérieure (de 0,2 à 0,3 point) sans que la différence doive être considérée significative (cf Insee, « Quel effet des grèves sur l'activité au premier trimestre 2003 ? », Note de Conjoncture, décembre 2003, pp120-122).



# Dossiers

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

Laurent Clavel

**Division  
Synthèse conjoncturelle**

**A**ux États-Unis, les créations d'emploi se poursuivent à un rythme encore soutenu, malgré le ralentissement marqué de l'activité économique depuis le début de 2006. Les gains de productivité ont par conséquent significativement baissé. Ce ralentissement de la productivité suscite un débat important outre-Atlantique, sur ses causes, son caractère temporaire ou durable et les conséquences à en tirer quant à la conduite de la politique monétaire : l'effet positif des technologies de l'information et de la communication (TIC) s'essoufflerait-il ? S'agit-il d'un ralentissement temporaire ou durable ? Celui-ci constraint-il l'action de la Réserve fédérale ? Ce dossier propose des éléments de réponse à ces trois questions :

- Il confirme le rôle, aujourd'hui très documenté, des TIC dans l'accélération de la productivité à partir du milieu des années 1990 : d'une part, le progrès technique, déjà très rapide dans ce secteur, a encore accéléré à cette époque ; d'autre part, la baisse des prix qui en a résulté a poussé les entreprises à investir massivement dans les TIC, ce qui a augmenté le capital par employé, et donc la productivité de la main-d'œuvre dans les secteurs utilisateurs de TIC. Après 2000, la croissance de la productivité du travail a baissé, du fait d'un net fléchissement de l'effort d'investissement, dans les secteurs des TIC comme dans les secteurs utilisateurs de TIC. Le ralentissement de la productivité en 2006 et 2007 traduirait surtout un nouvel infléchissement de la productivité globale des facteurs (le progrès technique au sens large, c'est-à-dire l'innovation technologique, l'amélioration des procédés et de l'organisation de la production,...), et non un essoufflement supplémentaire des TIC.
- Le caractère en grande partie structurel de l'accélération de la productivité à la fin des années 1990 est ensuite confirmé par une décomposition de la croissance de la productivité du travail aux États-Unis entre sa part cyclique et sa part tendancielle. Le ralentissement récent de la productivité serait en revanche principalement imputable à la composante cyclique, non durable, mais les gains de productivité tendancielle auraient également un peu diminué. Par ailleurs, le secteur de la construction dans son ensemble ne semble pas un facteur expliquant le ralentissement récent de la productivité tendancielle, malgré la résistance a priori surprenante de l'emploi dans le secteur de l'immobilier résidentiel aux États-Unis.
- Le ralentissement structurel de la productivité peut contribuer à l'augmentation du chômage structurel (NAIRU), ce qui se traduirait, pour un même niveau de chômage, par de nouvelles pressions inflationnistes. Le ralentissement actuel de la productivité américaine étant en effet en partie structurel, comme semblent l'indiquer les estimations présentées ici, le NAIRU devrait avoir monté aux États-Unis. La capacité de la Fed à baisser ses taux pourrait ainsi être dans une certaine mesure limitée, alors que des tensions sur les prix se manifestent. ■

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

*Depuis deux ans, les gains de productivité s'effritent outre-Atlantique*

Aux États-Unis, les créations d'emploi se poursuivent à un rythme encore soutenu malgré le ralentissement marqué de l'activité économique depuis le début de 2006. Les gains de productivité ont par conséquent significativement baissé. L'objet de ce dossier est d'étudier dans quelle mesure ce ralentissement de la productivité du travail peut être attribué aux mécanismes usuels du cycle de productivité, qui se traduisent par un ralentissement des gains de productivité en creux de cycle, ou s'il comporte également une part plus structurelle.

*Des enjeux importants pour la politique économique*

Les enjeux de cette problématique sont doubles. D'une part, le ralentissement en cours aux États-Unis pourrait être le signe d'un épuisement de l'effet des technologies de l'information et de la communication (TIC). Compte tenu du rôle de précurseur qu'ont joué les États-Unis vis-à-vis des pays européens en matière de diffusion des TIC, analyser les évolutions récentes de la productivité américaine peut donner des indications sur les perspectives en Europe. D'autre part, le ralentissement de la productivité peut contribuer à l'augmentation du chômage structurel (NAIRU), comme le montre Hatton (2002). Pour un niveau de chômage donné, cette hausse du NAIRU se traduirait par de nouvelles pressions inflationnistes qui pourraient limiter la possibilité pour la Fed de baisser ses taux directeurs en cas de choc défavorable à la croissance américaine.

Les révisions parfois importantes de la productivité du travail constituent une difficulté particulière pour son analyse. Dans un premier temps, nous étudions donc ces révisions récentes. Nous analysons ensuite les sources de la productivité américaine : les résultats obtenus, conformes à de nombreuses estimations disponibles, montrent le rôle, aujourd'hui très documenté, des TIC dans l'accélération de la productivité à partir du milieu des années 1990. Sur la période récente, leur contribution semble plus faible mais reste cependant importante. Ensuite, nous estimons la part cyclique de la productivité : nous trouvons qu'elle constitue la principale contribution à sa baisse récente. Ce diagnostic est confirmé par une analyse du secteur résidentiel, dont la conjoncture est particulière compte tenu de la crise immobilière.

## Des données et des analyses sujettes à révision

*Les séries de productivité peuvent être fortement révisées*

En préalable à l'analyse des évolutions récentes de la productivité du travail<sup>(1)</sup>, il est important d'avoir à l'esprit que les séries de productivité américaine peuvent parfois être révisées de manière conséquente. Les séries de productivité publiées par le *Bureau of Labor Statistics* (BLS) font l'objet de deux publications trimestrielles : une publication préliminaire 35 jours après la fin du trimestre, et une publication révisée un mois plus tard. En général, les révisions correspondantes portent essentiellement sur les trimestres les plus récents et tiennent à la mobilisation d'informations parvenues tardivement ou à la révision des coefficients de correction des variations saisonnières. Par ailleurs, la série de productivité est revue annuellement sur plus longue période, en cohérence avec les révisions des sources utilisées, notamment :

- côté valeur ajoutée et salaires, une révision sur trois ans est généralement intégrée lors de la publication d'août pour prendre en compte la révision des comptes nationaux (NIPA : *National Income and Product Accounts*) ;
- côté emploi et heures travaillées, une révision sur cinq ans est généralement intégrée lors de la publication de mars pour prendre en compte la révision du BLS incorporant les déclarations fiscales d'assurance-chômage (par État) que presque tous les employeurs doivent remplir.

(1) Dans tout ce dossier, la « productivité » correspondra à la productivité moyenne du travail, c'est-à-dire au ratio de la valeur ajoutée sur le nombre d'heures travaillées.

## Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

*Ces révisions modifient parfois les premières analyses*

Étant construites à partir de nombreuses sources d'information, ces séries sont sujettes à d'importantes et fréquentes révisions. Les économistes sont ainsi amenés à en modifier régulièrement l'interprétation.

Ainsi, en 1996, Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale à l'époque, estimait : « La rapide accélération des technologies informatiques et de télécommunication peut raisonnablement laisser attendre une augmentation appréciable de notre productivité ». Néanmoins, l'estimation initiale de la croissance de la productivité pour 1996, publiée en 1997, n'était que de +0,8 %. Cette faible performance de la productivité dans un cadre d'avancées technologiques était alors désignée comme le « paradoxe de la productivité informatique », que Robert Solow résumait ainsi : « l'ère de l'informatique [était] partout sauf dans les statistiques de productivité ». De même, lorsqu'Oliner et Sichel (1994) ainsi que Jorgenson et Stiroh (1995) ont quantifié l'impact des TIC, d'abord comme source de croissance de la valeur ajoutée, puis comme celle de la productivité, leurs premières estimations aboutissaient à donner un poids relativement faible à ces technologies.

*Le boom des TIC fournit une bonne illustration de l'ampleur potentielle de ces révisions*

L'année suivante, l'incorporation des données de l'enquête *Hours at Work* de 1996 a conduit à une forte révision à la baisse des heures travaillées tandis que la valeur ajoutée était révisée à la hausse par le Bureau of Economic Analysis (BEA). Dans la publication de 1998, la croissance annuelle de la productivité de 1996 passait ainsi de 0,8 % à 1,9 %. Début 2001, le BLS estimait enfin cette croissance à 2,8% pour les cinq années passées, révélant l'impact des TIC dans l'accélération de la productivité. Des changements méthodologiques, notamment la reclassification par le BEA en 1999 des logiciels comme biens d'investissement, ont aussi contribué à la reconnaissance de l'impact des TIC sur la productivité américaine (Jorgenson et Stiroh 1999, Oliner et Sichel 2000). Les révisions ultérieures ont finalement conduit à une croissance pour l'année 1996 de 2,7 % dans la série actuelle.

Plus récemment, la publication de mars 2007 revoyait les heures travaillées à la hausse, tandis que la publication d'août revoyait la valeur ajoutée à la baisse. En six mois, les gains de productivité pour 2006 ont donc été revus à la baisse de moitié (cf. tableau 1).

*La révision de mars 2008 devrait être mineure*

Comme chaque année, le BLS a annoncé le 5 octobre une estimation préliminaire de la révision annuelle de mars 2008. Au niveau national, la révision de l'emploi sur les dix dernières années ne devrait être que de +/-0,2 %. Pour 2007, l'emploi privé serait révisé à la baisse de 220 000, soit une révision à la hausse des gains de productivité de l'ordre de 0,2 % en rythme annuel. L'emploi dans la construction ne serait que très marginalement révisé (-8 000 emplois, soit -0,1%), laissant entier le débat autour de la productivité dans la construction résidentielle (cf. encadré 3). Les résultats présentés dans ce dossier devraient donc rester valides après la prochaine révision de mars 2008.

**Tableau 1**  
**Révisions récentes de la productivité**

<b>Publications (2007)</b>	<i>croissance annuelle en %</i>			
	<b>7 février</b>	<b>3 mai</b>	<b>6 septembre</b>	<b>2 novembre</b>
2004	3,0	2,9	2,7	2,7
2005	2,3	2,1	1,9	1,9
2006	2,1	1,6	1,0	1,0

Source : BLS

## Une accélération de la productivité depuis le milieu des années 1990

### *Une décomposition analytique de la productivité du travail...*

Pour analyser les déterminants de l'évolution de la productivité du travail, nous nous basons sur le cadre classique qui pose que la production dépend du capital, du travail et de la productivité globale des facteurs (PGF) ; la PGF est assimilable au progrès technique au sens large (innovation technologique, amélioration des procédés et organisation de la production,...). La productivité du travail dépend alors de la PGF, de la qualité du travail et de l'intensité capitaliste (*capital deepening*)<sup>(2)</sup>.

Cette décomposition permet d'obtenir une analyse des sources de gains de productivité du travail (cf. graphique 1 et tableau 2 - voir l'encadré 1 pour la méthodologie complète). En moyenne depuis 1948, la productivité du travail a augmenté de 2,4 % par an, avec une contribution importante de l'intensité capitaliste (+0,8 %) et de la PGF (+1,3 %), résultats conformes à de nombreuses estimations. Ralentie à partir du premier choc pétrolier (1,5 % par an, du fait notamment d'une croissance très modeste de la PGF, seulement 0,3 % par an), la productivité du travail accélère à partir du milieu des années 1990 : entre 1995 et 2000, elle croît à nouveau de près de 3 %. Cette accélération est due à la fois à celle de la PGF et à l'augmentation de l'intensité capitaliste.

### *... montre le rôle prépondérant des TIC à la fin des années 1990*

Les technologies de l'information et de la communication ont joué un rôle prépondérant dans l'accélération de la fin des années 1990, comme l'ont montré de nombreux auteurs. Elles contribuent en effet à plus de 60 % des gains de productivité entre 1996 et 2000<sup>(3)</sup>. Pour arriver à ce résultat, la croissance de la produc-

(2) Une présentation simple de cette décomposition peut être faite en supposant que l'activité globale découle de la combinaison de travail et de capital par le biais d'une fonction de production de type Cobb-Douglas (mais, exprimée en taux de croissance comme dans le tableau 2, cette décomposition reste valide dans le cas d'une fonction de production plus générale) :  $Y = A \cdot L^\alpha \cdot K^{1-\alpha}$  où  $Y$  est la valeur ajoutée,  $A$  la productivité globale des facteurs, PGF,  $L$  et  $K$  les services rendus, respectivement par le travail et le capital. La productivité s'écrit alors :  $Y/H = A \cdot (L/H)^\alpha \cdot (K/H)^{1-\alpha}$ , où  $H$  est le nombre d'heures travaillées,  $q = L/H$  la qualité du travail et  $k = K/H$  l'intensité capitaliste (*capital deepening*). Soit, en appelant  $\Pi = Y/H$  la productivité et en exprimant la relation ci-dessus en taux de croissance :  $\dot{\Pi} = A + \alpha q + (1-\alpha) \dot{k}$ .

(3) Jorgenson et Stiroh (2002) estiment à 75 % la part des technologies de l'information sur cette période. Cet écart par rapport à notre estimation peut être attribué à leur niveau plus fin de décomposition et à la prise en compte des ordinateurs des ménages.

**Tableau 2**  
**Sources de la croissance de la productivité**

	1948-2007	1948-1973	1974-1995	1996-2000	2001-2005	2006-2007*	croissance annuelle en %
Productivité	2,4	3,2	1,5	2,7	3,1	0,8	
Qualité du travail	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	
Intensité capitaliste	0,8	0,7	0,7	1,1	1,1	0,4	
dont TIC**	0,4	0,2	0,5	1,0	0,5	0,3	
dont non TIC	0,4	0,5	0,2	0,1	0,6	0,1	
PGF***	1,3	2,1	0,3	1,3	1,6	0,2	
dont TIC	0,2	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	
dont ordinateurs	0,1	0	0,2	0,4	0,2	0,2	
dont logiciels	0	0	0	0	0,1	0,1	
dont autre	0	0	0	0,1	0,1	0,1	
dont non TIC	1,1	2,1	0,1	0,8	1,1	-0,1	

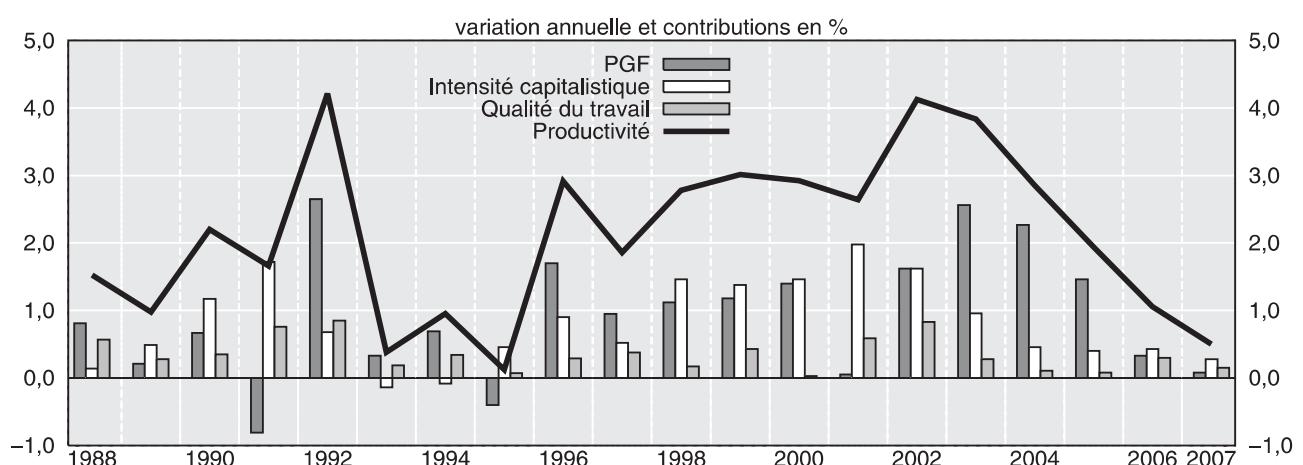
\* Premier semestre de 2007 \*\* Technologies de l'information et de la communication \*\*\* Productivité globale des facteurs  
Sources : BEA, BLS, calculs Insee

## Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

tivité a été décomposée plus avant en distinguant la contribution des TIC à la PGF et à l'intensité capitaliste. À l'instar de Jorgenson, Ho et Stiroh (2007), cette décomposition a été opérée en assimilant croissance de la productivité dans les secteurs des TIC et prix relatifs : sous l'hypothèse de concurrence parfaite (ou de concurrence imparfaite, mais sans évolution du pouvoir de marché des entreprises), les gains de productivité permettent, à salaire donné, des baisses proportionnelles de coûts, et donc de prix. Ces baisses de prix relatifs sont pondérées par la part de chaque type d'équipement (ordinateurs, logiciels et équipement de communication) dans la production totale pour en déduire l'impact des TIC dans la croissance de la PGF globale. La PGF résiduelle est alors assimilée à la PGF dans les autres secteurs (cf. graphique 2).

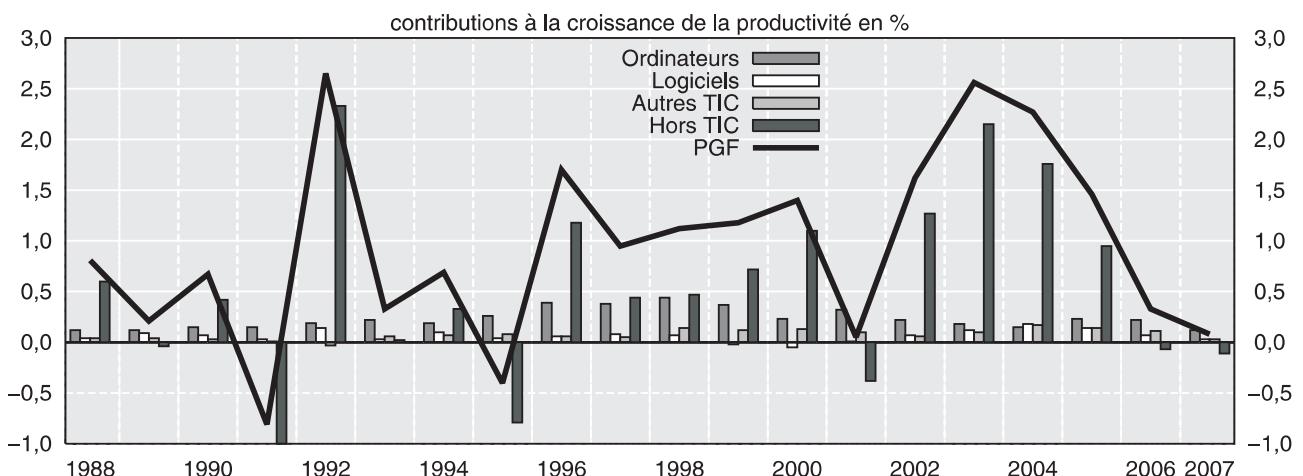
Cette décomposition révèle la nette augmentation de la contribution des TIC à la croissance de la PGF : le progrès technique est généralement très rapide dans ce secteur, ce qu'illustre la loi de Moore qui prédit le doublement de la capacité des puces tous les 12 à 24 mois. Ce progrès a encore accéléré au milieu des années 1990. La contribution des TIC à l'accélération de la productivité passe également par l'intensité capitaliste : en réponse à la baisse elle aussi accélérée des prix de ces équipements, les entreprises ont opéré une substitution en faveur de

### 1 - Sources de la productivité du travail aux États-Unis



Sources : BLS, BEA, calculs Insee

### 2 - Sources de la croissance de la productivité globale des facteurs (PGF)



Sources : BLS, BEA, calculs Insee

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

ces biens. C'est ce qu'on retrouve dans l'accélération de l'investissement en informatique, dont la part dans l'investissement non résidentiel a atteint un tiers en 2000.

*Le rôle des TIC s'atténue après l'explosion de la bulle internet*

Après 2000, la productivité du travail ralentit, du fait d'un net fléchissement de l'effort d'investissement et du ralentissement de l'intensité capitaliste qui en a résulté. La croissance de la PGF demeure quasiment au même niveau qu'au cours des années précédentes. Mais elle change de nature : elle ralentit dans le secteur des TIC, où elle retrouve son rythme d'avant le milieu des années 1990. La PGF accélère dans les autres secteurs, ce que certains ont attribué à une augmentation de la concurrence ou à un effet induit des technologies de l'information (« effet de second tour ») sur la productivité globale des facteurs des autres secteurs (Basu et al., 2003).

*La baisse récente n'est pas liée aux TIC*

Enfin, en 2006 et 2007, la productivité globale des facteurs et celle du travail s'infléchissent à nouveau. Ce ralentissement n'est pas dû aux TIC, mais semble être la conséquence d'une baisse plus générale des gains de productivité. Toutefois, au cours des années 2006 et 2007, la croissance de l'économie américaine a faibli et il est possible qu'une part de ce ralentissement soit imputable à un effet cyclique que ce type de décomposition ne permet pas de prendre en compte aisément. Nous avons donc complété notre analyse afin de séparer année par année la partie cyclique de la partie structurelle des gains de productivité.

## Un ralentissement récent de la productivité essentiellement de nature cyclique

*Une décomposition tendance-cycle de la productivité...*

Pour évaluer si la baisse de la productivité du travail sur la période récente est de nature temporaire (cyclique) ou permanente (structurelle), nous mettons en œuvre un modèle à composantes inobservées (cf. encadré 2 pour la méthodologie complète). La productivité cyclique est modélisée comme un processus stationnaire qui capte l'influence du cycle économique grâce à une variable explicative exogène. Pour celle-ci, plusieurs séries ont été testées (PIB, valeur ajoutée correspondant au champ de la productivité publiée par le BLS, variables d'enquête) pour des résultats similaires. La productivité tendancielle est supposée suivre une tendance « stochastique » dont la pente (le rythme de croissance du « progrès technique ») n'est pas constante, mais peut évoluer lentement au cours du temps.

### Analyse des résultats

*...fait ressortir l'aspect cyclique du ralentissement récent*

Cette décomposition confirme le caractère en grande partie structurel de l'accélération de la productivité à la fin des années 1990 (cf. tableau 3 et graphique 3). Elle révèle toutefois que l'accélération des gains de productivité enregistrée en 2002 et 2003 (4 % par an) est quasi exclusivement de nature cyclique : les entreprises qui n'avaient pas entièrement ajusté à la baisse leurs effectifs face au ralentissement de l'économie américaine en 2000-2001 ont alors été en mesure

**Tableau 3**  
**Une accélération pour moitié structurelle à la fin des années 1990**

	Productivité	Tendance	Cycle	Résidu
1994	1,0	1,8	-0,9	0,1
2000	2,8	2,8	0,2	-0,1
2000/1994	1,9	0,9	1,1	-0,1

Source : BLS, calculs Insee

## Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

d'accroître fortement leur production sans avoir à embaucher massivement. De même, le ralentissement de la productivité en 2006 et 2007 serait largement imputable à la composante cyclique, mais les gains de productivité tendancielle auraient également un peu diminué (cf. tableau 4).

**Tableau 4**  
**Une baisse récente surtout cyclique**

	Productivité	Tendance	Cycle	Résidu
2002	4,1	2,8	1,0	0,3
2006	1,0	2,3	-1,0	-0,3
2007	1,1	2,0	-0,6	-0,2
2006/2002	-3,0	-0,5	-2,0	-0,6
2007/2002	-2,9	-0,9	-1,5	-0,5

Source : BLS, calculs Insee

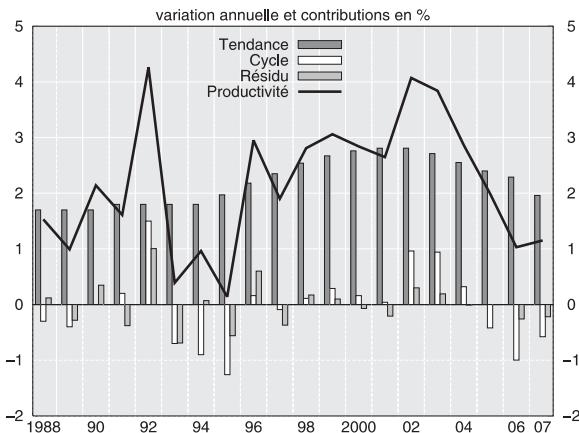
### Quel rôle joue la crise immobilière sur la baisse récente de la productivité ?

#### *La surestimation potentielle de l'emploi dans la construction résidentielle...*

Le rôle du secteur immobilier dans l'évolution récente de la productivité mérite une attention particulière. En effet, la chute spectaculaire de l'investissement résidentiel outre-Atlantique ne s'est pas jusqu'à présent accompagnée de destructions d'emploi d'ampleur comparable dans le secteur (cf. graphique 4). Ce désajustement apparent a suscité un important débat aux États-Unis ; il a notamment poussé certains commentateurs à considérer que les baisses d'emploi du secteur pouvaient être aujourd'hui sous-estimées par l'appareil statistique américain (cf. encadré 3). Il est donc important de vérifier que le ralentissement des gains de productivité structurels aux États-Unis, même faible, décelé par l'analyse qui précède, ne peut pas être imputé à ce seul secteur. Dans ce cas, et compte tenu du risque non négligeable de surestimation de l'emploi dans l'immobilier, la réalité du ralentissement structurel de la productivité américaine pourrait être mise en doute.

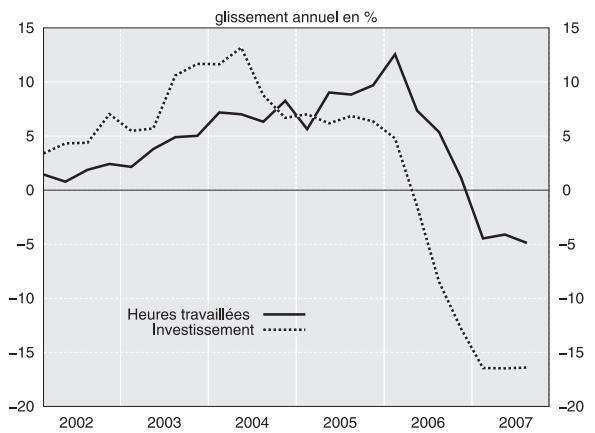
Les données d'emploi dans le secteur de la construction résidentielle ne sont malheureusement pas disponibles sur longue période et nous ne disposons pas de série de valeur ajoutée pour le secteur résidentiel, ce qui rend impossible d'analyser précisément la productivité du secteur.

### 3 - Un fléchissement en grande partie cyclique



Source : BLS, calculs Insee

### 4 - Investissement et emploi dans l'immobilier résidentiel



Sources : BLS, BEA

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

*...n'est pas corroborée  
si on regarde l'ensemble  
du secteur de la construction*

Cependant, si on se place au niveau de l'ensemble du secteur de la construction, le ralentissement de l'emploi paraît en ligne avec celui de l'activité, mesurée ici par l'indice de la production industrielle dans ce secteur (cf. graphique 5). Tout se passe donc comme si une éventuelle sur-estimation de l'emploi dans le secteur résidentiel était compensé par une sous-estimation du même ordre dans le secteur de la construction non résidentielle. Ceci pourrait venir d'une mauvaise assignation sectorielle des statistiques d'emploi, ou d'un processus de réallocation des ressources de la construction résidentielle vers la construction non résidentielle. En tout état de cause, le ralentissement de la productivité structurelle décelé au niveau de l'ensemble des entreprises ne semble donc pas venir du secteur de la construction, et ne peut donc pas être imputé à une éventuelle sous-estimation des destructions d'emploi dans ce secteur.

## Implications pour la politique économique

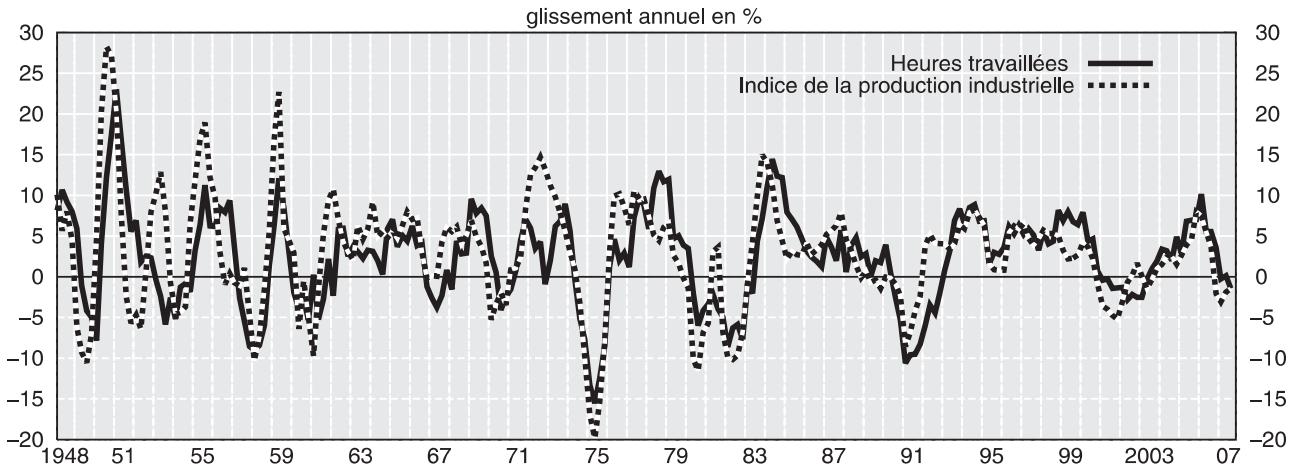
*Toutes choses égales d'ailleurs,  
le ralentissement  
de la productivité augmente  
les tensions inflationnistes...*

Les changements de rythme de croissance du progrès technique ne sont pas sans incidence sur la conduite de la politique monétaire. En effet, à évolution salariale donnée, une accélération (respectivement un ralentissement) de la productivité se traduit par un ralentissement (une accélération) des coûts des entreprises et donc une accélération (un ralentissement) des profits. À long terme, une élévation durable du rythme de croissance de la productivité devrait être assimilée par les salariés et intégrée à leurs aspirations de pouvoir d'achat : lorsque le marché du travail est à l'équilibre, l'accélération de la productivité devrait avoir pour contrepartie une accélération équivalente des salaires réels et être sans effet sur l'inflation.

À court-moyen terme toutefois, les aspirations des salariés peuvent rester calées sur les évolutions passées de la productivité et la croissance des salaires réels peut ne pas suivre immédiatement celle de la productivité. Si le marché du travail est initialement à l'équilibre (autrement dit si le taux de chômage était initialement au NAIRU<sup>(4)</sup>, taux de chômage compatible avec la stabilité de l'inflation), le ralentissement des coûts qui en résulte se traduit ainsi par une baisse de l'inflation. De manière équivalente, un simple maintien de l'inflation à son rythme antérieur peut être obtenu avec un taux de chômage plus bas, qui pousse les rémunérations des salariés à la hausse et permet de combler l'écart entre les gains de productivité perçus par les salariés et les gains de productivité effectifs : autrement

(4) Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment : taux de chômage n'augmentant pas l'inflation.

## 5 - Cycle de productivité normal dans la construction



Sources : BLS, BEA

*...ce qui pourrait limiter la marge de manœuvre de la Fed*

dit, le NAIRU est transitoirement plus bas (cf. encadré 4 pour une modélisation explicite de ces mécanismes).

Le lien qui peut ainsi exister entre accélération des gains de productivité et NAIRU est donc important pour la conduite de la politique monétaire : c'est parce qu'elle a très vite diagnostiqué l'accélération de la productivité du milieu des années 1990 que la Fed a pu alors constater la baisse du taux de chômage à 4,0 % sans s'inquiéter du risque inflationniste qu'un niveau aussi bas aurait constitué sans cela, et donc sans durcir sa politique monétaire. À l'inverse si le ralentissement actuel de la productivité est bien en partie structurel, comme semblent l'indiquer les estimations présentées ici, alors le NAIRU devrait avoir monté aux États-Unis et la Fed se trouver limitée dans sa capacité à baisser aujourd'hui ses taux d'intérêt face à un affaiblissement supplémentaire de la croissance. Certains responsables de la Fed s'inquiètent d'ailleurs explicitement de ce risque (cf. par exemple le discours de Fred Mishkin du 10 septembre de cette année au *Money Marketers of New York University* : « The latest evidence suggests that structural productivity might be increasing somewhat more slowly than it did during the second half of the 1990s »<sup>(5)</sup> ). ■

(5) [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20070910a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20070910a.htm).

### Bibliographie

- S. Basu, J. G. Fernald, N. Oulton et S. Srinivasan**, *The Case of the Missing Productivity Growth, or Does Information Technology Explain Why Productivity Accelerated in the United States But Not in the United Kingdom*, NBER Macroeconomics Annual 2003, 9-63, Cambridge MIT Press.
- R. J. Gordon**, *Exploding Productivity Growth: Context, Causes, and Implications*, Northwestern University, 2003.
- T. J. Hatton**, *Can productivity growth explain the NAIRU? Long run evidence from Britain, 1871-1999*, Juin 2002.
- D. W. Jorgenson, K. J. Stiroh**, *Information Technology and Growth*, 1999.
- D. W. Jorgenson, M. S. Ho, K. J. Stiroh**, *Projecting Productivity Growth: Lessons from the U.S. Growth Resurgence*, 2002q3.
- D. W. Jorgenson, M. S. Ho, K. J. Stiroh**, *A Retrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence*, Federal Reserve Bank of New York, February 2007.
- S. D. Oliner, D. E. Sichel**, *Computers and Output Growth Revisited: How Big is the Puzzle?*, Brookings Papers on Economics Activity, vol. 2 (1994), pp. 273-334.
- S. D. Oliner, D. E. Sichel**, *The Resurgence of Growth in the late 1990s: Is Information Technology the Story?*, Journal of Economic Perspectives, vol. 14, automne 2000, pp. 3-22.

## Encadré 1 - Méthodologie de l'estimation de la PGF

La méthodologie suivie ici pour construire la décomposition de la productivité du travail sur données trimestrielles est celle utilisée par le BLS. Compte tenu de la disponibilité des données, l'estimation a été faite à partir d'une décomposition par produits à un niveau plus agrégé que le BLS. Les ordres de grandeur et le profil obtenu pour chaque composante correspondent toutefois bien aux séries publiées par le BLS sur la période 1987-2006, et sur lesquelles on a finalement calé annuellement notre estimation. Cette estimation permet d'avoir une série trimestrielle de la PGF sur plus longue période (depuis 1947). Contrairement à Jorgenson et Stiroh qui considèrent l'ensemble de l'économie et prennent donc en compte dans le capital les équipements publics, les terres, les stocks et les biens durables de consommation des ménages, notre analyse se limite ici à la productivité du secteur privé (*business*) qui intègre à la fois les sociétés et les entrepreneurs individuels. Le capital est donc construit à partir des flux d'investissement privé qui intègrent le capital immobilier mais pas l'investissement public, ni la consommation des ménages en biens durables.

### Service rendu par le capital : des stocks en unités efficaces

Dans un premier temps, les stocks de capital nets élémentaires (*id est* par produit) sont recalculés par la méthode dite de l'*inventaire permanent*. Concrètement, les flux d'investissement présents et passés sont pondérés à une date donnée par des coefficients qui traduisent l'efficacité relative des investissements effectués à des dates différentes. Le BLS considère que ces coefficients suivent une fonction hyperbolique, telle que le service rendu par le capital diminue d'abord faiblement puis plus rapidement quand le bien vieillit. Le paramètre  $\beta$  dans cette fonction vaut 0,50 pour la plupart des équipements et les usines (en fait, on a pris 0,50 pour les bâtiments à durée de vie comparable à celle des équipements) et de 0,75 pour les bâtiments. Ces deux valeurs de  $\beta$  conduisent à des courbes concaves à l'origine, ce qui reflète la façon dont l'efficacité est supposée décliner avec le temps. La plus grande valeur de  $\beta$  pour les bâtiments correspond à une dégradation plus lente. Cette méthodologie permet de mesurer non pas la valeur brute du capital mais une estimation du service effectivement rendu par le capital au cours du temps : l'efficacité d'un capital récemment constitué est supposée plus grande qu'un capital plus ancien.

On a ainsi  $V_t = \frac{T - (t - 1)}{T - \beta \cdot (t - 1)} V_0$  où  $V_t$  est la valeur actualisée,  $V_0$  la valeur au moment de l'achat et  $T$  la durée de vie du produit (en années)<sup>(1)</sup>.

Le stock de capital exprimé en unités efficaces s'écrit alors :  $K_{i,t} = \sum_{\tau}^T \frac{T - \tau}{T - \beta \cdot \tau} FBCF_{i,t-\tau}$

où  $FBCF_{i,t}$  est le flux d'investissement en dollars chaînés en produit  $i$  à la date  $t$  (source : BEA ; comme cette série n'est disponible qu'à partir de 1990 dans les tables du BEA, on a pris l'indice de volume chaîné rebasé par la valeur en 2000, ce qui correspond bien au calcul du BEA depuis 1990).

### Construction des poids

Alors que le stock de capital net<sup>(2)</sup> est obtenu en pondérant les stocks élémentaires par les prix d'acquisition  $p_{i,t}$ , le service rendu par le capital est construit en les pondérant par les prix d'utilité (ou prix implicites de location) prix  $f_{i,t}$ , donné par :  $f_{i,t} = p_{i,t}(\gamma + \delta_i)$ , où  $\gamma$  est le taux d'intérêt net de rendement et  $\delta_i$  le taux de dépréciation de l'actif. Ceci correspond bien à un coût d'usage du capital, la valeur d'un actif pouvant être calculée comme la somme actualisée des flux attendus de service rendu par cet actif. En trimestriel, les facteurs d'actualisation sont de la forme  $1/(1 + r)^{k/4}$  (où  $k$  est le nombre de trimestres), qu'on approxime linéairement au premier ordre.

Il y a théoriquement deux principales façons de mesurer le taux de rendement : en utilisant les statistiques des comptes nationaux sur les excédents bruts d'exploitation ou en utilisant des taux de marché. Le BLS utilise la première approche, en considérant que l'excédent brut d'exploitation (la valeur ajoutée nette de la masse salariale) représente la rémunération du capital. On a ainsi :

$EBC_{i,t} = \sum_i f_{i,t} K_{i,t}$ , soit  $EBC_{i,t} = \sum_i p_{i,t}(\gamma + \delta_i) K_{i,t}$  en utilisant la formule du prix d'utilité vue ci-dessus. On en déduit l'expression du taux de rendement :  $\gamma = \frac{EBC_{i,t} - \sum_i p_{i,t} \delta_i K_{i,t}}{\sum_i p_{i,t} K_{i,t}}$ . L'estimation ainsi obtenue a été calée sur la table 1 du BEA « *Rate of Return and Income Share, Domestic Nonfinancial Corporations* ».

### Agrégation

Le calcul de l'indice agrégé de service rendu par le capital est fait en suivant un « *superlative index number* » (par exemple, un indice de Tornqvist ou de Fisher), qui permet une bonne approximation des formes générales des fonctions de production.

(1) En trimestriel,  $\gamma$  augmente de 0,25 à chaque période. L'investissement est normalisé à partir de la valeur annuelle en 2000.

(2) L'écart de croissance entre le service rendu par le capital et le stock de capital net renvoie à un changement de qualité du capital : les entreprises adaptent la structure du capital en investissant relativement plus dans les biens dont les rendements marginaux sont plus élevés.

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

On obtient donc finalement le service rendu par le capital par :  $\prod_i \left[ \frac{K_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right]^{\bar{V}_i}$  avec  $\bar{V}_{i,t} = \frac{V_{i,t} + V_{i,t-1}}{2}$  où  $V_{i,t} = \frac{f_{i,t} \cdot K_{i,t}}{\sum_i f_{i,t} \cdot K_{i,t}}$

## Taux de dépréciation

Les taux de dépréciation sont publiés par le BEA qui les utilise notamment pour construire les séries de stock de capital net. En pratique, le BEA estime ces taux  $\delta_i$  à partir d'études empiriques sur la durée de vie des équipements. Une version modifiée de la méthode classique dite « double declining balance » est utilisée :

- la méthode standard donnerait  $\delta_i = 2/T_i$  où  $T_i$  est la durée de vie ;
- la méthode du BEA affine cette formule en prenant  $\delta_i = dbr/T_i$ , où  $dbr$  est le *double declining rate* obtenu à partir d'études empiriques sur les prix des biens sur le marché d'occasion. Lorsque l'estimation empirique fait défaut, le BEA utilise la valeur de 1,65 pour les équipements et de 0,91 pour les bâtiments.

Ici, on a repris les taux du BEA ; en particulier, le taux de dépréciation des technologies de l'information est issu de Oliner (1993). Le BEA fait de plus l'hypothèse que les nouveaux équipements sont mis en place en moyenne en milieu d'année et que la dépréciation au cours de la première année (civile) est deux fois moins importante que pour les équipements déjà en place. En trimestriel, on a repris la même hypothèse pour le premier trimestre.

## Niveau de nomenclature et hypothèses utilisées

Les flux d'investissement proviennent du BEA. Dans notre décomposition, les « autres bâtiments résidentiels » correspondent au regroupement des améliorations (principale part), des maisons préfabriquées et des autres bâtiments.

### Hypothèses de taux de dépréciation

taux en %, durée de vie en année, beta sans unité

			Taux de dépréciation	Durée de vie	$\beta$
Non résidentiel	Structures	commercial et santé	0,0222	40	0,75
		manufacturier	0,0314	31	0,5
		énergie et communication	0,0237	40	0,75
		mines	0,0751	12	0,5
		autres structures	0,0225	40	0,75
	Équipement	ordinateurs*	0,33	5	0,5
		logiciels*	0,33	5	0,5
		autres équip. d'information*	0,15	11	0,5
		équip. industriel	0,1072	16	0,5
		transport	0,0589	28	0,5
Résidentiel	Structures	autres équipements	0,1473	11	0,5
		1-4 pièces (1 famille)	0,0114	80	0,75
		5 pièces et + (familles)	0,014	65	0,75
	Équipement	autres (améliorations, autres)	0,0227	40	0,75
		équipement résidentiel	0,15	11	0,5

\* Compte tenu de l'importance de la dynamique du capital en équipement d'information (Information Processing Equipment & Software), on a utilisé un niveau plus fin de la nomenclature pour ce poste.

Sources : BEA, BLS

## Service rendu par le travail

De la même façon que pour le capital, la théorie économique conseille de construire une série de service rendu par le travail plutôt que d'utiliser le travail directement (Dean et al. 1989). Le BLS corrige notamment d'un effet de structure de la force de travail en décomposant les heures travaillées à un niveau très fin (1 008 catégories fonction de l'ancienneté, de la qualification...) et en pondérant par les salaires. Compte tenu de la disponibilité des données, on s'est ici contenté de trimestrialiser la série annuelle du BLS en utilisant le profil des heures travaillées<sup>(3)</sup>. ■

(3) Une amélioration pourrait ici consister à décomposer par branche à un niveau fin, en utilisant le fait que la structure, en termes de qualification notamment, varie en fonction des secteurs d'activité.

# Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

## Bibliographie

- Bureau of Economic Analysis ; tables 5.3.3, 5.3.5 et 5.3.6.
- Bureau of Labor Statistics, *Handbook of Methods*, avril 1997.
- Bureau of Labor Statistics, *Overview of Capital Inputs for the BLS Multifactor Productivity Measures*, juillet 26, 2006.
- E. Dean, K. Kunze et L. Rosenblum, *Productivity Change and the Measurement of Heterogeneous Labor Inputs*, Conference on New Measurement Procedures for U. S. Agricultural Productivity, mars 1989.
- B. M. Fraumeni, *The Measurement of Depreciation in the U. S. National Income and Product Accounts*, juillet 1997.
- C. R. Hulten et F. C. Wykoff, *The Estimation of Economic Depreciation Using Vintage Asset Prices*, *Journal of Econometrics* 15: 367-396.
- OCDE, *Measuring capital: Measurement of capital stocks, consumption of fixed capital and capital services*, OECD Manual, 2001.
- S. D. Oliner, *Constant-Quality Price Change, Depreciation, and the Retirement of Mainframe Computers*, University of Chicago Press, 1993

## Encadré 2 - Extraction de la composante tendancielle

L'emploi dépend d'une part de la croissance de la productivité qui, à production donnée, explique un moindre recours à la force de travail, d'autre part à la croissance de la production qui, à productivité donnée, implique un recours accru à la force de travail. En pratique, cette adaptation n'est pas instantanée, compte tenu notamment des coûts d'ajustement. Comme l'emploi s'ajuste en général avec retard à l'activité, un ralentissement de l'activité se traduit par une baisse des gains de productivité et on met ainsi en évidence l'existence d'un aspect cyclique dans la productivité.

On cherche donc à décomposer la productivité en une partie tendancielle et une autre cyclique :  $\Pi_t = \Pi_t^{\text{tendance}} + \Pi_t^{\text{cycle}}$

Nous considérons :

- d'une part que les gains de productivité tendancielle évoluent lentement :  $\Pi_t^{\text{tendance}} = \Pi_{t-1}^{\text{tendance}} + g_t + \varepsilon_t$   
$$g_t = g_{t-1} + \eta_t$$
- d'autre part que la croissance de la productivité cyclique est reliée à l'accélération de l'activité :  $\Pi_t^{\text{cycle}} = \gamma \cdot (\Delta y_t - \Delta y_{t-1})$ , ce qui se réécrit en niveau et en prenant en compte une structure dynamique :  $\Pi_t^{\text{cycle}} = \alpha \cdot \Pi_{t-1}^{\text{cycle}} + \gamma(L) \cdot \Delta y_t + \varepsilon_t^{\text{cycle}}$ .

Au total, on peut représenter le modèle sous forme d'une équation dite de mesure (1) qui exprime la variable observée en fonction de variables d'état inobservées, et d'une équation dite de transition qui décrit la dynamique des variables inobservées (2). Le filtre de Kalman permet alors d'estimer ce type de dynamique.

$$\Pi_t = Z \cdot A_t + u_t \quad (1)$$

avec  $A_t = (\Pi_t^{\text{tendance}} \quad g_t \quad \Pi_t^{\text{cycle}})$ ,  $Z = (1 \ 0 \ 1)$  et  $\Pi_t$  la productivité observée ;

$$A_{t+1} = T \cdot A_t + G \cdot \Delta y_t + e_t \quad (2)$$

$$\text{avec, } T = \begin{pmatrix} 1 & 1 & 0 \\ 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & \alpha \end{pmatrix}, \quad G = \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ \gamma \end{pmatrix} \text{ et } e_t = \begin{pmatrix} \varepsilon_t \\ \eta_t \\ \varepsilon_t^{\text{cycle}} \end{pmatrix}.$$

L'équation de prévision de  $A_t$  (respectivement de  $P_t$ , la variance de  $A_t$ ) s'écrit alors  $A_{t/t-1} = T \cdot A_{t-1}$  (respectivement  $P_{t/t-1} = T \cdot P_{t-1} \cdot T + Q_t$ , où  $Q_t$  est la variance de  $e_t$ ).

Le modèle est alors estimé grâce à une procédure récursive basée sur le maximum de vraisemblance. En effet, à chaque nouvelle observation disponible, il est possible de mettre à jour l'équation de prévision :

$$A_t = A_{t/t-1} + P_{t/t-1} \cdot Z \cdot F_t^{-1} (\Pi_t - Z \cdot A_{t/t-1})$$

$$\text{et } P_t = P_{t/t-1} - Z \cdot F_t^{-1} \cdot Z \cdot P_{t/t-1}$$

$$\text{où } F_t = Z \cdot P_{t/t-1} \cdot Z + G \cdot Q_t \cdot G.$$

Ces équations permettent de calculer l'erreur de prévision sur la variable observée, que l'on cherche à minimiser.

Cette première étape (filtrage) permet donc d'obtenir une estimation de la variable d'état à la date t, en prenant en compte l'information disponible jusqu'à cette date :  $E(A_t | \Pi_t, \Pi_{t-1}, \dots)$ . Ensuite, le lissage permet de construire des estimations en prenant en compte la totalité

## Vers un ralentissement durable de la productivité américaine ?

de l'information disponible sur l'échantillon. Concrètement, il s'agit de mettre à jour récursivement les estimations pour les dates précédentes :  $A_{t/T} = A_t + P_t^* \cdot (A_{t+1/T} - T \cdot A_t)$  où  $P_t^* = R_t \cdot T \cdot P_{t+1/T}^{-1}$ .

En principe, tous les paramètres sont estimés. En pratique, il y a un arbitrage à faire entre nombre de paramètres estimés et vitesse de convergence de la fonction de vraisemblance. Plus précisément, on contrôle la volatilité relative de la composante inobservée par le ratio des variances des résidus  $\sigma(\epsilon)/\sigma(u)$  et  $\sigma(\eta)/\sigma(u)$ . Si ces ratios sont élevés, le pouvoir explicatif de la composante inobservée est élevé. À l'inverse, quand ces ratios sont nuls, la productivité tendancielle est une constante. En pratique, on s'efforce de contrôler le lissage de façon à ce que les variations de la productivité tendancielle aient un impact d'au plus un dixième d'écart-type sur les évolutions infra-annuelles de la productivité totale. ■

### Bibliographie

- J. D Hamilton, *Time Series Analysis*, Princeton : Princeton University Press, 1994. Chapitre 13.
- S. J. Koopman, *Exact Initial Kalman Filtering and Smoothing for Nonstationary Time Series Models*, Journal of the American Statistical Association, Vol. 92, N°440, déc. 1997, p. 1630-1638.

### Encadré 3 - Débat récent autour des chiffres de l'emploi dans la construction

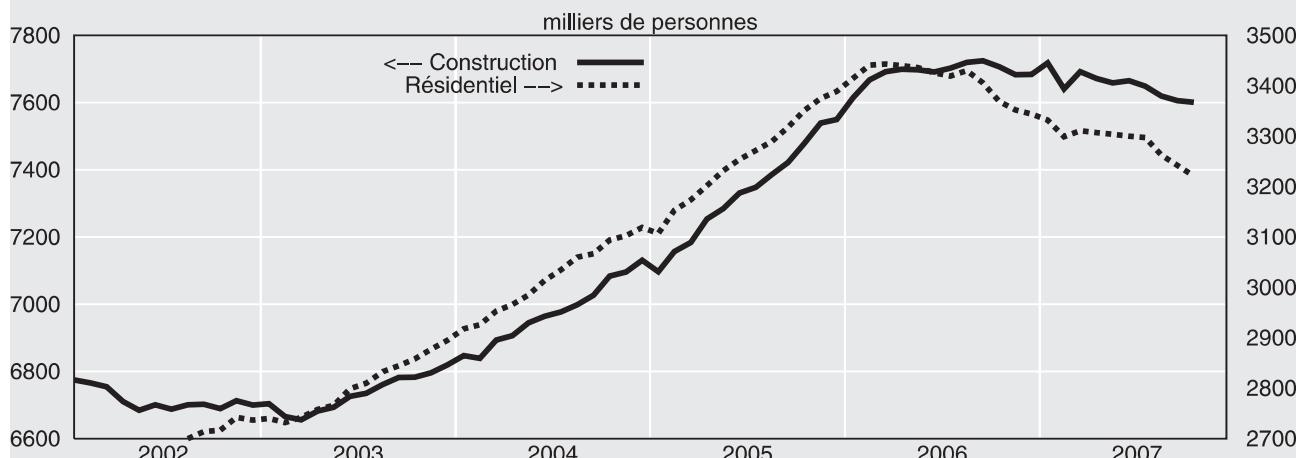
#### Résistance surprenante de l'emploi dans la construction résidentielle...

De 2004 à début 2006, la construction, alimentée par le boom du logement, a été parmi les premiers contributeurs à la croissance de l'emploi avec plus d'un million de créations d'emplois depuis le point bas atteint en mars 2003 (cf. graphique). Début 2006, l'essor du logement a pris fin : les ventes de maisons ont décroché et le nombre de logements vendus a augmenté. L'emploi dans la construction résidentielle<sup>(1)</sup> a ainsi culminé en septembre 2006, puis a diminué de plus de 180 000 postes en un an. L'emploi dans l'ensemble de la construction a relativement moins diminué, grâce au dynamisme de la construction non résidentielle. Sur longue période, l'emploi estimé à partir des statistiques de l'enquête auprès des entreprises ou CES (Current Employment Statistics) reflète bien les dépenses de construction, avec des fluctuations moins prononcées. Les pertes d'emplois récentes dans la construction (113 000 postes en un an) apparaissent cependant faibles en comparaison de la forte baisse de certains autres indicateurs immobiliers : 46 % pour les mises en chantier, 38 % pour les ventes de logements neufs entre janvier 2006 et octobre 2007.

#### ...mais certains facteurs pourraient conduire à surestimer l'emploi dans la construction...

Certains employés de la construction (travailleurs immigrés, intérimaires, travailleurs indépendants) sont plus difficilement recensés dans les statistiques de l'emploi, ce qui conduit à une sous-estimation de leurs effectifs. Comme il s'agit le plus souvent d'emplois plus sensibles à la conjoncture, ceci peut amener à sous-estimer les licenciements et donc à surestimer la productivité.

#### Emploi dans la construction et le résidentiel<sup>(1)</sup> : l'effet de la crise immobilière



Source : CES

(1) En suivant la décomposition de la table B1 du BLS, l'emploi résidentiel regroupe ici les entrepreneurs et promoteurs de construction résidentielle.

## **Les travailleurs immigrés (dont certains, en situation irrégulière, ne sont pas déclarés)**

En 2006, 28 % des travailleurs employés dans la construction et l'extraction minière étaient nés à l'étranger. Il est probable que beaucoup de ces travailleurs sont inclus dans la masse salariale de l'enquête. Toutefois, leur nombre exact reste indéterminé puisque les CES ne collectent pas d'information démographique. Plus généralement, les enquêtes du BLS comptent le nombre de personnes employées par un établissement donné, quels que soient la nationalité ou le statut juridique. Néanmoins, et même si les enquêtes du BLS sont confidentielles et utilisées uniquement à des fins statistiques, les entreprises peuvent être réticentes à fournir à un organisme gouvernemental des données sur leurs employés sans papiers.

## **Le recours à l'intérim**

Le recours à l'intérim constitue un moyen utilisé par les entreprises afin d'ajuster la production pour répondre à la demande. Au moment de choisir les travailleurs sous contrat, les entreprises de construction américaines peuvent embaucher des travailleurs temporaires directement ou sous-traiter auprès d'une agence. Compte tenu de la méthodologie du CES, les travailleurs temporaires embauchés directement sont indissociables des employés permanents. Les travailleurs d'une agence sont en pratique répartis par secteur en fonction du statut de l'agence d'intérim :

- si l'agence est une entreprise spécialisée dans la construction, l'emploi est inclus dans la construction ;
- s'il s'agit d'une agence non spécialisée, l'emploi est comptabilisé dans les services. En mai 2006, 178 100 employés dans les services travaillaient en fait dans la construction et l'extraction, selon une enquête ponctuelle du BLS.

## **Le recours aux travailleurs indépendants**

Les entreprises américaines peuvent également sous-traiter à des travailleurs indépendants. Ceux-ci n'entrent pas dans le cadre de l'enquête CES, mais ils sont identifiés dans le *Current Population Survey* (CPS) : cette enquête auprès des ménages produit des estimations mensuelles d'emploi, notamment dans la construction. Selon le CPS, environ un employé sur six de la construction est travailleur indépendant, soit plus de deux fois la moyenne pour l'ensemble du secteur privé non agricole. Comme les intérimaires, les emplois de travailleurs indépendants sont en général plus sensibles aux fluctuations économiques. Pourtant, les données CPS indiquent que les travailleurs indépendants de la construction n'ont été que modestement affectés par le ralentissement immobilier : dans la première moitié de 2007, leur nombre a diminué de 0,5 % par rapport à 2006.

## **...pour autant, d'autres sources d'enquêtes confirment le diagnostic**

Cette faible baisse de l'emploi a conduit à douter de la capacité des CES à capter correctement les variations de l'emploi dans la construction. Pourtant, depuis le dernier point en mars 2006, l'emploi dans la construction (CES) a étroitement suivi l'estimation trimestrielle du Census (*Quarterly Census of Employment and Wages*) qui permet un comptage quasi exhaustif dérivé des données fiscales d'assurance chômage (que presque tous les employeurs doivent remplir et sur lesquelles les CES sont calées annuellement). Par ailleurs, le CPS a largement suivi le profil des CES dans la construction. De même, le taux de chômage parmi les travailleurs de la construction est demeuré essentiellement inchangé au cours de cette période (5,3 % en août 2007, par rapport à 5,9 % en août 2006 - source : BLS). Tous ces indicateurs confirment donc bien la relative stagnation de l'emploi signalée par les CES. ■

### Encadré 4 - Lien entre croissance de la productivité et chômage d'équilibre : une approche modélisée

De nombreuses études empiriques montrent que la formation des salaires dans un pays comme les États Unis dépend principalement de trois facteurs :

- l'inflation anticipée, qui traduit le fait que les salariés ont un objectif en termes de pouvoir d'achat ;
- le taux de chômage, qui traduit le « pouvoir de négociation » des salariés vis-à-vis des employeurs ; un marché du travail tendu offre en effet aux salariés de nombreuses possibilités d'embauche et pousse les employeurs à proposer des salaires généreux pour garder ou attirer les employés dont ils ont besoin ;
- la croissance de la productivité ; cet effet, plus incertain, traduit le fait qu'une hausse de la productivité augmente la taille des profits à partager entre employeurs et employés, ce qui peut être plus ou moins internalisé par les parties prenantes à la négociation salariale ; en pratique, les études empiriques montrent que cette indexation est loin d'être totale à court-moyen terme, notamment aux États Unis.

Par ailleurs, dans un cadre de concurrence parfaite ou de concurrence monopolistique, le comportement des producteurs se traduit par l'application d'un *mark up* des prix sur le coût salarial unitaire.

Techniquement, on peut écrire ces deux relations sous la forme :  $\dot{w}_t = \dot{p}_{t-1} + \gamma \cdot \Delta \Pi_t^{trend} - \delta \cdot (u_t - cte)$  avec  $\gamma > 0, \delta > 0$ .  
 $\dot{p}_t = \dot{w}_{t-1} - \Delta \Pi_t^{trend}$

où  $w_t$  le salaire nominal,  $p_t$  les prix,  $u_t$  le taux de chômage et  $\Delta \Pi_t^{trend}$  les gains de productivité tendancielle. La notation  $\dot{x}$  renvoie à la croissance de la variable  $x$ .  $\gamma$  est un coefficient compris entre 0 et 1 indiquant comment les gains de productivité sont répercutés sur la croissance du salaire nominal.

Donc :  $\dot{w}_t = \dot{w}_{t-2} + (\gamma - 1) \cdot \Delta \Pi_t^{trend} - \delta \cdot (u_t - cte)$

Le NAIRU  $u^*$  correspond au régime stationnaire (d'inflation et de gains de productivité), soit :  $\dot{p}_t, \dot{w}_t, \Delta \Pi_t^{trend}$  constants.

Alors :  $0 = (\gamma - 1) \cdot \Delta \Pi_t^{trend} - \delta \cdot (u^* - cte) \Rightarrow u^* = cte - \frac{1 - \gamma}{\delta} \Delta \Pi_t^{trend}$ .

À long terme, on considère généralement que  $\gamma = 1$  : le taux de chômage ne dépend pas à long terme de la productivité.

À court-moyen terme, on observe plutôt que  $\gamma < 1$  : une élévation du rythme de croissance de la productivité, même si elle n'est pas perçue en temps réel par les salariés, se traduit bien à cet horizon par une baisse du NAIRU. ■

# Richesse patrimoniale et consommation : un lien tenu en France, fort aux États-Unis

Antonin Aviat  
Jean-Charles Bricongne  
Pierre-Alain Pionnier

## **Divisions :**

- **Comptes trimestriels**
- **Synthèse conjoncturelle**
- **Concepts, méthodes et évaluation des comptes nationaux**

**C**es dernières années, le patrimoine des ménages s'est fortement accru dans de nombreux pays, tout d'abord du fait de leur investissement dans des actifs financiers et non financiers, mais aussi et surtout en raison de la valorisation de leur patrimoine initial, notamment immobilier.

Dans ce contexte, la consommation des ménages pourrait être devenue plus sensible aux fluctuations des prix d'actifs. Néanmoins, l'effet sur la consommation d'une hausse ou d'une baisse de la richesse est bien moindre en France qu'au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis : pour un dollar de richesse supplémentaire, les Américains dépensent en moyenne 5,8 cents de plus à long terme, les Britanniques 3,6 pence par livre et les Français 0,4 centime par euro. La taille du patrimoine, qui en part de revenu, est du même ordre en France et au Royaume-Uni, et inférieure aux États-Unis, n'explique pas ces écarts : l'aversion au risque et la possibilité de s'endetter davantage en cas d'appréciation de la richesse sont plus à même d'expliquer les différences entre la France, le Royaume-Uni et les États-Unis.

À l'heure où la crise de l'immobilier aux États-Unis et son ralentissement en France affectent le patrimoine des ménages, ces estimations laissent prévoir qu'une baisse de ce patrimoine aurait un impact sur la consommation nettement plus faible en France qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. ■

*Aux États-Unis, la crise immobilière pourrait affecter la consommation des ménages*

Le retour à la baisse du marché immobilier américain depuis maintenant deux ans a entraîné une chute de l'investissement résidentiel qui a amputé la croissance américaine d'un quart de point par trimestre, soit deux points depuis le début de cette crise. Jusqu'à l'été dernier, la croissance américaine n'avait toutefois pas été affectée au-delà de ce seul effet direct sur l'investissement. Les turbulences qui touchent les marchés financiers et les restrictions qu'elles peuvent entraîner sur l'offre de crédit des banques sont un des mécanismes susceptibles de transmettre la chute du marché immobilier à d'autres segments de l'économie américaine. L'impact de cette chute sur la valorisation du patrimoine des ménages et, par voie de conséquence, sur leur consommation en est un autre.

La baisse des prix sur le marché immobilier et l'impact des turbulences financières sur les prix des actifs financiers marquent la fin d'une période de forte hausse du patrimoine des ménages à l'œuvre depuis le milieu des années 1990, en premier lieu aux États-Unis. Mesurer l'impact sur la consommation du patrimoine des ménages, ce qu'on appelle l'« effet de richesse », revêt donc une importance particulière aux États-Unis.

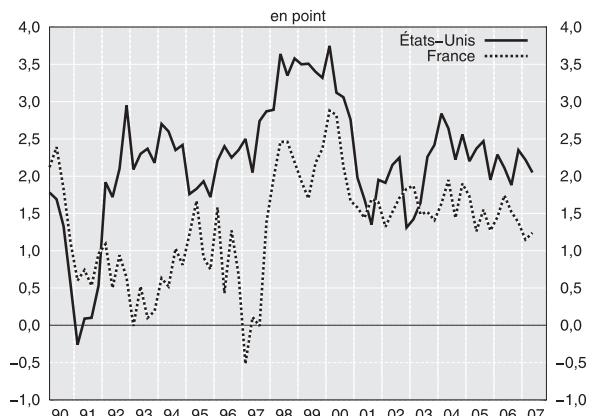
De même en France, même si l'état du marché immobilier est beaucoup moins dégradé qu'aux États-Unis, les prix ont nettement ralenti depuis un an après une dizaine d'années de forte hausse et les turbulences financières ont fait chuter la bourse depuis l'été. Connaître l'ampleur de l'effet de richesse en France est donc également important.

*En France, l'effet de richesse semble d'ampleur nettement moindre*

Ce dossier conclut, pour la France, à un impact de la valorisation du patrimoine sur la consommation des ménages, mais d'ampleur nettement moindre qu'aux États-Unis. Il propose aussi une étude comparative avec le Royaume-Uni dont la structure des marchés immobilier et financier occupe une position médiane entre celle de la France et celle des États-Unis et où l'effet de richesse se révèle d'ampleur intermédiaire.

La première partie détaille les différences de comportement de consommation entre la France, où le taux d'épargne s'est stabilisé depuis le début des années 1990, et les États-Unis, où il baisse continûment. Ces différences s'expliquent notamment par un effet de richesse plus important dans les pays anglo-saxons : celui-ci est quantifié dans la deuxième partie et d'autres facteurs déterminant la consommation à court terme, comme le taux de chômage, l'inflation et les taux d'intérêt, y sont explorés. Enfin, un examen détaillé de la composition du patri-

### 1- Contribution de la consommation effective des ménages à la croissance du PIB



Source : Federal Reserve Economic Data, Insee, calculs des auteurs

moine et des mécanismes institutionnels fournit des pistes d'explication à la hiérarchie des effets entre la France et les États-Unis.

### Le pouvoir d'achat<sup>(1)</sup> n'explique pas à lui seul le moindre dynamisme de la consommation en France

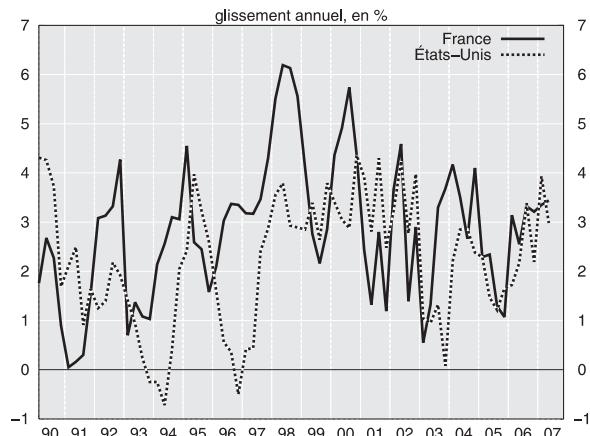
*La consommation est moins dynamique en France qu'aux États-Unis*

Depuis le début des années 1990, la consommation a contribué pour 2,2 points au glissement annuel du PIB aux États-Unis. Bien que la consommation soit la composante la plus dynamique de la croissance française sur cette période, la consommation finale effective<sup>(2)</sup> n'a contribué en moyenne qu'à hauteur de 1,3 point à cette croissance.

*La hausse du pouvoir d'achat américain a été plus rapide*

Le dynamisme de la consommation américaine est souvent justifié par celui du pouvoir d'achat des ménages, bien supérieur aux États-Unis dans les années 1990. Les raisons de ce surcroît de pouvoir d'achat sont relativement bien identifiées : d'une part, les gains de productivité ont été plus forts aux États-Unis grâce au développement plus rapide des nouvelles technologies de l'information et de la communication ; d'autre part, la démographie y a été tendanciellement plus élevée qu'en France<sup>(3)</sup>.

### 2 - Glissement annuel du revenu disponible brut ajusté en termes réels



Source : Federal Reserve Economic Data, Insee, calculs des auteurs

(1) On entend ici par pouvoir d'achat le revenu disponible brut ajusté en termes réels.

(2) Dans toute cette partie, afin de rendre les données plus comparables, on s'intéresse à la consommation finale effective (P41 du système européen de comptes - SEC 95) et au revenu disponible brut ajusté (B7) des ménages français. En revanche, dans les deux autres parties et pour les estimations économétriques, il s'agira des dépenses de consommation (P31) et du revenu disponible brut (B6).

En France, la consommation finale effective comprend deux grandes composantes : les dépenses de consommation directement financées par les ménages et les dépenses de consommation individualisées des administrations publiques (APU), constituées des prestations en nature financées par les APU mais dont les bénéficiaires sont clairement identifiables (par exemple, les dépenses de santé remboursées). En revanche, le système NIPA (National Income and Product Account) utilisé aux États-Unis considère toute prestation sociale comme un élément du revenu des ménages et se limite donc à la mesure des dépenses de consommation totales. En particulier, la distinction entre prestations en espèce et prestations en nature n'est pas naturelle dans le système NIPA. La principale différence entre les deux concepts de consommation réside dans les services gratuits (par exemple les soins de santé pour lesquels aucune somme d'argent n'est avancée) qui ne sont pas inclus dans la consommation aux États-Unis.

(3) Le taux de croissance de la population active dans les années 1990 est, aux États-Unis (12,5 %), le double de celui qu'a connu la France (6,1 %).

Néanmoins, ces dernières années, les évolutions de pouvoir d'achat se sont nettement rapprochées. Entre 2000 et 2007, le pouvoir d'achat n'a été que légèrement plus dynamique aux États-Unis (+3,0 % en moyenne contre +2,7 % en France). Pourtant, la croissance de la consommation des ménages français est restée sensiblement moindre que celle des ménages américains (+2,5 % contre +3,2 %). L'essentiel de cet écart est donc attribuable au comportement d'épargne des ménages.

*Mais surtout la propension à consommer s'est accrue aux États-Unis*

Depuis le début des années 1990, la part consommée du revenu a augmenté outre-Atlantique alors qu'elle est restée globalement stable en France. Symétriquement, alors qu'en France le taux d'épargne ajusté a fluctué autour de 13 % sur la période, le taux d'épargne américain a poursuivi sa baisse graduelle entamée dès le début des années 1980. Cette baisse s'est poursuivie dans les années 2000 et le taux d'épargne des ménages américains se situe aujourd'hui à un niveau historiquement faible (cf. graphique 3)<sup>(4)</sup>.

### Un effet de richesse plus important aux États-Unis et au Royaume-Uni

**Les effets de richesse pourraient expliquer ces différences d'évolution du taux d'épargne**

Les théories du revenu permanent et du cycle de vie proposent une explication au dynamisme de la consommation sur moyenne période : l'augmentation du patrimoine des ménages. En effet, si les ménages font face à une hausse non anticipée de leur richesse et qu'ils ont le sentiment que cette hausse est durable, ils considèrent que leur revenu permanent, c'est-à-dire le revenu moyen calculé sur l'ensemble de leur durée de vie, a augmenté. Ils peuvent alors décider de

### 3 - Taux d'épargne ajustés



Source : Federal Reserve Economic Data, Insee, calculs des auteurs

(4) Bien que les comptabilités nationales diffèrent entre les deux pays, cette comparaison s'appuie sur une définition aussi harmonisée que possible du taux d'épargne. En particulier, le revenu figurant au dénominateur inclut les prestations sociales dans les deux pays. Quoi qu'il en soit, Boissinot et Catte (2007) montrent que le différentiel d'évolution des taux d'épargne français et américain ne peut pas s'expliquer uniquement par des différences de définitions comptables.

En outre, on doit noter que l'épargne américaine est fréquemment calculée comme le solde entre le *disposable personal income* et les *personal outlays*. Nous n'avons considéré ici que les *personal consumption expenditures*, concept de consommation plus restreint que celui des *personal outlays*, ce qui conduit à un taux d'épargne légèrement plus élevé sur l'ensemble de la période.

consommer davantage dès maintenant et de manière permanente. Ce mécanisme est connu sous le nom d'« effet de richesse ». Ainsi, les différences d'évolution du taux d'épargne entre les ménages français et américains pourraient en partie s'expliquer par des effets de richesse d'ampleur différente dans ces deux pays.

### *Les patrimoines financiers et immobiliers ont des caractéristiques très différentes*

De nombreuses études se sont attachées à essayer de distinguer les effets de la richesse immobilière de ceux de la richesse financière. En effet, la richesse immobilière présente trois grandes spécificités par rapport à la richesse financière :

- Tout d'abord, la richesse immobilière rend un service de logement à ceux qui la possèdent. Ainsi, certains ménages propriétaires de leur logement peuvent envisager d'y vivre toute leur vie. L'augmentation de la valeur de leur logement ne leur procure aucun flux de revenu supplémentaire, donc aucune augmentation de leur revenu permanent. Par ailleurs, l'effet d'une hausse du patrimoine immobilier sur les perspectives de plus-value des ménages, bien que réel, est amorti pour ceux qui envisagent de vendre leur logement pour ensuite en acheter un plus petit. L'effet sur la consommation est plus important pour les ménages qui ont la possibilité de souscrire de nouveaux emprunts en utilisant leur logement comme collatéral auprès des banques. Plus qu'à un effet de richesse à proprement parler, cet effet s'apparente plutôt à une levée des « contraintes de liquidité » qui empêchent les ménages d'emprunter autant qu'ils le souhaiteraient.
- Ensuite, l'achat d'un logement suppose généralement la constitution préalable d'un apport financier (même si au cours de la période récente cette contrainte s'est relâchée aux États-Unis et au Royaume-Uni). Pour les ménages locataires qui ont un projet d'achat de logement, une hausse des prix de l'immobilier augmente la taille de l'apport nécessaire et peut donc les pousser à diminuer, et non à augmenter, leur consommation.
- À l'inverse, dans les pays où le taux de possession d'un logement est élevé (il dépasse 50 % dans les trois pays considérés), les effets de valorisation immobilière sont moins concentrés au sein de la population que les effets de valorisation de certains actifs comme les actions et peuvent donc avoir des effets macroéconomiques plus élevés, la propension à consommer diminuant avec le revenu.

### *Mais leurs effets de richesse ne se distinguent pas aisément*

Les études empiriques conduisent à des résultats contrastés quant à la hiérarchie respective des effets de richesse immobilière et financière. Par exemple, Case, Quigley et Shiller (2001) obtiennent des effets plus importants de la richesse immobilière que de la richesse financière sur un panel de pays de l'OCDE, alors que Ludwig et Slok (2002) obtiennent le résultat inverse. Compte tenu de cette difficulté empirique à dissocier les deux effets à un niveau macroéconomique, les estimations présentées dans ce dossier ne les distinguent pas. Des données individuelles pourraient être utilement mobilisées afin d'aller plus loin.

### *Les effets de richesse agrégés sont plus forts dans les pays anglo-saxons*

L'approche quantitative permet d'estimer un effet de richesse important aux États-Unis et légèrement moindre au Royaume-Uni, celui-ci constituant une référence intermédiaire entre la France et les États-Unis (cf. encadré 3 pour une description succincte des mécanismes théoriques qui sont à l'œuvre et encadrés 4 à 6 pour les résultats empiriques).

Aux États-Unis, un dollar de richesse supplémentaire se traduit par une augmentation à long terme de la consommation de près de 6 cents en termes annualisés (moyenne depuis 2000). Depuis 1995, l'augmentation du patrimoine net des ménages américains aurait contribué pour environ douze points à la baisse de leur taux d'épargne.

L'effet estimé est un peu plus faible au Royaume-Uni, où une livre de richesse supplémentaire correspond à un surcroît annuel de consommation d'environ 3,6

## Richesse patrimoniale et consommation

pence (moyenne depuis 2000). Mais il reste nettement supérieur à celui qui est mesuré en France. En effet, selon nos résultats, les ménages français n'augmenteraient leur consommation que de 0,4 centime lorsque leur patrimoine s'accroît d'un euro (moyenne depuis 2000).

### Malgré la hausse plus forte de la richesse rapportée au revenu en France, la consommation a été ainsi moins dynamique

*La richesse des ménages, rapportée à leur revenu, a plus augmenté en France*

Le patrimoine total (financier<sup>(5)</sup> et immobilier) rapporté au revenu disponible brut (RDB) augmente assez fortement en France, aux États-Unis et au Royaume-Uni entre 1978 et 2006<sup>(6)</sup>. Au cours des cinq dernières années, la hausse du ratio devient plus marquée en France (cf. graphique 4a) : malgré une moindre progression du RDB en fin de période, la richesse totale n'a pas été moins dynamique en France que dans les deux autres pays. Entre fin 2002 et fin 2006, le taux de croissance annuel moyen du RDB réel est légèrement supérieur aux États-Unis (+2,4 % contre +2,1 % en France et au Royaume-Uni), alors qu'entre fin 1998 à fin 2006 il est très comparable entre les trois pays (+2,7 % en France contre +2,8 % aux États-Unis et au Royaume-Uni).

*Un phénomène encore plus marqué pour le patrimoine net*

Si l'on considère maintenant le patrimoine net des emprunts accordés aux ménages pour chacun des pays (cf. graphique 4b), les évolutions du ratio « patrimoine net / RDB » ont le même profil que celui du patrimoine total. Mais l'endettement est plus faible en France qu'au Royaume-Uni et aux États-Unis, ce qui conduit à des résultats légèrement différents :

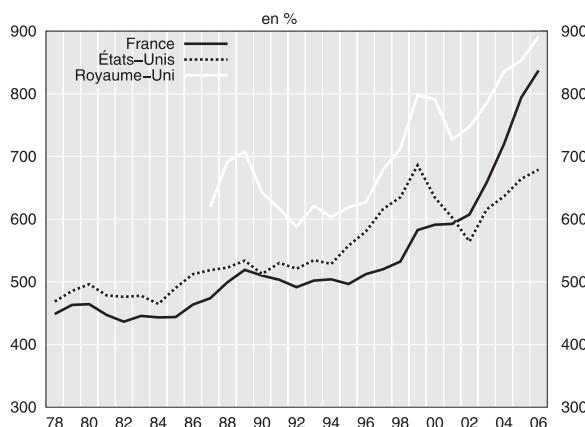
- les États-Unis ne retrouvent plus le niveau d'avant l'éclatement de la bulle Internet ;
- au Royaume-Uni, la hausse est nettement atténuée du fait d'un recours important à l'emprunt ;
- la France dépasse le Royaume-Uni en 2006.

En 2006, les ménages français détiennent un patrimoine net de leurs emprunts équivalent à 7,6 années de revenu, à peu près comme les Britanniques (7,4) et bien plus que les Américains (5,4).

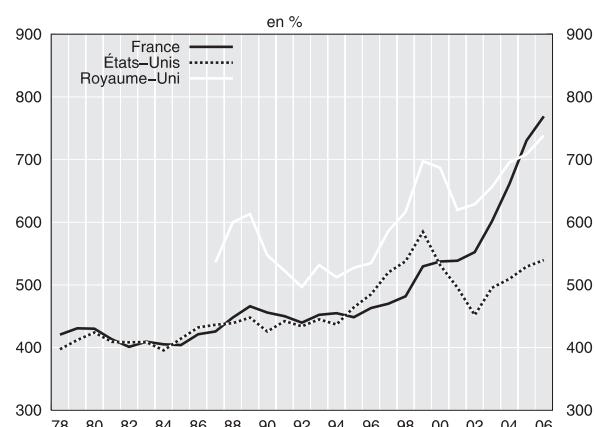
(5) Les méthodes adoptées pour le calcul des séries sont globalement comparables entre pays, mais il reste certaines différences non négligeables (cf. encadrés 1 et 2).

(6) Le point de départ est 1987 pour le Royaume-Uni.

**4 (a) - Ratio « patrimoine total des ménages / revenu disponible brut »**



**4 (b) - Ratio « patrimoine total des ménages net des emprunts / revenu disponible brut »**



Sources : comptes nationaux financiers et non financiers,  
Data Insight

Sources : comptes nationaux financiers et non financiers,  
Data Insight

## Richesse patrimoniale et consommation

Qu'il soit total ou net des emprunts, le patrimoine a donc fortement augmenté en France dans les années 2000, et même davantage qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Néanmoins, l'augmentation de la richesse nette des ménages en France n'aurait contribué, depuis 1995, qu'à environ un point de baisse de leur taux d'épargne (cf. tableau 1). Au final, l'impact sur la consommation d'un retournement du marché immobilier ou d'une baisse des marchés financiers serait ainsi nettement plus faible en France qu'aux États-Unis.

### Des effets de court terme

*À court terme, chômage, inflation et taux d'intérêt affectent aussi la consommation*

À court terme, la consommation et l'épargne des ménages peuvent dépendre d'autres facteurs que le revenu et la richesse. Ainsi, une hausse du taux de chômage entraîne un risque accru de perdre son emploi, pouvant justifier la constitution d'une épargne de précaution. Une hausse de l'inflation, outre son effet mécanique sur leur pouvoir d'achat, tend à déprécier la valeur des encaisses des ménages, qui peuvent être incités à épargner davantage pour les reconstituer. A contrario, les ménages peuvent également anticiper leurs dépenses de consommation pour se prémunir contre les hausses ultérieures de prix. La même ambivalence caractérise l'influence des taux d'intérêt : lorsqu'ils s'élèvent, ils rendent plus chère la souscription de crédits et incitent à différer la consommation pour profiter d'un taux de rémunération de l'épargne plus élevé, mais ils contribuent aussi à l'augmentation contemporaine des revenus du patrimoine.

Les aléas climatiques ont également des effets visibles sur la consommation agrégée. Un hiver exceptionnellement doux peut ainsi conduire les ménages à réduire leur consommation d'énergie ou à différer leurs achats vestimentaires<sup>(7)</sup>.

Sur ces déterminants de court terme aussi, France et États-Unis divergent.

*Une influence déterminante du taux de chômage en France*

En France, depuis 2000, l'évolution de la consommation des ménages est essentiellement liée à celles de leur pouvoir d'achat et du chômage. Les températures exceptionnellement douces des fins d'années 2000, 2002 et 2006 ont aussi ponctuellement freiné la consommation, en particulier celle de produits énergétiques. L'appréciation du patrimoine ne participe, selon nos estimations, qu'à hau-

(7) Cf. encadré 3.

**Tableau 1**  
**Évolution du taux d'épargne et de ses déterminants de long terme entre 1995 et 2006**

	France	États-Unis	Royaume-Uni
Évolution du revenu disponible brut (RDB)	+53 %	+81 %	+68 %
Évolution de la richesse nette	+162 %	+121 %	+133 %
Contribution du ratio richesse/RDB à l'évolution de long terme du taux d'épargne <sup>(1)</sup>	-1,2 point	-5,1 points	-7,0 points
Évolution observée du taux d'épargne	+0,2 point	-5,4 points	-5,6 points

(1) Compte tenu de la spécification économétrique adoptée pour la France (cf. encadré 4), l'évolution de long terme du taux d'épargne pour ce pays ne dépend pas seulement de l'évolution du ratio richesse nette / RDB.

Elle dépend également de celle du ratio : RDB hors revenus de la propriété (noté  $RDB_{hfp}$ ) / RDB. En effet, en notant  $S$  l'épargne,  $C$  la consommation,  $P$  les prix,  $\alpha$  l'élasticité de la consommation par rapport au revenu et  $W$  la richesse :

$$\log(C/P) = \alpha \cdot \log(RDB_{hfp}/P) + (1 - \alpha) \cdot \log(W/P)$$

$$\Rightarrow \Delta S = -\Delta \log(C/RDB) = -(1 - \alpha) \cdot \Delta \log(W/RDB) + \alpha \cdot \Delta \log(RDB/RDB_{hfp})$$

La hausse relative des revenus de la propriété dans le revenu des ménages contribue à une augmentation de 2,4 points du taux d'épargne : elle n'est pas présentée dans le tableau 1. Au final, les déterminants de long terme de la consommation en France contribueraient, dans leur ensemble, à une hausse de +1,2 point du taux d'épargne.

Note de lecture : Aux États-Unis, l'augmentation du revenu (+81%) et de la richesse nette des emprunts (+121%) entre 1995 et 2006 a contribué à une évolution de long terme du taux d'épargne de  $0,26^* \ln(1,81/2,21) = -5,1$  points de pourcentage.

Source : BEA, ONS, Banque de France, Insee, calculs des auteurs

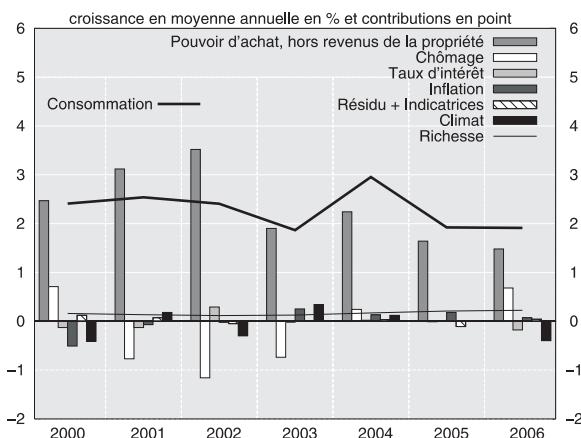
## Richesse patrimoniale et consommation

teur de +0,2 point par an à la consommation. Enfin, l'influence de l'inflation, au-delà de son impact comptable sur le pouvoir d'achat, et des taux d'intérêt semble très limitée en France, contrairement aux États-Unis. Ce n'est qu'à la fin de l'année 2000, où les prix ont assez fortement augmenté, que l'inflation aurait freiné la consommation des ménages, en France, de manière significative.

### *Inflation et taux d'intérêt influencent la consommation américaine*

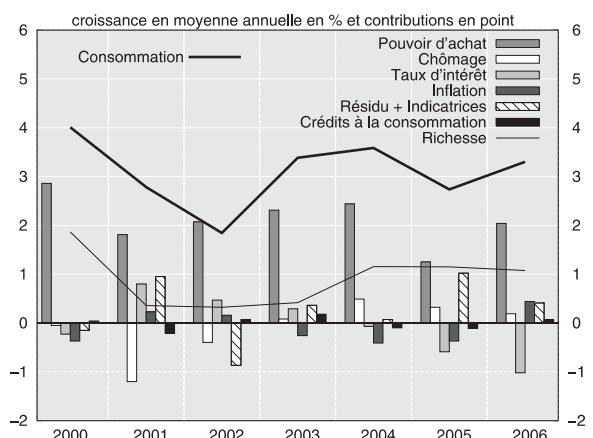
Aux États-Unis, une fois passées les conséquences de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques à partir de 2003, l'appréciation des cours sur les marchés boursier et immobilier a fortement contribué à l'évolution de la consommation. Ces contributions sont relativement stables, de l'ordre de +0,3 point par trimestre. La croissance de la consommation des ménages n'est pas stable pour autant sur cette période. Ses fluctuations trouvent leur origine d'abord dans l'évolution du pouvoir d'achat et ensuite, de manière non négligeable, dans celle de l'inflation et des taux d'intérêt.

### 5 - Contributions à la croissance de la consommation en France



Source : Data Insight, Insee, calculs des auteurs

### 6 - Contributions à la croissance de la consommation aux États-Unis



Source : Federal Reserve Economic Data, calculs des auteurs

**Tableau 2**  
**Parts respectives des principales composantes du patrimoine en France, au Royaume-Uni (R.-U.) et aux États-Unis (É.-U.)**

	Décembre 1978			Décembre 1987			Décembre 1996			Décembre 2006		
	France	R.-U.	É.-U.									
Numéraire et dépôts	18,7	-	16,7	17,3	15,8	14,9	17,3	15,3	9,1	10,0	13,6	8,4
Titres	5,1	-	36,8	11,1	10,0	34,1	12,9	14,0	41,2	10,6	7,9	35,0
Assurance-vie/fonds de pension	3,2	-	11,9	4,2	24,5	15,9	11,3	33,1	21,5	12,5	28,7	20,9
Immobilier	72,9	-	34,6	67,4	49,7	35,1	58,5	37,5	28,2	66,8	49,8	35,7

Source : comptes nationaux financiers et non financiers, Data Insight, calculs des auteurs

*Deux facteurs peuvent expliquer la moindre ampleur de l'effet de richesse en France*

### Des liens plus forts entre richesse et consommation des ménages aux États-Unis

Les différences très importantes dans l'ampleur des effets de richesse estimés aux États-Unis et en France peuvent trouver leur origine d'une part dans l'aversion au risque des ménages et, d'autre part, dans les mécanismes institutionnels facilitant la transformation de leur richesse en revenu consommable.

### Une aversion au risque apparemment plus forte en France

Les actifs qui contribuent le plus à faire varier la valeur de la richesse des ménages sont aussi naturellement ceux dont les prix fluctuent le plus, donc les plus risqués. Des ménages plus averses au risque auront ainsi tendance à détenir une part moins importante de leur patrimoine sous forme d'actifs risqués et à consommer avec plus de parcimonie les gains tirés de ces actifs. La composition du patrimoine des ménages peut ainsi fournir quelques indications quant à leur aversion au risque. En dehors de l'immobilier, les principaux actifs<sup>(8)</sup> des ménages peuvent se regrouper de la façon suivante :

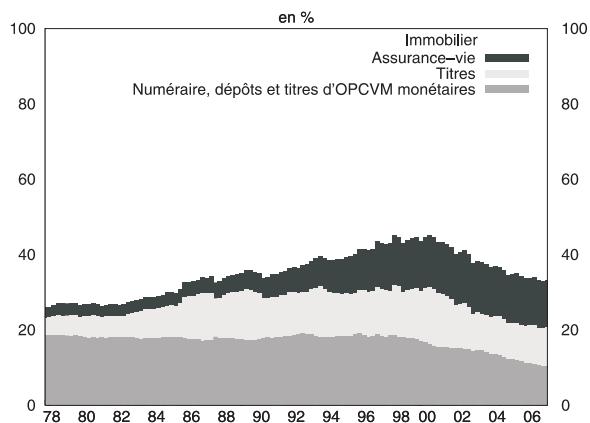
- monnaie fiduciaire et dépôts ;
- titres ;
- assurance-vie et fonds de pension.

*L'aversion au risque des ménages français serait plus forte*

Dans les trois pays étudiés, la part des actifs de type « numéraire et dépôts » est à la baisse, celle de l'assurance-vie et des parts de fonds de pension à la hausse.

Néanmoins, ces tendances communes portent sur des niveaux très différents : la part des titres directement détenus par les ménages (actions, obligations, titres d'OPCVM monétaires ou non monétaires, notamment) est nettement plus importante aux États-Unis qu'en France ou au Royaume-Uni<sup>(9)</sup>. La part des actions cotées directement détenues au sein du patrimoine des ménages est aussi plus

### 7 - France : parts respectives des principales composantes du patrimoine



Source : Data Insight, Comptes nationaux financiers trimestriels, Insee, calculs des auteurs

(8) On met à part certains actifs dont les montants sont relativement faibles, tels que les prêts entre agents et les décalages comptables, qui s'opèrent en partie entre les ménages et que leur nature distingue des actifs plus « traditionnels »

(9) La diminution aux États-Unis en fin de période, du fait de l'explosion de la bulle Internet, et le doublement de cette part en France entre 1978 et 2006 ne remettent pas en cause cette hiérarchie.

importante aux États-Unis (20,7 % des familles en détenaient en 2004<sup>(10)</sup>) qu'en France (13,7 % de la population de plus de 15 ans en 2006<sup>(11)</sup>). Enfin, les actifs financiers moins risqués sont plus répandus en France : les dépôts sont plus largement diffusés (on compte presque un livret A par Français, par exemple) tout comme les actifs de type « OPCVM obligations » ou « OPCVM monétaires ».

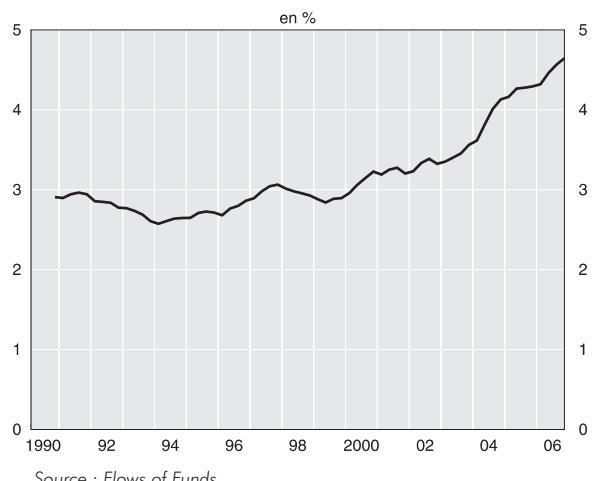
Ces données semblent témoigner d'une moindre aversion au risque des ménages américains par rapport aux ménages français et pourraient donc en partie expliquer que l'effet de richesse soit supérieur outre-Atlantique. Néanmoins, la composition du patrimoine ne révèle le comportement face au risque que dans un cadre institutionnel donné. Si les marchés financiers sont moins profonds et moins liquides en France qu'aux États-Unis, les possibilités de diversifier le risque y sont par conséquent probablement moins importantes. Par conséquent on ne peut exclure que la moindre part d'actifs risqués dans le patrimoine des ménages traduise également une moindre capacité à diversifier le risque.

### Une richesse immobilière moins facilement mobilisable en France

*Aux États-Unis, de nouveaux emprunts peuvent être contractés lorsque la valeur du logement s'accroît*

Depuis 1978, les ménages français détiennent entre la moitié et les trois quarts de leur patrimoine total sous forme de biens immobiliers. Aux États-Unis, cette part est nettement plus faible : elle oscille entre 25 % et 36 %. Le Royaume-Uni se situe entre la France et les États-Unis. Néanmoins, en France, une hausse de la valeur des actifs immobiliers ne peut être utilisée directement pour financer une hausse de la consommation, contrairement aux États-Unis. Sans qu'il y ait de revente du bien, il existe aux États-Unis un mécanisme permettant de souscrire de nouveaux emprunts, du fait d'un surcroît de valeur de l'actif immobilier, et qui peut servir à la consommation (*Home Equity Loans*). Ce mécanisme permet aux ménages de financer une hausse de leur consommation grâce à la croissance de la valeur de leur patrimoine immobilier sans avoir à réaliser la plus-value correspondante. Ce mécanisme est même en forte augmentation depuis la fin des années 1990 aux États-Unis (cf. graphique 8), si bien que l'effet de richesse immobilière pourrait s'être accru depuis le début des années 2000 et être devenu supérieur aux effets moyens estimés ici sur l'ensemble de la période 1954-2006. Ce dispositif est en revanche inexistant en France : les effets de richesse liés à l'immobilier y sont donc là encore probablement plus faibles qu'aux États-Unis. ■

**8 - États-Unis :  
part des *Home Equity Loans*  
dans le patrimoine immobilier**



Source : *Flows of Funds*

(10) Ce chiffre monte à 48,6 % lorsque l'on considère toutes les actions, qu'elles soient détenues en direct ou non, selon le *Survey of Consumer Finance* du *Federal Reserve Board*.

(11) 14,5 % en incluant l'actionnariat salarié, selon l'enquête TNS-Sofres, porteurs de valeurs mobilières 2006 / Euronext.

### Encadré 1 - Construction et reconstruction des séries de patrimoine

Les séries utilisées sont celles publiées par les banques centrales et les instituts statistiques des pays étudiés (comptes financiers trimestriels pour la France<sup>(1)</sup>, *Flows of Funds*<sup>(2)</sup> pour les États-Unis, *United Kingdom Economic Accounts* pour le Royaume-Uni<sup>(3)</sup> ...).

Les données comprennent des statistiques :

- de flux : flux d'achats nets des ventes pour les actifs financiers et immobiliers, ou de souscriptions nettes des remboursements pour les passifs financiers ; flux réels pour le revenu, la consommation... ;
- de valorisation, qui concernent certains actifs dont la valeur peut évoluer en fonction des variations de cours sur les marchés ;
- d'encours/de stocks, qui correspondent à des cumuls de flux et de valorisation sur une période donnée (ces données d'encours concernent essentiellement les séries de patrimoine) ;
- de taux : de chômage, d'intérêt à court ou long terme...

Certaines séries n'étant pas disponibles à une fréquence trimestrielle, il a été nécessaire de les reconstruire à partir des séries annuelles.

S'agissant notamment des séries de patrimoine immobilier, elles ont été reconstruites dans le cas de la France et du Royaume-Uni en utilisant des séries de flux (formation brute de capital fixe, correspondant à l'immobilier neuf) et des séries d'indices de valorisation

immobilière. Les séries trimestrielles de flux et de valorisation obtenues ont été mises en cohérence avec les séries annuelles publiées grâce à un recalage consistant à minimiser, sur l'ensemble de la période, la somme des carrés des variations des écarts entre les valeurs estimées spontanément à partir d'un indice de valorisation et les valeurs annuelles<sup>(4)</sup>. Enfin, pour les États-Unis, les séries trimestrielles d'encours de patrimoine immobilier étaient directement disponibles dans les *Flows of Funds*.

Concernant les séries financières, afin de disposer de séries trimestrielles depuis 1978 pour la France, une estimation a été effectuée en mobilisant des séries dans une base antérieure à la base 2000 et en effectuant des cumuls arrières à partir de l'encours 1994 exprimé en base 2000. La valorisation des actions non cotées a été calquée sur celle des actions cotées.

Les passifs financiers sont en général directement disponibles. Lorsque l'actif immobilier a été considéré *net des emprunts*, seuls les crédits immobiliers ont été retirés de l'actif. ■

(1) Ils sont disponibles à l'adresse : [http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnafintrim/html/cptsnafintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnafintrim/html/cptsnafintrim.htm)

(2) Ils sont disponibles à l'adresse : <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>

(3) Ils sont disponibles à l'adresse : <http://www.statistics.gov.uk/statbase/TSDtables1.asp>

(4) Méthode analogue à celle utilisée par les comptes trimestriels français (cf. Fabre et Prost 2005).

### Encadré 2 - Des séries de patrimoine globalement comparables

Les périmètres retenus pour les séries sont globalement comparables mais il demeure quelques différences. Ainsi, pour le patrimoine non financier du Royaume-Uni, seul l'immobilier résidentiel a été considéré (les actifs agricoles ou bâtiments commerciaux ne sont donc pas inclus dans le patrimoine des ménages, alors qu'il le sont dans les séries disponibles en France et, dans une certaine mesure, aux États-Unis). Il est de toute façon largement prépondérant puisqu'il représente environ 94 % des actifs tangibles non financiers des ménages.

S'agissant de la valorisation, des séries d'indices immobiliers ont été utilisées pour le Royaume-Uni et la France afin de reconstituer les encours trimestriels, alors que ces derniers étaient directement disponibles pour les États-Unis.

La valorisation de certains actifs financiers comme les actions non cotées peut conserver des spécificités fortes selon les pays. Ainsi, les comptables nationaux américains exploitent des informations contenues dans les déclarations d'impôts sur le revenu (dividendes versés sur les actions non cotées), et multiplient les dividendes correspondants par le ratio « capitalisation boursière/dividendes » des actions cotées. En France, conformément aux recommandations du SEC 95, on estime une valeur de marché des actions non cotées en référence à la valorisation boursière des actions cotées : on multiplie la valeur des fonds propres des entreprises non cotées par le ratio capitalisation boursière sur fonds propres des sociétés cotées (Price-to-Book). Le Royaume-Uni applique quant à lui partiellement les recommandations du SEC 95 concernant la valorisation des actions non cotées. ■

## Encadré 3 - Les déterminants théoriques de la consommation de long et court terme

### Revenu permanent et cycle de vie à long terme

De manière traditionnelle, les modèles théoriques servant de référence pour l'évolution de la consommation à long terme sont ceux du revenu permanent et du cycle de vie. L'apport principal de ces théories est de considérer que les consommateurs maximisent leur utilité en tenant compte de leurs revenus présents et futurs. Ces revenus sont non seulement des revenus du travail, mais aussi les revenus (y compris effets de valorisation) du patrimoine.

Soient  $A_t$  le stock d'actifs détenus par les ménages à la fin de la période  $t$ ,  $Y_t$  les revenus autres que ceux du patrimoine perçus au cours de cette période et  $C_t$  la consommation d'un bien unique, pris comme numéraire. L'évolution de la richesse entre  $t$  et  $(t+1)$  s'écrit :  $A_t = Y_t - C_t + (1 + r_t)A_{t-1}$ .

Sous l'hypothèse d'absence d'incertitude sur la durée de vie (notée  $T$ ), les revenus futurs et le rendement moyen de l'actif (notés  $r$ ) et sans motif de transmission de richesse entre deux générations, le stock d'actif à la date  $T$  doit être nul. Les équations de transmission de la richesse entre deux périodes consécutives peuvent donc se sommer sous la forme :

$$\sum_{k=0}^{T-t} \frac{C_{t+k}}{\prod_{i=0}^{T-t} (1 + r_{t+i})} = A_{t-1} + \sum_{k=0}^{T-t} \frac{Y_{t+k}}{\prod_{i=0}^{T-t} (1 + r_{t+i})}$$

Sous cette contrainte, en notant  $\delta$  le taux d'escompte psychologique des ménages, le programme de maximisation de l'utilité intertemporelle des consommateurs conduit à une équation décrivant l'évolution optimale de la consommation, dite équation d'Euler :

$$\frac{U'(C_{t+1})}{U'(C_t)} = \frac{1 + \delta}{1 + r_t}$$

En supposant que l'utilité des consommateurs est de forme quadratique, la consommation à chaque date peut s'écrire en fonction de la richesse initiale et du flux actualisé des revenus futurs.

$$C_t = R \cdot \left[ A_{t-1} + \sum_{k=0}^{T-t} \frac{Y_{t+k}}{\prod_{i=0}^{T-t} (1 + r_{t+i})} \right]$$

$$\text{avec } R = \left[ \sum_{k=0}^{T-t} \frac{(1 + \delta)^k}{(1 + r_{t+k}) \left( \prod_{j=0}^{k-1} (1 + r_{t+j}) \right)^2} \right]^{-1}$$

L'arbitrage entre la consommation et l'épargne dépend donc non seulement des revenus contemporains, comme dans un modèle keynésien traditionnel, mais aussi des revenus futurs actualisés et de la richesse à la fin de la période précédente.

### Inflation, taux de chômage, crédits à la consommation : des déterminants de court terme

Néanmoins, il s'agit là d'un lien théorique de long terme entre la consommation, la richesse et le revenu. Plusieurs facteurs peuvent expliquer des déviations à ce modèle théorique. Nous les avons pris en compte dans la dynamique de court terme de la consommation.

- L'inflation et les taux d'intérêt, en modifiant la valeur réelle des actifs détenus par les ménages, peuvent avoir un effet ambigu sur leur consommation car, dans les deux cas, l'effet de revenu est en concurrence avec l'effet de substitution.
- Le taux de chômage peut influencer la consommation de plusieurs manières. Il peut tout d'abord intervenir dans la formation des anticipations des ménages. Ainsi, le taux de chômage en niveau peut être relié à l'espérance des revenus futurs anticipés : plus il est élevé, plus la probabilité d'être au chômage s'accroît et plus l'espérance de revenu diminue. Toutes choses égales par ailleurs, cela doit se traduire par une consommation plus basse en niveau. Par ailleurs, le taux de chômage en variation est un indicateur de l'incertitude qui pèse sur l'avenir et peut être relié à la variance des revenus futurs. Si les ménages sont enclins à constituer une épargne de précaution (c'est le cas avec des fonctions d'utilité de forme plus générale que quadratique - cf. Leland, 1968), leur consommation doit donc être d'autant plus basse en niveau que la variation du taux de chômage est forte.
- L'existence de contraintes de liquidité peut expliquer que le revenu courant, même lorsque ses variations peuvent être anticipées, joue un rôle important pour la consommation, contrairement à ce que prévoient les modèles du revenu permanent et du cycle de vie. C'est ce que nous essayons de capter grâce à l'influence du revenu disponible brut (RDB) et, éventuellement, des crédits à la consommation à court terme.
- D'autres facteurs plus ponctuels, tels que des aléas climatiques ou des primes accordées par l'État pour soutenir la consommation de certains produits, peuvent également conduire les ménages à avancer ou à retarder certains achats, donc modifier la dynamique de court terme de leur consommation. ■

### Encadré 4 - Les déterminants de la consommation des ménages en France

La consommation, le revenu et la richesse étant des séries non stationnaires pour l'ensemble des pays étudiés, nous avons modélisé leur interdépendance au moyen d'un modèle à correction d'erreur. Une méthode en deux étapes a été appliquée : dans un premier temps, l'existence d'une relation de long terme a été testée par la méthode de Stock-Watson (1993), puis la relation de long terme ainsi estimée a été injectée dans une équation de court terme écrite en différence première.

La relation de long terme estimée pour la France prend la forme suivante<sup>(1)</sup> :  $\log(C_t) = 0,977 \cdot \log(Y_t) + 0,023 \cdot \log(A_{t-1})$

$C_t$  correspond aux dépenses de consommation en volume des ménages<sup>(2)</sup>, aux prix de l'année précédente chaînés.  $Y_t$  est le revenu disponible brut, déflaté par l'indice de prix de la consommation des ménages<sup>(3)</sup>, auquel on a retranché les revenus de la propriété (D4) et les loyers immobiliers, repérés par l'excédent brut d'exploitation (EBE) des ménages purs. Ces séries proviennent de la comptabilité nationale trimestrielle.

$A_{t-1}$  représente le patrimoine des ménages à la fin du trimestre précédent, déflaté par l'indice de prix de la consommation des ménages, auquel on a retranché l'ensemble des dettes des ménages (cf. encadré).

L'équation est estimée sur la période 1985 T1-2006 T1<sup>(4)</sup>, c'est-à-dire à partir de la libéralisation des marchés financiers en France<sup>(5)</sup>. Cette période est suffisante pour capter plusieurs cycles d'évolution des richesses financières et immobilières. La somme des coefficients sur le revenu et la richesse est contrainte à un afin d'assurer la stabilité du taux d'épargne sur longue période. Un test de Shin (1994) permet de vérifier qu'il s'agit bien d'une relation de cointégration<sup>(6)</sup>.

Le coefficient obtenu devant la richesse est de bien plus faible ampleur qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. La réduction d'un euro de la richesse nette des ménages français s'accompagne d'un recul de la consommation de 0,4 centime depuis le début des années 2000.

La dynamique de court terme est caractérisée par l'équation suivante<sup>(7)</sup> :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & 0,006 - 0,24 \cdot \Delta \log(C_{t-1}) + 0,07 \cdot \Delta \log(Y_{t-2}) \\ & (9,97) \quad (2,81) \quad (1,56) \\ & + 0,19 \cdot \Delta \log(Y_{t-3}) - 0,14 \cdot CE_{t-1} - 0,0016 \cdot \Delta(R_{t-4}^{3m}) \\ & (4,78) \quad (4,29) \quad (2,06) \\ & - 0,0016 \cdot \Delta(R_{t-1}^{10a}) - 0,0035 \cdot \Delta(\text{Infl}^2) - 0,016 \cdot \Delta(u_t) \\ & (1,67) \quad (4,09) \quad (6,24) \\ & - 0,31\% \cdot \text{climat\_T4} + 1,23\% \cdot 187T4 + 1,09\% \cdot 189T4 \\ & (4,64) \quad (10,40) \quad (10,26) \\ & - 1,17\% \cdot 193T1 + 0,85\% \cdot 195T3 - 1,23\% \cdot 196T4 - 97T1 \\ & (11,29) \quad (10,60) \quad (11,36) \end{aligned}$$

Période d'estimation : 1985T2-2006T4

$R^2 = 0,66$     $SER = 0,33\%$     $DW = 1,99$

AR-LM (4)=0,23   (P-Value=93 %)

Jarque-Bera=0,20   (P-Value=90 %)

La stabilité des coefficients sur les dix dernières années est acceptée au seuil de 5 % par un test du CUSUM sur le carré des résidus.

Outre des variables retardées de consommation et de revenu et la force de rappel  $CE_{t-1}$ , les déterminants de court terme retenus sont le taux d'intérêt nominal à trois mois  $R^{3m}$ , le taux d'intérêt nominal des obligations d'État à dix ans  $R^{10a}$ , le carré de l'inflation  $\text{Infl}^2$  permettant de prendre en compte des réactions spécifiques en période de forte inflation, et le taux de chômage  $u_t$ .

Une variable climatique figure également dans l'équation. Elle permet de repérer l'écart de température au quatrième trimestre par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Un écart positif d'un degré réduit la consommation des ménages de 0,3 point de pourcentage<sup>(8)</sup>.

Enfin, diverses indicatrices temporelles figurent dans l'équation.  $I95T3-96T1$  est une indicatrice valant -1 aux troisième et quatrième trimestre de 1995 et 1 au premier trimestre de 1996. Comme dans le modèle macroéconomique de la DGTPE (Bourquard et al. - 2005), elle prend en compte l'effet des grèves de 1995 sur le profil de la consommation.  $I96T4-97T1$  est une indicatrice valant -1 au quatrième trimestre de 1996 et 1 au premier trimestre de 1997. Elle prend en compte l'effet de la suppression de la prime à la casse pour les voitures anciennes.

Ce modèle a été obtenu à partir d'une spécification initiale beaucoup plus large, incluant quatre retards dans le court terme pour la consommation, le revenu, les taux d'intérêt, l'inflation, le carré de l'inflation, le taux de chômage et le rapport entre le flux de crédits à

(1) Notons que l'on parvient aux mêmes élasticités en ayant recours à une estimation en une étape.

(2) Le fait d'estimer une relation entre la consommation en volume et le revenu et la richesse, tous deux déflatés par l'indice de prix de la consommation des ménages, permet d'exclure que le lien entre la richesse et la consommation ne passe pas par les prix de l'immobilier. En effet, ceux-ci affectent simultanément la valeur des loyers consommés et la valeur du patrimoine immobilier.

(3) Il s'agit, en l'occurrence, du déflateur de la consommation issu de la comptabilité nationale, et non de l'indice des prix à la consommation.

(4) L'échantillon disponible s'étend jusqu'en 2006T4 mais l'inclusion d'avances et de retards des variables explicatives par la méthode de Stock-Watson le réduit en pratique.

(5) L'État a fortement contribué au décloisonnement des marchés de capitaux français entre 1982 et 1985, permettant notamment aux ménages d'acquérir des titres, via des OPCVM, sur le marché monétaire. Par ailleurs, l'encadrement du crédit a été définitivement levé au profit d'une régulation par les taux d'intérêt directeurs de la banque centrale à partir de 1987.

(6) Le test de Shin (1994) est fondé sur une hypothèse nulle de cointégration. Les valeurs critiques aux seuils de 10 et de 5 % valent respectivement 0,16 et 0,22. La statistique de test pour notre équation vaut 0,14, ce qui permet d'accepter l'hypothèse de cointégration aux seuils habituels. La variance de long terme des résidus a été estimée selon la méthode préconisée par Andrews (1991).

(7) Les statistiques de Student sont indiquées entre parenthèses. Les variances des paramètres de l'équation ont été calculées à l'aide de la méthode de Newey-West (1987).

(8) Les variables similaires pour les trois autres trimestres de l'année ne sont pas significatives. Dans un précédent dossier de la Note de conjoncture (Aléas climatiques, aléas économiques : les effets du climat sur l'activité économique en France - juin 2007), les principaux effets du climat étaient également observés pour les mois d'octobre à décembre. Les estimations présentées faisaient apparaître qu'un degré supplémentaire tendait à abaisser la consommation des ménages en « eau, gaz, électricité (FG1) » de 3 %, en « combustibles et carburant (FG2) » de 1,5 % et en « habillement-cuir (FC1) » de 1 %. Sachant que le premier poste représente 3,4 %, le second 4,3 % et le troisième 4,9 % des dépenses de consommation des ménages sur la période 1985-2006, cela correspond à un effet agrégé supérieur à 0,2 point sur la consommation des ménages, du même ordre de grandeur que celui estimé grâce à notre équation.

la consommation et le revenu. Contrairement aux États-Unis, l'inclusion d'une variable de richesse ou du rapport entre le flux de crédit de trésorerie et le revenu dans le court terme de l'équation donne de moins bons résultats en simulation dynamique sur la fin de période. Nous avons donc choisi de ne pas les inclure dans cette spécification.

Enfin, bien que la méthode de Stock-Watson conduise à estimer une influence significative de la richesse à long terme et bien que la force de rappel soit significative dans la dynamique de court terme, la faiblesse de l'effet obtenu n'invalider pas d'autres spécifications économétriques où la consommation ne dépendrait que du revenu à long terme. Plusieurs autres études parviennent à des modélisations satisfaisantes de la consommation française en négligeant totalement l'effet de richesse (cf. Bourquard *et al.* - 2005). ■

### Encadré 5 - Les déterminants de la consommation des ménages aux États-Unis

La relation de long terme estimée pour les États-Unis grâce à la méthode de Stock-Watson (1993) prend la forme suivante :

$$\log(C_t) = -0,84 + 0,74 \cdot \log(Y_t) + 0,26 \cdot \log(A_{t-1})$$

(10,01) (c) (8,78)

Période d'estimation : 1954T4-2006T1

$C_t$  correspond aux dépenses de consommation en volume des ménages, aux prix de l'année précédente chaînés.  $Y_t$  est le revenu disponible brut, déflaté par l'indice de prix de la consommation des ménages.

$A_{t-1}$  est le patrimoine des ménages à la fin du trimestre précédent, déflaté par l'indice de prix de la consommation des ménages, auquel on a retranché l'ensemble des dettes des ménages, comme dans le cas français.

L'élasticité de long terme de la consommation à la richesse s'élève à 26 %. Ce résultat est tout à fait conforme à celui d'études antérieures<sup>(1)</sup> et correspond à une propension marginale à consommer la richesse de 5,8 cents par dollar de richesse supplémentaire en moyenne depuis le début des années 2000.

La dynamique de court terme est caractérisée par l'équation suivante<sup>(2)</sup> :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & 0,0055 - 0,22 \cdot \Delta \log(C_{t-1}) + 0,11 \cdot \Delta \log(C_{t-3}) + 0,25 \cdot \Delta \log(Y_t) \\ & + 0,12 \cdot \Delta \log(Y_{t-1}) - 0,049 \cdot CE_{t-1} \\ & - 0,0085 \cdot \Delta(u_t) - 0,0049 \Delta^2(u_t) + 0,032 \cdot \Delta \log(A_{t-1}) + 0,033 \cdot \Delta \log(A_{t-4}) \\ & + 0,042 \cdot \Delta(FCred_{t-2}/Y_{t-2}) + 0,054 \cdot \Delta(FCred_{t-3}/Y_{t-3}) - 0,0049 \cdot \Delta(R_{réel,t-1}^{3m}) \\ & - 0,0059 \cdot \Delta(Inf_{t-1}) - 0,00013 \cdot \Delta(Inf_t^2) + 1,09\% \cdot I65T4 + 1,03\% \cdot I68T268T3 \\ & + 1,25\% \cdot I78T2 - 1,72\% \cdot I81T4 - 1,20\% \cdot I87T1 + 1,07\% \cdot I01T3T4 \\ & (13,57) \quad (9,82) \quad 15,36 \quad (6,41) \end{aligned}$$

Période d'estimation : 1954T4-2007T1       $\bar{R}^2 = 0,62$       SER = 0,43%      DW = 1,99

AR-LM (4)=0,93      (P-Value=45 %)

Jarque-Bera=0,20      (P-Value=90 %)

Cette équation fait apparaître des déterminants assez semblables, avec les mêmes notations, à ceux de l'équation estimée pour la France. Quelques différences doivent être mentionnées :

- La richesse, avec deux retards différents, a été introduite dans le court terme. Une spécification alternative sans ces termes a pu être estimée mais elle présente de moins bonnes performances en simulation dynamique sur la période récente.
- L'influence des flux de crédits de trésorerie  $FCred_t$ <sup>(3)</sup> a été explicitement modélisée dans le court terme sous la forme du ratio entre le flux de crédits accordés et le revenu courant. Cette variable vise à capter l'influence de la politique d'offre de crédit des banques. Dans la mesure où elle peut également capter des effets de demande de crédit, elle a été introduite retardée pour limiter le risque de causalité inverse, de la consommation vers les crédits<sup>(4)</sup>.

(1) Cf. par exemple Ludvigson et Steindel (1999) qui trouvent une élasticité de 29 % sur la période 1953-1997 ou bien Beffy et Monfort (2003) qui l'estiment à 26 % sur la période 1960-2001.

(2) Les statistiques de Student sont indiquées entre parenthèses. Les variances des paramètres de l'équation ont été calculées à l'aide de la méthode de Newey-West (1987).

(3) Les crédits de type « home equity loans », dont les montants ne sont publiés que sur la période récente, ne sont pas pris en compte.

(4) Ce risque n'est toutefois pas totalement écarté si ce sont les mêmes causes qui poussent les ménages à consommer plus et à recourir plus au crédit à la consommation et que ces causes sont persistantes.

## Richesse patrimoniale et consommation

- Le taux de chômage apparaît en différence première et en différence seconde dans le court terme. Ce choix correspond aux deux canaux par lequel le chômage peut influencer la consommation (cf. encadré 3).
- Comme pour la France, l'influence du climat sur la consommation des ménages a été estimée. Une variable prenant en compte l'écart de température sur l'ensemble du territoire américain au premier trimestre par rapport à la moyenne des cinq dernières années peut ressortir de manière significative. Néanmoins, sa présence tend à dégrader les performances prédictives de l'équation sur la période récente. Nous l'avons donc omise. ■

### Encadré 6 - Quelle est l'importance de l'effet de richesse au Royaume-Uni ?

La relation de long terme estimée pour le Royaume-Uni grâce à la méthode de Stock-Watson (1993) prend la forme suivante :

$$\log(C_t) = -0,76 + 0,78 \cdot \log(Y_t) + 0,22 \cdot \log(A_{t-1})$$

Période d'estimation : 1991 T1-2006 T2

Les variables  $C_t$ ,  $Y_t$  et  $A_{t-1}$  sont définies comme pour les États-Unis.

L'élasticité de long terme de la consommation à la richesse s'élève à 22 %. Elle est donc intermédiaire entre le cas français et le cas américain, tout en étant plus proche du cas américain. Elle correspond à une propension marginale à consommer la richesse de 3,6 pence par livre de richesse supplémentaire depuis le début des années 2000<sup>(1)</sup>. ■

(1) À nouveau, ces résultats sont compatibles avec ceux d'études antérieures. Ainsi, Boone, Giorno et Richardson (1998) estiment cette propension marginale de long terme à 4,0 pence et Beffy et Monfort (2003) à 1,8 penny dans les années 1990.

## Bibliographie

**Andrews D. (1991)**, "Heteroskedastic and autocorrelation consistent covariance matrix estimation" - *Econometrica* vol. 59, pp. 817-858.

**Beffy P-O. et Monfort B. (2003)**, "Patrimoine des ménages, dynamique d'allocation et comportement de consommation" - Document de travail de la Dese (Insee).

**Boissinot J. et Catte P. (2007)**, "Comparaison des taux d'épargne des ménages dans les pays de l'OCDE" - Document de travail de la Dese (Insee), à paraître.

**Boone L., Giorno C. et Richardson P. (1998)**, "Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence" - *OECD Economics department working paper* n° 208.

**Bourquard V., Carnot N., Deruennes A. et Pamies-Sumner S. (2005)**, "Une maquette de prévision à court terme pour la France" - Document de travail de la DGTPE (ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie).

**Campbell J. et Cocco J. (2007)**, "How do house prices affect consumption ? Evidence from micro data" - *Journal of Monetary Economics* vol. 54, pp. 591-621.

**Case K.E., Quigley J.M. et Shiller R.J. (2001)** : « Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus The Housing Market », UV Berkeley, Department of Economics, Working Paper No. E01-308.

**Fabre J. et Prost C. (2005)**, "Méthodologie des comptes trimestriels", *Insee méthodes* n° 108.

**Federal Reserve Board (2004)**, "Survey of Consumer Finance".

**Kennickell A.B. (2006)**, "Currents and Undercurrents: Changes in the Distribution of Wealth 1989-2004" - *Federal Reserve Board*, janvier.

## Richesse patrimoniale et consommation

**Leland H. E. (1968)**, "Saving and uncertainty: The precautionary demand for saving" - *Quarterly Journal of Economics* vol. 82, pp. 465-473.

**Ludwig A. et Slok T. (2002)**, «The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries », *IMF Working Paper*, n° 02/1.

**Ludvigson S. et Steindel C. (1999)**, "How important is the stock market effect on consumption ?" - *Economic Policy Review*.

**Muñoz S. (2006)**, "Wealth Effects in Europe: A Tale of Two Countries (Italy and United Kingdom)" - *IMF Working Paper*, WP/06/30.

**Newey W. et West K. (1987)**, "A simple, positive definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix" - *Econometrica* vol. 55, pp. 703-708.

**Shin Y. (1994)**, "A residual based test of the null of cointegration against the alternative of noncointegration" - *Econometric Theory* vol. 10, pp. 91-115.

**Stock J. et Watson M. (1993)**, "A simple estimator of cointegrated vectors in higher order integrated systems" - *Econometrica* vol. 61, pp. 783-820.

**TNS-Sofres / Euronext (2006)**, "Rapport public sur les porteurs de valeurs mobilières".



# Fiches Thématiques

*International*

# Synthèse internationale

En 2007, la croissance mondiale resterait soutenue, malgré le net ralentissement de l'économie américaine attendu à partir du quatrième trimestre. Elle serait toujours forte dans les pays émergents, Chine en tête. Dans la zone euro et au Japon, elle fléchirait légèrement en fin d'année.

Au premier semestre de 2008, l'activité économique mondiale ralentirait. En effet, la hausse du prix du pétrole de cet automne pèserait sur la consommation des ménages. De plus, le durcissement des conditions de financement, occasionné par la crise financière, freinerait l'investissement dans les grands pays industrialisés. Enfin, les premiers effets indirects de la crise immobilière se feraient sentir sur la demande intérieure américaine, au-delà de l'effet direct sur l'investissement des ménages, et par voie de conséquence sur les exportations à destination des États-Unis.

À l'horizon de la mi-2008, on peut identifier trois aléas à la baisse : une nouvelle hausse du prix du pétrole, une aggravation de la crise du marché immobilier américain, mais surtout une propagation amplifiée des perturbations financières et bancaires. À l'inverse, le dynamisme des économies émergentes pourrait atténuer plus significativement que prévu le ralentissement de la croissance mondiale.

## Un fléchissement de l'activité mondiale à l'horizon de la mi-2008

En octobre, l'indice PMI<sup>(1)</sup> mondial dans l'industrie a diminué, retrouvant son niveau de la mi-2005, tandis que l'indicateur dans les services indique un net repli depuis le mois de juin (cf. graphique 1). La progression de la production industrielle mondiale<sup>(2)</sup> pourrait ainsi revenir en dessous de +5,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2007, après +6,3 % en 2006. La croissance mondiale fléchirait donc, essentiellement par le fait des principaux pays industrialisés : le glissement annuel du PIB y serait de +2,3 % à la fin de 2007, après +2,7 % au trimestre précédent.

À l'horizon de la mi-2008, le ralentissement se poursuivrait dans les principaux pays industrialisés (cf. tableaux). Aux États-Unis, l'effet du retourment du marché immobilier continuerait de peser fortement sur la croissance d'ici la mi-2008. Par ailleurs, la consommation des ménages serait fragilisée par les effets de richesse, tant immobilière que financière (avec la morosité des bourses), et par une moindre progression de l'emploi. La croissance américaine serait ainsi faible, inférieure au potentiel, à l'horizon de la mi-2008. L'activité de la

(1) Purchasing Manager Index : enquête auprès des directeurs d'achats.

(2) États-Unis, Union européenne, Japon, Chine, Inde, Russie, Canada, Amérique latine hors Vénézuela, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande.

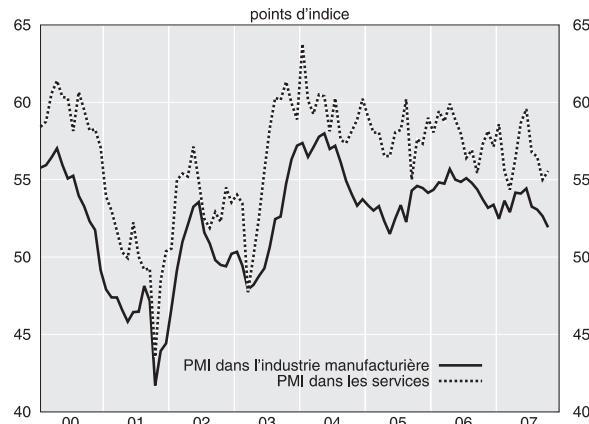
Tableau 1  
Ensemble des pays industrialisés : équilibre ressources-emplois en volume

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
	1,0	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	0,4	2,8	2,4	1,5
PIB	1,0	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	0,4	2,8	2,4	1,5
Consommation privée	0,8	0,6	0,3	0,8	0,5	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	2,4	2,3	1,5
Consommation publique	0,9	0,2	0,3	0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,3	0,3	1,6	1,8	1,2
Investissement	1,2	1,0	-0,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	-0,7	-0,4	-0,2	3,5	0,5	-0,9
Exportations	3,3	1,3	0,5	2,7	0,9	1,3	3,4	2,0	1,4	1,4	8,6	6,7	6,0
Importations	2,4	0,9	0,3	0,6	1,1	-0,2	1,6	1,0	0,5	0,5	6,5	2,9	2,4
Contributions à la croissance													
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,6	0,3	0,7	0,5	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	2,5	2,0	1,2
Stocks	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1
Extérieur	0,1	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4

Prévision

Sources : données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

## 1 - Des anticipations conjoncturelles en repli



Source : JP Morgan / NTC

zone euro ralentirait aussi : l'investissement productif pourrait avoir dépassé le pic du cycle amorcé en 2003, et le marché de l'immobilier présente des signes de faiblesse dans plusieurs pays de la zone. De plus, la contribution des échanges extérieurs deviendrait négative au premier semestre de 2008, en raison de l'appréciation de l'euro et du fléchissement de la demande mondiale. Au Royaume-Uni, après une très bonne année 2007, la croissance faiblirait au premier semestre de 2008 sous l'effet d'un ralentissement de la demande intérieure, en particulier de la consommation des ménages. Au Japon, l'activité progresserait modérément d'ici la fin de l'année. La demande intérieure y demeurerait handicapée par l'absence de redressement des salaires.

La croissance resterait forte dans les grands pays émergents, notamment la Chine, l'Inde et la Russie, mais subirait également un léger ralentissement. Notamment, le point haut du cycle d'investissement semble avoir été atteint en Asie à la mi-2007. Au total, les déséquilibres mondiaux de balance commerciale se réduiraient un peu à l'horizon de la mi-2008 : le déficit extérieur américain se contracterait en part de PIB, mais l'Asie continuerait de dégager des surplus commerciaux im-

portants, sans inflexion par rapport au passé récent.

Au total, le glissement annuel du PIB mondial fléchirait légèrement à +4,4 % à la fin du premier semestre de 2008, contre +5,0 % en début d'année 2007 (cf. graphique 3). Dans cet environnement international moins porteur, la demande mondiale adressée à la France progresserait sur un rythme plus modéré à l'horizon de la mi-2008. En fin de période de prévision, elle croîtrait à un rythme inférieur à sa moyenne de longue période.

## Des politiques monétaires soumises à des injonctions contradictoires dans les principaux pays industrialisés

Les marchés financiers mondiaux sont affectés depuis le mois d'août par de fortes turbulences, à la suite de la crise aux États-Unis du marché des prêts hypothécaires à haut risque (dits « subprime ») : les tensions sur les taux à court terme perdurent, malgré l'action des banques centrales, et des écarts importants demeurent entre les taux d'intérêt du marché monétaire à 3 mois et les taux directeurs. Cette crise, comme le ralentissement de l'activité, pourrait suggérer des politiques monétaires accommodantes, alors que les tensions inflationnistes plaideraient au contraire pour un durcissement. Enfin, la prise en compte des évolutions des taux de change, notamment de l'euro vis-à-vis du dollar, induirait un biais haussier aux États-Unis et baissier en zone euro (cf. fiche « Financement de l'économie »). La Fed et la banque d'Angleterre assoupliraient, au moins provisoirement, leur politique monétaire pour soutenir l'activité, alors que la zone euro devrait plutôt opter pour le maintien des taux directeurs à leur niveau actuel. Une hausse des taux n'est toutefois pas exclue en zone euro si les tensions inflationnistes persistent. Le Japon constituerait la seule exception : sa situation économique (fragilité de la croissance, peu de tensions inflationnistes, impact sensible de la crise financière) justifierait le *statu quo*, mais la volonté

Tableau 2  
PIB des principaux pays industrialisés

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
<b>Ensemble</b>	1,0	0,8	0,3	0,8	0,5	0,5	0,9	0,4	0,4	0,4	2,8	2,4	1,5
États-Unis	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	0,9	1,2	0,3	0,3	0,4	2,9	2,2	1,7
Japon	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,8	-0,5	0,4	0,2	0,5	0,5	2,4	1,8	1,1
Royaume-Uni	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	2,8	3,1	1,6
Zone euro, dont :	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,7	0,5	0,4	0,4	2,9	2,6	1,4
Allemagne	0,9	1,3	0,7	1,0	0,5	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	3,1	2,7	1,6
Italie	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3	1,9	1,8	0,9

Prévision

Sources : données nationales, Banque mondiale, calculs Insee

de la Banque centrale japonaise de normaliser dès que possible ses taux directeurs, en les montant, semble toujours très présente.

### Les prix des matières premières entraîneraient la hausse de l'inflation

Le cours du baril de brent s'est nettement accru depuis août, passant de 70 à plus de 90 dollars en novembre. Il fluctuerait autour de 90 dollars sur l'ensemble de la période de prévision (contre 75 dollars dans le point de conjoncture d'octobre - cf. fiche « Pétrole et matières premières »). Par ailleurs, les prix agricoles (céréales et produits laitiers notamment) poursuivraient leur hausse récente en raison du déséquilibre entre l'offre et la demande (cf. fiche « Prix à la consommation »).

Cette nette augmentation des prix des matières premières énergétiques et alimentaires se répercuterait sur les prix à la production et à la consommation. Mesurée en glissement annuel, l'inflation dans les principaux pays industrialisés continuerait ainsi de progresser jusqu'au début de 2008, avant de refluer légèrement à l'horizon de la prévision (cf. graphique 2). L'inflation sous-jacente resterait toutefois globalement stable, l'impact désinflationniste du ralentissement de l'activité contrebalançant les effets de diffusion des hausses des prix des matières premières et de l'énergie. L'inflation sous-jacente baisserait légèrement aux États-Unis,

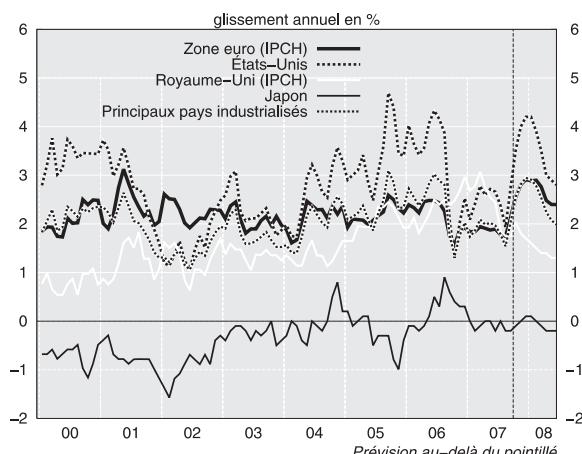
demeurerait faible au Japon, mais continuerait d'augmenter en zone euro.

### Principal aléa : l'impact de la crise financière sur l'économie réelle

Le cours du baril de pétrole pèse ainsi de nouveau sur l'économie mondiale et un niveau bas des stocks américains d'essence pourrait remettre en cause notre hypothèse sur le cours du baril. À l'inverse, un ralentissement plus brutal qu'anticipé de l'activité mondiale ou un apaisement des tensions géopolitiques favoriserait la détente des cours, en dessous des 90 dollars envisagés.

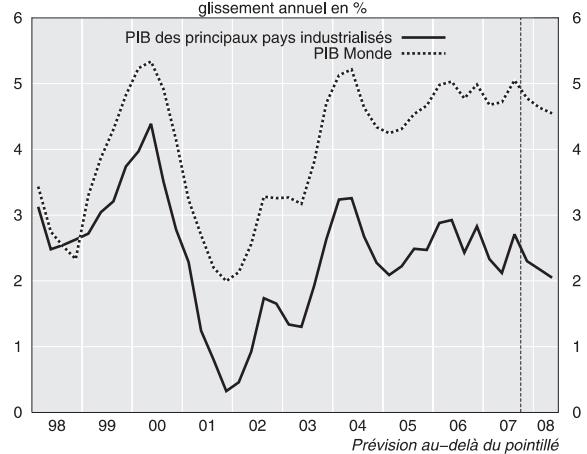
Mais l'impact de la crise financière constitue le principal aléa entourant ce scénario de prévision, le durcissement des conditions de financement et l'accroissement de l'aversion au risque pourraient réduire l'investissement au-delà de ce qui est inscrit dans le scénario. De plus, la situation du marché immobilier aux États-Unis pourrait se dégrader au-delà de nos prévisions et pèserait davantage sur la consommation des ménages américains. La croissance des États-Unis s'en ressentirait d'autant, et les effets de contagion aux régions exportant massivement outre-Atlantique, notamment l'Asie, pourraient se matérialiser. À l'inverse, la résistance des économies émergentes pourrait atténuer plus significativement que prévu le ralentissement de la croissance mondiale. ■

### 2 - Prix à la consommation



Sources : instituts statistiques nationaux, Banque mondiale, calculs et prévisions Insee

### 3 - Un fléchissement de l'activité mondiale à l'horizon de la mi-2008



Sources : instituts statistiques nationaux, Banque mondiale, calculs et prévisions Insee

# Principaux pays partenaires de la zone euro

Aux États-Unis, la croissance a surpris à la hausse au troisième trimestre de 2007 (+1,2%), mais cette excellente performance ne devrait pas se reproduire dans les trimestres qui viennent : la croissance américaine ne devrait être que de 0,3 % à 0,4 % au cours des prochains trimestres. La persistance de la crise immobilière et la hausse de l'inflation alimentaire et énergétique pèsent sur la demande des ménages. Le durcissement des conditions de financement devrait par ailleurs limiter l'accès au financement des emprunteurs, ménages et entreprises, et contribuer à freiner leurs dépenses.

Au Royaume-Uni, l'économie évoluerait sur un rythme modéré (+0,6 % au quatrième trimestre de 2007, puis +0,3 % par trimestre au premier semestre de 2008) : la consommation des ménages devrait ralentir fortement, affectée par le redressement de l'inflation et le fléchissement des prix de l'immobilier.

Au Japon, la croissance pâtirait du ralentissement international et d'une consommation toujours faible. La croissance serait en outre heurtée, tirée vers le bas au quatrième trimestre puis vers le haut au premier semestre 2008, par des fluctuations exceptionnelles de l'investissement en construction, imputables au durcissement des normes d'octroi des permis de construire mis en œuvre en juin 2007. Après une croissance de 0,2 % seulement au quatrième trimestre de 2007, l'économie japonaise rebondirait à +0,5 % par trimestre au premier semestre 2008.

## La croissance américaine fléchirait à l'horizon du premier semestre de 2008

Au cours des trimestres à venir, la croissance américaine devrait être tirée vers le bas par la hausse de l'inflation et la propagation au reste de l'économie des effets de la crise immobilière. L'investissement résidentiel reculerait à nouveau (-5,6 % au quatrième trimestre de 2007, puis -5,5 % et -4,0 % respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2008). Différents signaux semblent en effet indiquer une poursuite des difficultés du marché immobilier : d'une part, la confiance des promoteurs immobiliers ainsi que les ventes de logements anciens baissent depuis février ; d'autre part, le niveau des stocks de logements, exprimé en termes de mois de ventes, reste élevé. Le taux d'investisse-

ment résidentiel ne semble d'ailleurs pas avoir atteint les creux observés lors des crises immobilières précédentes (cf. graphique 1).

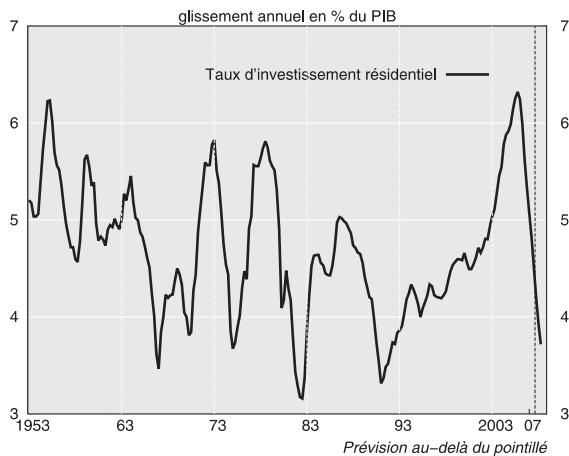
Ce recul persistant de l'investissement en logement s'accompagne désormais d'un recul des prix de l'immobilier, qui devrait peser sur la consommation au cours des prochains trimestres (cf. encadré du dossier « Richesse patrimoniale et consommation » dans cette note).

L'emploi devrait progressivement ralentir à l'horizon de l'été 2008, en lien avec une activité un peu moins dynamique. Les salaires ralentiraient également très légèrement, de +1,0 % par trimestre en 2007 à +0,9 % par trimestre au premier semestre 2008, sous l'effet de la légère dégradation du marché du travail.

De plus, l'inflation serait poussée à la hausse par l'envolée des cours des matières premières alimentaires (céréales et produits laitiers notamment) : elle dépasserait 3,0 % en glissement annuel à la fin de l'année, avant de revenir à 2,5 % à la mi-2008. Au total, le pouvoir d'achat du revenu ne progresserait plus que faiblement au cours des deux prochains trimestres (+0,4 % par trimestre).

Enfin, la consommation pourrait être également freinée par le durcissement des conditions d'octroi du crédit. La consommation des ménages américains devrait ainsi s'infléchir progressivement à l'horizon de la mi-2008 : sa croissance ne serait plus que de 0,4 % à 0,5 % au premier semestre 2008.

## 1 - Poursuite de la baisse du taux d'investissement résidentiel aux États-Unis



Source : BEA, calculs Insee

Côté investissement des entreprises aussi, le ralentissement en octobre de l'indice de la production industrielle en biens d'équipement et la baisse du taux d'utilisation des capacités laissent anticiper un repli de la croissance au quatrième trimestre de 2007 (+0,8 %). Les difficultés grandissantes de financement des entreprises (cf. fiche « Financement de l'économie ») et les faibles anticipations de croissance ne seraient pas propices à un rebond de l'investissement : l'atonie devrait persister au premier semestre de 2008.

Cependant, à cet horizon, le commerce extérieur soutiendrait la croissance. Sur les trois prochains trimestres, les importations devraient ralentir en lien avec la demande intérieure. Avec une stabilisation du taux de change autour de 1,45 \$/€ et compte tenu notamment du dynamisme des im-

portations de la zone euro, les exportations américaines croîtraient toujours vivement : 2,5 % au quatrième trimestre puis 2,0 % par trimestre au premier semestre de 2008.

Le principal aléa pour l'économie américaine reste lié à la crise immobilière et à la crise financière qui en a découlé. Le marché immobilier pèse de plus en plus sur la croissance américaine : directement via l'investissement en logement des ménages et indirectement via l'effet de richesse sur la consommation ; les tensions sur les marchés financiers pourraient entraîner un durcissement supplémentaire des conditions d'accès au crédit. Inversement, la consommation pourrait rester dynamique si les effets de richesse étaient surestimés et la dé-

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

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006		2007				2008		2006	2007	2008 acq.		
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.					
	0,3	0,5	0,2	0,9	1,2	0,3	0,3	0,4	2,9	2,1	1,6		
<b>ÉTATS-UNIS (37,2 %)<sup>(1)</sup></b>													
<b>PIB</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>		
Consommation	0,7	1,0	0,9	0,3	0,7	0,6	0,5	0,4	3,1	2,9	1,7		
FBCF privée <sup>(2)</sup>	-1,2	-1,8	-1,1	0,8	-0,1	-1,6	-1,8	-1,2	2,4	-3,2	-3,8		
Dépenses gouvernementales <sup>(3)</sup>	0,2	0,9	-0,1	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4	1,8	2,0	1,7		
Exportations	1,4	3,4	0,3	1,8	4,4	2,5	2,0	2,0	8,4	8,0	7,9		
Importations	1,3	0,4	1,0	-0,7	1,0	0,8	0,0	0,0	5,9	2,3	1,1		
<b>Contributions :</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,5	0,4	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2	2,9	1,9	0,9		
Variations de stocks	0,0	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,0		
Commerce extérieur	-0,1	0,3	-0,1	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,5	0,7		
<b>ROYAUME-UNI (5,6 %)<sup>(1)</sup></b>													
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>		
Consommation	0,2	1,1	0,7	0,8	1,0	0,5	0,3	0,3	2,0	3,1	1,6		
FBCF totale	2,7	3,3	1,1	-0,9	1,6	0,4	0,2	0,2	8,2	5,6	1,2		
Consommation publique <sup>(4)</sup>	0,5	0,7	0,5	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	2,5	1,9	1,6		
Exportations	-13,0	0,2	0,2	0,2	2,7	1,9	0,2	0,2	10,3	-4,1	3,1		
Importations	-10,1	-0,5	1,1	-0,4	3,9	1,5	0,6	0,7	9,8	-1,9	4,1		
<b>Contributions :</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,4	0,7	0,4	1,0	0,5	0,3	0,3	3,2	3,3	3,3		
Variations de stocks	0,2	-0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,3	0,3		
Commerce extérieur	-0,3	0,2	-0,3	0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5		
<b>JAPON (14,8 %)<sup>(1)</sup></b>													
<b>PIB</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>		
Consommation	-0,9	1,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	2,0	1,7	0,9		
FBCF totale	-0,5	2,1	0,3	-2,6	-0,8	-1,4	1,4	1,4	1,3	-0,8	0,2		
Consommation publique	0,4	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,6	0,2		
Exportations	2,2	1,0	3,2	1,0	2,6	1,5	1,2	1,2	9,6	7,9	4,9		
Importations	-0,2	-0,3	1,0	0,7	-0,2	0,5	0,5	0,5	4,2	1,5	1,5		
<b>Contributions :</b>													
Demande intérieure hors stocks	-0,6	1,1	0,5	-0,4	0,0	0,0	0,4	0,4	1,4	0,9	0,6		
Variations de stocks	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1		
Commerce extérieur	0,4	0,2	0,4	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,8	1,0	0,7		

Prévision

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissements publics.

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

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

préciation passée du dollar, favorable aux exportations, pourrait soutenir la croissance américaine au-delà des prévisions.

### Ralentissement de la demande des ménages britanniques

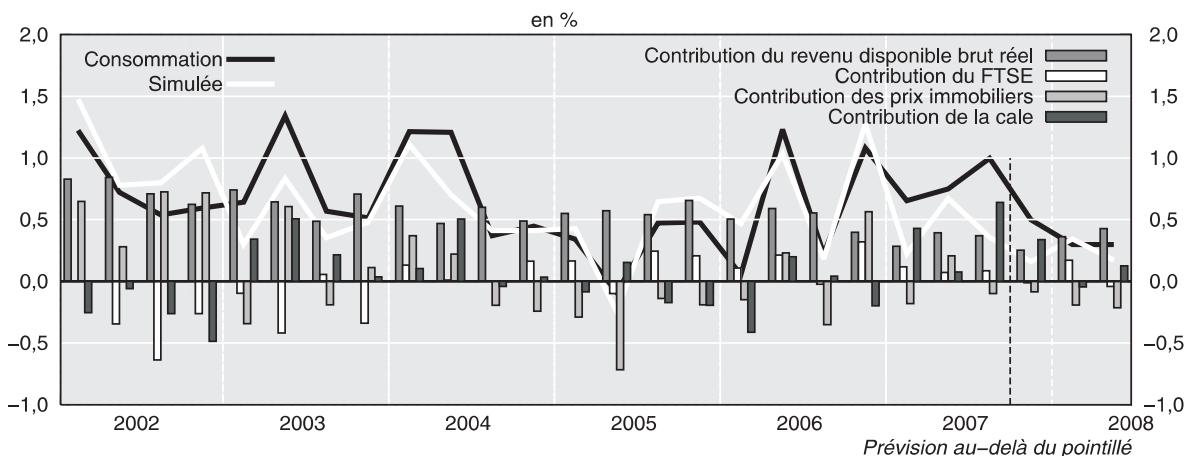
Comme celle des États-Unis, l'économie du Royaume-Uni devrait ralentir nettement début 2008 du fait du retournement de son marché immobilier. L'investissement des ménages, encore dynamique fin 2007 (+1,0 % attendu au quatrième trimestre de 2007), ralentirait (+0,5 % par trimestre au premier semestre de 2008) du fait de la hausse passée des taux et du durcissement des conditions d'octroi du crédit.

L'effet de richesse immobilière qui a soutenu la demande des ménages en 2007 s'atténuerait largement au fur et à mesure que les prix de l'immobilier ralentiraient, voire diminueraient. Les ménages pourraient par conséquent extraire moins de liquidités du marché hypothécaire.

En outre, le pouvoir d'achat des ménages britanniques ralentirait légèrement. Au troisième trimestre, les salaires britanniques auraient retrouvé de la vigueur, mais par la suite, ces hausses de salaires marqueraient le pas en raison du ralentissement de la productivité. De plus, comme 60 % des prêts sont souscrits à taux variable, les quatre hausses successives de taux d'intérêt renchériraient le remboursement du crédit et grèveraient le budget des ménages. Enfin, la forte augmentation des prix des matières premières, notamment le pétrole et l'alimentation, devrait se répercuter sur les prix à la consommation dès la fin de 2007.

La consommation des ménages s'essoufflerait donc à partir de la fin 2007, après avoir été vigoureuse depuis le début de 2007 (+1,0 % au troisième trimestre, cf. graphique 2). La demande des ménages ralentirait progressivement à partir du quatrième trimestre de 2007.

### 2 - La consommation britannique fléchirait avec le ralentissement des prix immobiliers



Sources : calculs Insee, ONS, Financial Times

De plus, l'investissement des entreprises, qui n'a cessé de ralentir en 2007, ne progresserait pas à l'horizon de prévision du fait de la dégradation des perspectives de demande et des hausses passées des taux du crédit.

Les dernières enquêtes font d'ailleurs état d'une détérioration du climat des affaires. Selon l'enquête du mois d'octobre de la fédération des chefs d'entreprises britanniques, les anticipations de production dans l'industrie sont à nouveau retombées, après une légère amélioration au troisième trimestre. Il en est de même pour les dernières enquêtes auprès des directeurs d'achats dans le secteur des services, dont les indices diminuent depuis septembre.

Les créations d'emploi sont restées bien orientées aux deuxièmes et troisièmes trimestres. Le taux de chômage a donc continué de baisser (2,6 % en octobre selon la norme nationale). Dans les trimestres à venir, cette bonne tenue du marché de l'emploi s'atténuerait au fur et à mesure que l'activité ralentirait.

Au total, après un cycle économique vigoureux, la croissance outre-Manche serait freinée au quatrième trimestre de 2007 (+0,6 %) et au premier semestre de 2008 (+0,3 % par trimestre), essentiellement en raison du ralentissement marqué de la demande des ménages. Sur 2007, l'économie britannique aurait néanmoins connu une bonne année, le PIB progressant de 3,1 % en moyenne annuelle. Par la suite, l'activité fléchirait et l'acquis de croissance pour 2008 ne serait que de +1,6 % au mois de juin. Le principal aléa entourant cette prévision concerne l'ampleur du ralentissement du marché de l'immobilier et son impact sur la consommation.

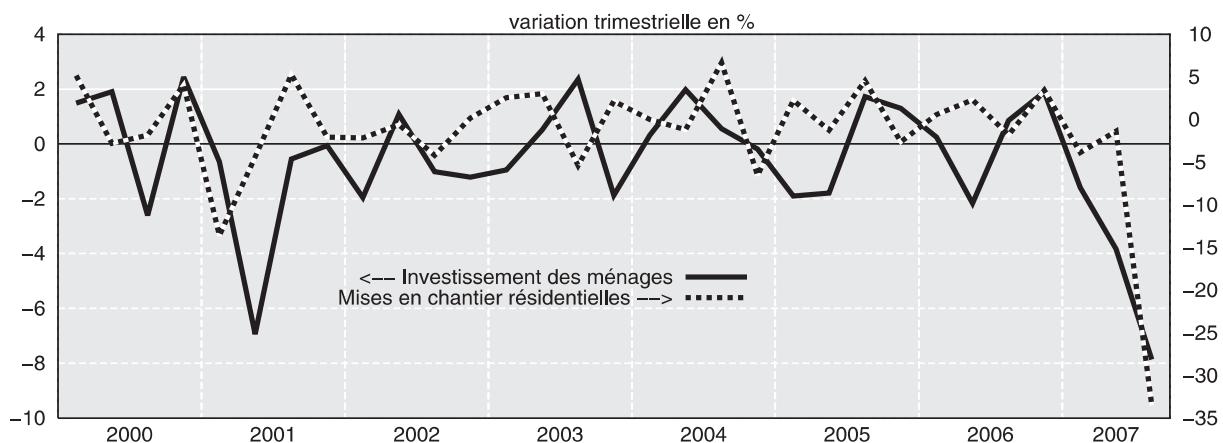
## Japon : la faiblesse de la demande intérieure pénaliserait la croissance

Fin 2007, le Japon ne sera toujours pas véritablement parvenu à sortir de la déflation. Le ralentissement de la demande intérieure qui s'annonce ne laisse guère présager d'amélioration sur ce plan. Même si le renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières contribue à faire revenir l'inflation au-dessus de zéro, l'économie nippone reste caractérisée par des pressions déflationnistes persistantes. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) resterait négative à l'horizon du premier semestre de 2008.

Les salaires, dont la baisse s'est accentuée au troisième trimestre de 2007 (-1,6 % en glissement annuel, après déjà -1,5 % au trimestre précédent), ne devraient pas redémarrer à court terme : les entreprises nippones sont toujours soumises à des contraintes sur leurs coûts de production en raison de la hausse des prix des matières premières.

L'emploi est certes mieux orienté. Selon l'enquête Tankan de septembre, un nombre croissant d'entreprises se déclarent en situation de sous-effectif. L'emploi pourrait donc progresser dans les trimestres à venir et corriger un troisième trimestre anormalement faible (-0,6 % après +0,5 % au trimestre

### 3- Chute temporaire de l'investissement des ménages au Japon



Sources : Economic and Social Research Institute, Ministry of Land, Infrastructure and Transport

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

	Moyennes annuelles				en %
	2005	2006	2007	2008*	
<b>États-Unis</b>					
Emploi salarié non agricole	1,7	1,9	1,3	0,7	
Salaire moyen par tête	3,3	4,3	4,5	2,8	
Revenu disponible brut nominal	4,7	5,9	5,8	4,2	
Déflateur de la consommation privée	2,9	2,8	2,5	2,2	
Taux d'épargne en niveau	0,5	0,4	0,6	0,7	
<b>Royaume-Uni</b>					
Emploi total	1,0	0,9	0,6	0,6	
Salaire moyen par tête	4,0	4,0	3,6	2,1	
Revenu disponible brut nominal	5,5	3,6	2,8	2,9	
Déflateur de la consommation privée	2,4	2,4	2,1	1,1	
Taux d'épargne	5,6	5,0	3,0	3,3	
<b>Japon</b>					
Emploi total	0,4	0,4	0,4	0,1	
Salaire moyen par tête	0,4	1,3	-0,1	0,5	
Revenu disponible brut nominal	0,2	1,8	0,7	-	
Déflateur de la consommation privée	-0,8	-0,3	-0,5	0,2	
Taux d'épargne en niveau (net)	3,0	3,3	2,9	-	

Prévision

\* acquis de croissance au deuxième trimestre

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

précédent). Mais cette progression de l'emploi ne suffirait pas à compenser l'impact négatif des baisses de salaire réel sur le revenu des ménages.

La confiance des ménages japonais s'est ainsi effritée récemment, affectant notamment leurs intentions d'achat de biens durables, et les demandes de prêts à la consommation ont reculé. La croissance de la consommation demeurerait donc faible au cours des trimestres à venir.

L'affaiblissement de la demande intérieure et la dégradation de l'environnement international pénaliserait l'investissement des entreprises à l'horizon du premier semestre de 2008. L'enquête Tankan et les commandes de machines corroborent ce diagnostic. En début d'année 2008, l'investissement en biens d'équipement rebondirait modestement.

En matière de commerce extérieur, l'économie nipponne continuerait de bénéficier du relatif dynamisme de l'activité de ses principaux partenaires asiatiques au cours des prochains trimestres. Au troisième trimestre de 2007, les exportations ont progressé sous l'effet d'un marché asiatique toujours porteur et du rebond temporaire de la demande en provenance des États-Unis. Par la suite, les exportations ralentiraient cependant progressivement sous les effets combinés du fléchissement

de la croissance mondiale et de l'appréciation du yen vis-à-vis du dollar (+9,0 % entre juillet et fin novembre). Les importations resteraient modérées au cours des trimestres à venir en raison d'une demande intérieure peu vigoureuse.

En fin d'année 2007 puis début 2008, un élément exceptionnel viendrait perturber le profil de la croissance japonaise : les conséquences du durcissement des normes d'octroi des permis de construire, intervenu au mois de juin, qui en a considérablement rallongé les délais d'obtention. Les mises en chantier ont ainsi chuté à partir de juin, entraînant une baisse spectaculaire de l'investissement en logement des ménages (-7,9 % au troisième trimestre 2007 et -7,0 % attendu au quatrième trimestre), et de l'investissement en construction des entreprises. Les mesures prises par les autorités japonaises pour résorber les goulets d'étranglement ont toutefois permis une reprise des mises en chantier en octobre, qui augure de croissances très positives de l'investissement en construction, des ménages et des entreprises, au premier semestre 2008. La croissance de l'économie japonaise serait donc artificiellement tirée vers le bas au quatrième trimestre de 2007 (+0,2 %), puis vers le haut, au premier semestre 2008 (+0,5 % par trimestre), par ces fluctuations exceptionnelles de l'investissement en construction. ■

# Conjoncture dans la zone euro

Au troisième trimestre de 2007, le PIB de la zone euro a rebondi (+0,7 %). Ce rebond a été commun aux principaux pays de la zone, où l'activité avait ralenti au trimestre précédent.

Les perspectives pour la fin de l'année 2007 et le début de l'année 2008 se sont néanmoins dégradées selon les dernières enquêtes de conjoncture. Après avoir globalement stagné en début d'année suite à la hausse de la TVA allemande, la consommation des ménages de la zone euro serait à nouveau le principal soutien de la croissance. Mais elle subirait à l'horizon de prévision le ralentissement du pouvoir d'achat imputable aux poussées des prix alimentaires et énergétiques. L'investissement productif aurait dépassé le pic du cycle amorcé en 2003, alors que le marché de l'immobilier présente des signes de fragilité dans plusieurs pays de la zone. Enfin, les échanges extérieurs ne contribueraient plus à la croissance, en raison du ralentissement de l'économie mondiale et de l'appréciation de l'euro.

En 2007, le PIB de la zone euro aurait encore crû à un rythme soutenu (+2,6 %). Mais, cette performance proche de celle de 2006 masque un ralentissement de l'activité amorcé au deuxième trimestre. Au premier semestre de 2008, la croissance serait ainsi de 0,4 % seulement par trimestre, un rythme inférieur à la croissance potentielle.

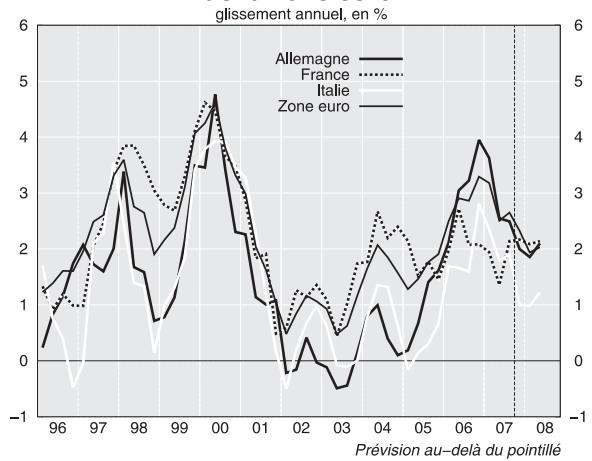
## En 2007, la croissance de la zone euro aurait conservé un rythme soutenu

Après une forte croissance en 2006 (+2,9 %), l'activité en zone euro ne décélèrerait que légèrement en moyenne annuelle sur 2007 (+2,6 %). Néanmoins, depuis le pic du quatrième trimestre de 2006, un ralentissement progressif est à l'œuvre. Ce pic est commun à tous les principaux pays de la zone, à l'exception notable de la France : restée en retrait de l'accélération de l'activité observée chez ses voisins en 2006, elle ne connaît pas non plus de ralentissement significatif (cf. graphique 1).

Le rebond de la croissance au troisième trimestre (+0,7 %) s'accompagne pourtant d'une dégradation des enquêtes de conjoncture dans l'industrie apparue en avril et amplifiée au cours des mois sui-

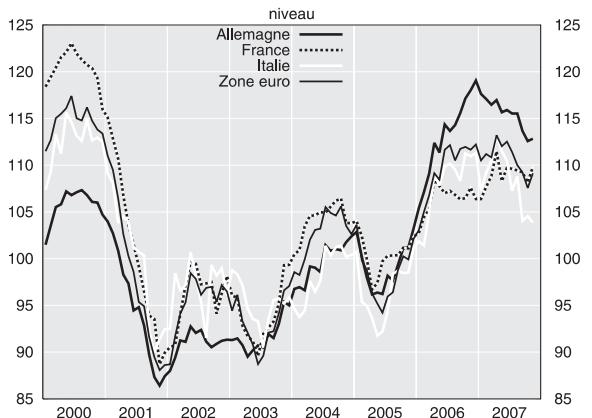
vants. Les enquêtes de conjoncture dans les services ont commencé elles-aussi à se dégrader en septembre. Tous les pays de la zone euro sont concernés à l'exception de la France où les enquêtes étaient restées en marge de l'amélioration de celles de ses partenaires en 2006 (cf. graphique 2). Dans leur ensemble, les enquêtes suggèrent ainsi que le sursaut de l'été, qui comportait des éléments de correction d'un deuxième trimestre anormalement bas, ne serait que temporaire : la production industrielle ralentirait sur la fin de l'année. L'activité dans le secteur des services qui suit habituellement avec une plus grande inertie les retournements des enquêtes resterait néanmoins encore assez sou-

## 1 - PIB dans les principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, Destasi, Insee, Istat

## 2 - Indicateurs synthétiques (IS) des enquêtes de conjoncture dans l'industrie



Sources : Commission européenne, Ifo, Insee, calculs Insee

tenue. Le PIB de la zone euro ralentirait (+0,5 % de croissance au quatrième trimestre de 2007, puis +0,4 % sur les deux premiers trimestres de 2008). L'acquis de croissance pour 2008 serait de +1,4 % en milieu d'année.

Les contributions des principaux postes de la demande à la croissance du PIB en 2007 continuaient de présenter les mêmes différences au sein des trois grands pays de la zone euro que l'an passé (cf. graphique 3). D'une part, la consommation demeurerait le principal moteur de la croissance en France et en Italie, alors qu'elle devrait avoir reculé en Allemagne, son rebond à partir du deuxième trimestre ne suffisant pas à compenser le repli du début d'année imputable à la hausse de

TVA. D'autre part, les exportations seraient restées le pilier de la croissance allemande en 2007, malgré un environnement international nettement moins porteur ; ils l'auraient amputée en France et en Italie. En revanche, l'investissement se serait tassé dans chacun de ces trois pays, semblant manifester l'épuisement du cycle d'expansion commencé en 2003.

Au niveau de l'ensemble de la zone, la croissance des principaux postes de la demande apparaît relativement plus équilibrée que l'an passé, le ralentissement de la demande intérieure étant compensé par une contribution significative des échanges extérieurs.

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

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles				
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2008 acq.	
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.					
	PIB	0,9	1,3	0,7	1,0	0,5	0,3	0,7	0,5	0,4	0,5	1,0	3,1	2,7	1,6
<b>ALLEMAGNE (29,4 %)<sup>(1)</sup></b>															
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	
Consommation des ménages	0,8	0,2	0,4	0,8	-2,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,1	1,1	-0,2	1,5	
FBCF totale	-2,2	6,1	1,2	1,9	2,1	-1,2	0,6	1,6	0,1	0,4	1,3	7,0	5,4	1,5	
Consommation publique	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,8	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,5	0,9	1,9	0,3	
Exportations	4,9	1,8	3,3	5,3	-0,3	0,8	3,1	1,9	1,5	1,5	7,4	12,9	8,5	5,9	
Importations	3,8	0,7	3,5	1,3	2,3	-1,8	3,9	1,9	1,5	1,5	6,9	11,5	6,5	5,6	
<b>Contributions :</b>															
Demande intérieure hors stocks	0,2	1,2	0,6	0,7	-0,5	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	2,1	1,2	1,2	
Variations de stocks	0,0	-0,4	0,1	-1,6	2,0	-1,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1	
Commerce extérieur	0,7	0,5	0,0	1,9	-1,0	1,1	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,5	1,1	1,2	0,4	
<b>ITALIE (17,9 %)<sup>(1)</sup></b>															
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	
Consommation des ménages	0,5	0,5	0,7	0,2	0,7	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,5	1,9	1,0	
FBCF totale	1,8	0,9	-1,0	2,2	0,6	0,2	1,5	0,8	0,6	0,6	-0,2	2,5	3,0	2,4	
Consommation publique	-0,3	-0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	1,5	-0,3	0,1	0,3	
Exportations	2,2	1,5	-1,9	4,1	0,2	-1,4	0,9	0,4	0,4	0,4	0,0	5,4	2,3	1,1	
Importations	1,2	0,4	2,0	1,8	-1,2	-0,2	2,4	0,8	0,6	0,6	1,0	4,4	2,5	2,8	
<b>Contributions :</b>															
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,4	0,2	0,5	0,6	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	1,3	1,8	1,1	
Variations de stocks	-0,1	-0,1	1,1	-0,1	-0,6	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,1	0,2	
Commerce extérieur	0,3	0,3	-1,0	0,6	0,4	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	-0,1	-0,5	
<b>ZONE EURO (27,8 %)<sup>(2)</sup></b>															
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	
Consommation des ménages	0,7	0,4	0,5	0,5	0,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,6	1,9	1,5	1,5	
FBCF totale	0,6	2,7	0,9	1,6	1,8	0,0	0,9	0,7	0,4	0,5	2,8	5,1	4,7	1,8	
Consommation publique	1,0	0,2	0,5	0,4	0,9	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	1,4	1,9	2,0	0,8	
Exportations	3,0	1,5	1,0	3,0	0,9	0,8	2,5	1,4	1,0	1,0	4,7	7,7	6,3	4,2	
Importations	2,2	1,2	1,7	1,7	1,4	0,1	2,7	1,5	1,2	1,2	5,5	7,4	5,6	4,6	
<b>Contributions :</b>															
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,5	0,7	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	1,7	2,5	2,2	1,4	
Variations de stocks	-0,2	0,0	0,3	-0,4	0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
Commerce extérieur	0,3	0,1	-0,2	0,5	-0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	0,3	-0,1	

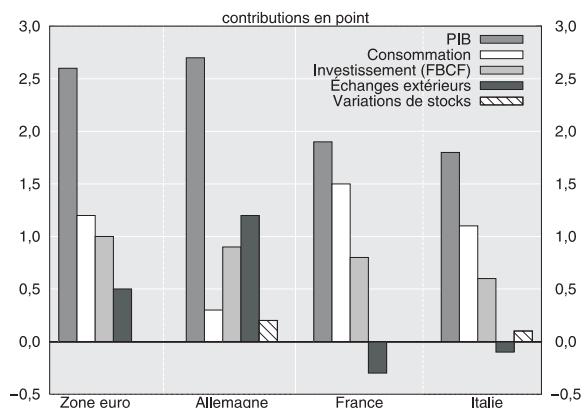
Prévision

(1) Part dans le PIB de la zone euro

(2) Part dans le PIB de l'OCDE

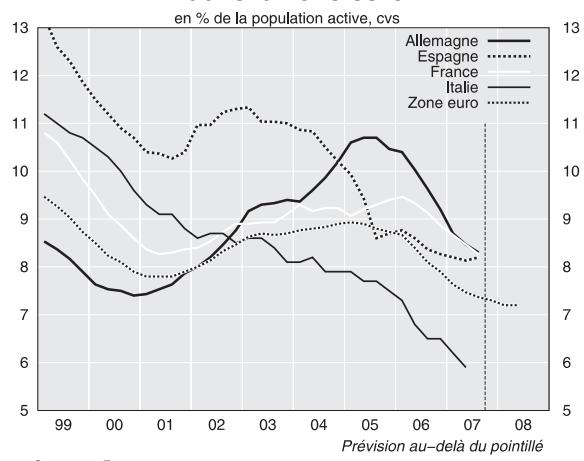
Source : Eurostat

### 3 - Contributions au PIB (prévision) dans les principaux pays de la zone euro en 2007



Sources : Eurostat, Destatis, Insee, Istat

### 4 - Taux de chômage harmonisés dans la zone euro



Source : Eurostat

### La consommation des ménages subirait la hausse de l'inflation

En 2007, le revenu des ménages de la zone aurait encore accéléré par rapport à 2006 (+4,2 % après +3,7 %, cf. tableau 2) avec l'amélioration sensible du marché du travail : l'emploi augmente-

rait de 1,9 %. La décrue du taux de chômage (cf. graphique 4) favoriserait ainsi la hausse des salaires (+2,3 %). En Allemagne, la modération salariale à l'œuvre depuis le début des années 2000 semble toucher à sa fin. Néanmoins, la diffusion des hausses de salaires négociées dans certaines branches à l'ensemble de l'économie reste lente. En Italie, à l'inverse, les salaires marquent un net ralentissement, qui s'atténuerait toutefois sur l'horizon de prévision : de nouvelles revalorisations dans la fonction publique sont programmées pour début 2008. Les efforts de réduction du déficit budgétaire dans les grands pays de la zone euro (Allemagne et Italie principalement) ne se seraient pas traduits en 2007 par un accroissement des impôts directs sur le revenu des ménages.

D'ici la mi-2008, emploi et salaires poursuivraient leur croissance en zone euro sur un rythme soutenu, mais le surcroît d'inflation alimentaire et énergétique attendu au cours des prochains trimestres pénaliserait la progression du pouvoir d'achat des ménages (cf. fiche « Prix à la consommation au sein de la zone euro »). Celui-ci aurait encore accéléré sur l'ensemble de 2007 (+2,2 % après +1,6 % en 2006) grâce au ralentissement des prix en début d'année mais déclinerait nettement sur le premier semestre de 2008 : l'acquis de croissance du pouvoir d'achat pour 2008 serait de +1,3 % seulement en milieu d'année.

La consommation des ménages est redevenue le principal soutien à la croissance du PIB aux deuxièmes et troisièmes trimestres de 2007 (+0,3 point de contribution), après avoir stagné en début d'année. Elle ralentirait néanmoins en moyenne annuelle (+1,5 % après +1,9 % en 2006). D'une part, elle a subi le recul de la consommation allemande au premier trimestre suite à la hausse de la TVA. D'autre part, après une forte hausse en début d'année, le taux d'épargne des ménages serait resté élevé les trimestres suivants. Il diminuerait par la suite en réponse au ralentissement du pouvoir d'achat du revenu, permettant aux ménages de maintenir la croissance de leur consommation. Sur

Tableau 2  
Zone euro : compte des ménages

	variations trimestrielles et croissance en moyennes annuelles, en %										2005	2006	2007	2008 acq.				
	2006				2007				2008									
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.								
Coût du travail	0,9	1,1	0,5	0,8	1,5	0,9	0,8	1,1	1,1	0,8	2,5	3,4	4,1	3,1				
- emploi salarié	0,3	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3	0,9	1,6	1,9	1,2				
- coûts salariaux unitaires	0,6	0,5	0,2	0,4	0,9	0,3	0,5	0,7	0,7	0,5	1,6	1,9	2,1	1,9				
Revenu disponible brut (RDB)	0,6	1,1	0,7	1,0	1,2	0,9	1,2	1,0	1,0	0,8	3,2	3,7	4,2	3,2				
Taux d'épargne (en % du RDB)	13,4	13,5	13,3	13,6	14,3	14,0	14,1	13,7	13,7	13,8	13,8	13,4	14,0	13,7				
Déflateur de la consommation des ménages	0,5	0,6	0,5	0,2	0,4	0,6	0,5	1,1	0,6	0,2	2,1	2,2	2,0	2,0				
Masse salariale réelle	0,4	0,5	0,1	0,6	1,1	0,3	0,3	0,0	0,5	0,6	0,5	1,3	2,1	1,2				
- coûts salariaux unitaires réels	0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,5	-0,3	0,0	-0,4	0,1	0,3	-0,5	-0,3	0,2	-0,1				
Pouvoir d'achat	0,1	0,6	0,3	0,8	0,7	0,3	0,7	-0,1	0,4	0,6	1,1	1,6	2,2	1,3				

Prévision  
Sources : Eurostat, calculs Insee

le premier semestre de 2008, la consommation des ménages resterait ainsi le principal soutien de la croissance et progresserait de 0,4 % en rythme trimestriel.

### Le ralentissement de l'investissement signalerait la fin du cycle

L'investissement en équipement a ralenti depuis le début de 2007, après quatre années d'accélération. Depuis six mois déjà, les entrepreneurs européens signalent en effet une diminution du taux d'utilisation des capacités de production, et les producteurs de biens d'équipement anticipent une poursuite du ralentissement de l'investissement (cf. graphique 5). Le cycle d'investissement amorcé en 2003 semble ainsi s'achever en Allemagne. Ce retournement devrait aussi concerner l'Italie, bien que ce pays soit resté jusque-là en marge du cycle européen : comme ses partenaires, l'Italie serait touchée par la dégradation des perspectives d'activité et par le durcissement des conditions de financement, en raison de la montée passée des taux d'intérêt et des turbulences financières apparues au cours de l'été 2007 (cf. fiche « *Financement de l'économie* »). Fin 2007, l'investissement en équipement serait toutefois ponctuellement soutenu en Allemagne par l'arrêt de mesures fiscales avantageuses début 2008. Il progresserait en zone euro encore de 6,1 % en 2007, après +7,2 % en 2006, mais l'acquis de croissance pour 2008 s'élèverait à seulement +2,7 % en milieu d'année.

L'investissement en construction n'a rebondi que modérément après le recul du deuxième trimestre, lui-même faisant suite au pic d'activité de l'hiver 2006/2007 particulièrement doux. La construction allemande, dont la croissance avait été forte en 2006 après 10 années de crise du secteur, semble déjà ralentir. En France aussi le secteur a ralenti en 2007. De plus, dans plusieurs pays de la zone euro (Espagne, Finlande, Irlande), les craintes de récession du secteur immobilier se sont considérablement renforcées. En 2007, l'investissement en construction aurait tout de même encore progressé rapidement (+4,3 %, comme en 2006). En revanche, l'acquis de croissance pour l'année prochaine ne serait que de +0,3 % mi-2008.

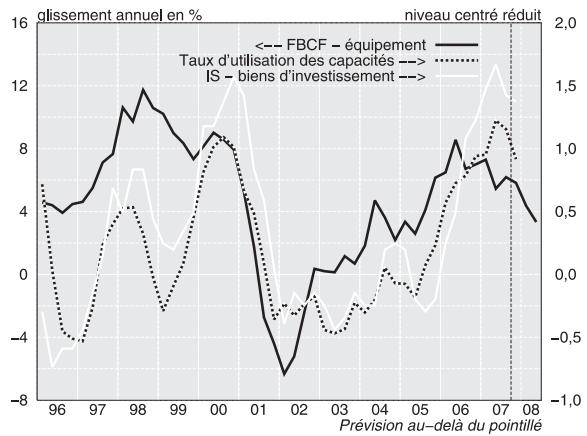
### Les échanges extérieurs de la zone euro subiraient le ralentissement de l'économie mondiale

La dégradation de l'environnement international de la zone euro (cf. fiche « *Conjoncture internationale* ») ne s'est pas encore traduite par un ralentissement prononcé de ses exportations. Depuis un an, la demande mondiale qui lui est adressée (intra- et extra-zone) a pourtant été nettement moins dynamique qu'au cours des années précédentes (+5,0 % en glissement annuel moyen, contre plus

de +10,0 % entre 2003 et 2006 en moyenne) et le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié de près de 5,0 %. Au troisième trimestre de 2007, les exportations ont même encore accéléré (+2,5 %) mais les échanges extérieurs n'ont plus contribué à la croissance. Sur l'horizon de prévision, les exportations devraient ralentir progressivement (+1,4 % au quatrième trimestre de 2007 puis +1,0 % par trimestre au premier semestre de 2008), freinées par la demande mondiale et les pertes de compétitivité-prix liées à l'appréciation du taux de change de l'euro (cf. graphique 6).

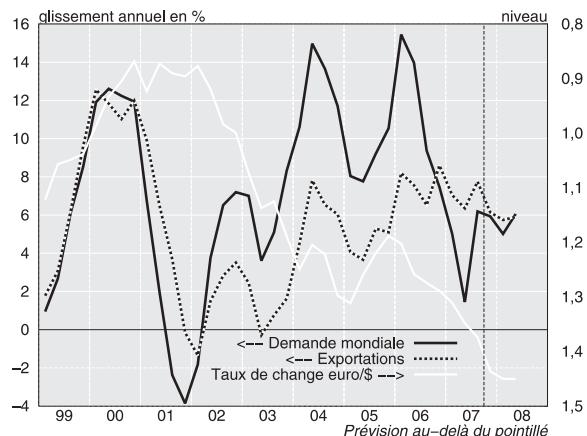
Au cours du premier semestre de 2007, les importations de la zone euro ont été relativement peu dynamiques en comparaison des évolutions des demandes intérieure et étrangère. Cette atonie serait compensée au cours des prochains trimestres, avec une croissance de 1,5 % au quatrième trimestre de 2007 puis de 1,2 % par trimestre sur la première moitié de l'année 2008. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement négative sur la période de prévision. ■

### 5 - FBCF en équipement et indicateurs conjoncturels des enquêtes



Sources : Eurostat, calculs Insee

### 6 - Zone euro : exportations, demande mondiale et taux de change



Sources : DGTPE, Eurostat, calculs Insee

## Encadré 1- Le nouveau taux de chômage au sens du BIT... en Allemagne

Lors de la publication des chiffres de septembre 2007, le taux de chômage allemand au sens du Bureau international du travail (BIT) a subi de fortes révisions à la hausse en niveau : +2,1 points en avril 2007 (cf. graphique). La source utilisée pour son calcul a changé ; comme en France, l'office fédéral allemand des statistiques, Destatis, s'appuie désormais sur une enquête sur les forces de travail en continu qui répond aux exigences européennes du *Labor Force Survey* (LFS)<sup>(1)</sup>.

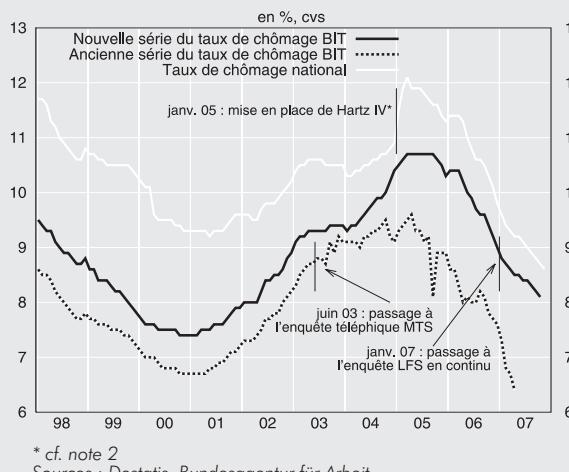
### Avant octobre 2007 : l'enquête emploi annuelle et l'enquête téléphonique MTS

Avant 2005, une enquête LFS annuelle permettait de calculer, une seule fois par an, un taux de chômage au sens du BIT. Des évolutions mensuelles de ce taux étaient ensuite estimées à partir des variations du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'agence fédérale de l'emploi. En janvier 2005 et conformément aux recommandations européennes, Destatis a remplacé l'enquête LFS annuelle par une enquête LFS en continu. La taille de l'échantillon devait permettre de calculer chaque mois un taux de chômage BIT à partir de cette seule enquête, avec pour objectif de se passer des données de l'agence de l'emploi. L'institut avait en effet jugé que ces données administratives ne constituaient plus un indicateur pertinent pour rendre compte des variations mensuelles du chômage au sens du BIT<sup>(2)</sup>. En raison de problèmes méthodologiques, l'utilisation mensuelle de l'enquête LFS en continu ne fut pas possible dans l'immédiat. En accord avec Eurostat et le temps de pallier ces problèmes, Destatis calcula alors le chômage BIT à partir de l'enquête téléphonique mensuelle MTS (ILO Monthly Telephone Survey), enquête pilote sur l'emploi menée depuis avril 2003. 30 000 personnes étaient interrogées chaque mois sur la base du volontariat, avec par conséquent un taux de non réponse élevé (50 % à la 1<sup>re</sup> interrogation et 10 % supplémentaire à chaque nouvelle interrogation). L'enquête MTS fut la seule source pour le calcul du taux de chômage de juin 2003 à avril 2007<sup>(3)</sup>. Par rapport à l'enquête LFS annuelle, l'utilisation de MTS induisit une forte révision à la baisse du taux de chômage BIT allemand ainsi qu'une grande volatilité de la série.

### Depuis octobre 2007 : l'enquête emploi en continu

Fin octobre 2007, après d'importantes améliorations méthodologiques, Destatis a publié une nouvelle série mensuelle du taux de chômage du BIT, calculée à partir de l'enquête LFS en continu. Celle-ci est intégrée au Mikrozen-

### Ancienne et nouvelle série du taux de chômage BIT et taux de chômage national en Allemagne



zus, la plus vaste enquête mensuelle auprès des ménages en Europe, qui existe depuis 50 ans. Dans le segment concernant l'enquête LFS, 35 000 personnes sont interrogées tous les mois.

La nouvelle série brute est disponible à partir de janvier 2007. Une série mensuelle désaisonnalisée a été rétropolée sur le passé à l'aide d'une méthode de calage de l'enquête LFS annuelle sur les profils mensuel de l'enquête LFS en continu observés depuis 2005 et les variations mensuelles des demandeurs d'emploi de l'agence pour l'emploi<sup>(4)</sup>. L'emploi, qui permet le calcul de la population active au dénominateur, est lui toujours calculé à partir des comptes nationaux<sup>(5)</sup>.

### En moyenne, 800 000 chômeurs de plus

La nouvelle série du taux de chômage BIT diffère fortement de l'ancienne : elle comptabilise en moyenne 800 000 chômeurs de plus depuis janvier 2005, soit un point et demi de chômage. Destatis donne les explications suivantes à cet écart : d'une part, le caractère obligatoire de l'enquête et le mode d'interrogation en face-à-face augmentent le taux de réponse (supérieur à 95 % en moyenne annuelle) ; d'autre part la méthode d'échantillonnage est différente et la définition du concept de recherche d'emploi est moins restrictive que dans l'enquête MTS.

Avec la nouvelle série, la baisse du chômage BIT observée sur la période récente n'est pas remise en cause par la révision mais elle aurait débuté plus tard (fin 2005 contre début 2005) et serait de plus faible ampleur. Avec l'ancienne série, le chômage au sens du BIT avait ainsi diminué un peu en moyenne en 2005 (-50 000 personnes), puis plus nettement en 2006 (-460 000) ; au contraire, avec la nouvelle série il augmente beaucoup en moyenne en 2005 (+400 000) et recule moins fortement en 2006 (-350 000). En 2005, l'évolution du taux de chômage BIT est à présent plus cohérente avec les destructions d'emploi enregistrées (-0,5 %) et la modération salariale forte (baisse de 1,6 % des salaires réels). De plus, son profil concorde maintenant avec celui de la confiance des ménages, dont l'amélioration n'est visible qu'à partir de fin 2005. Après révision, le taux de chômage au sens du BIT s'élevait en avril 2007 à 8,5 % en Allemagne contre 6,4 % avant révision. À titre de comparaison, il était aussi de 8,5 % en France, et de 7,5 % dans la zone euro (taux harmonisés). ■

(1) Même si le chômage au sens du BIT, qui permet des comparaisons européennes, semble avoir de plus en plus de poids dans le débat public, l'indicateur le plus suivi en Allemagne a été jusqu'à présent le « taux de chômage national ». Y sont comptabilisés comme chômeurs les personnes inscrites à l'agence de l'emploi ayant un emploi de moins de 15 heures par semaine. Au sens du BIT, l'inscription à l'agence n'est pas nécessaire mais il ne faut pas avoir travaillé même une heure la semaine de référence pour être comptabilisé comme chômeur (cf. fiche « Chômage »).

(2) Destatis estimait alors que la réforme « Hartz IV », intervenue en 2005 et qui modifiait les règles d'indemnisation au chômage, aurait un impact d'ordre purement réglementaire sur les effectifs de demandeurs d'emploi inscrit à l'agence (cf. encadré de la fiche « Conjoncture de la zone euro » de la note de mars 2005).

(3) Créeé en 2005, la nouvelle série fut rétropolée jusqu'en juin 2003. Avant cette date, l'ancien mode de calcul était conservé. Depuis avril 2007 et la suppression de l'enquête MTS pour des raisons d'ordre juridique, le taux de chômage BIT allemand était provisoirement estimé à partir des données administratives de l'agence de l'emploi.

(4) Les séries de l'enquête LFS en continu ne sont pas assez longues pour estimer une correction saisonnière, elles seront jusqu'en 2011 désaisonnalisées parallèlement aux séries de demandeurs d'emploi inscrits à l'agence. Pour plus de détail sur la rétropolation et la désaisonnaliisation des nouvelles séries :

[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/UNEMPLOY\\_GERMANY\\_2007/EN/UNEMPLOY\\_GERMANY\\_2007-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/UNEMPLOY_GERMANY_2007/EN/UNEMPLOY_GERMANY_2007-EN.PDF).

(5) À terme, le calcul de l'emploi se ferait également à partir de l'enquête LFS (comme dans d'autres pays européens), mais les estimations des comptes sont pour l'instant jugées plus solides.

## Encadré 2 : La France moins exposée que ses voisins à un ralentissement américain

Même si ce n'est pas le scénario le plus probable, le risque d'une récession outre-Atlantique a augmenté : à la crise immobilière qui fragilise l'économie américaine<sup>(1)</sup> se sont ajoutées les perturbations financières apparues cet été. Un tel choc aurait des conséquences négatives sur les autres économies, en particulier via le commerce extérieur. Des modèles économétriques VAR (Vector AutoRegressive models) fournissent une évaluation de ces conséquences. Un modèle VAR à trois variables (PIB américain, exportations nationales, PIB national) a ainsi été estimé sur la période 1981-2006 pour les trois principaux pays de la zone : Allemagne<sup>(2)</sup>, France et Italie. Pour chaque pays, les effets d'un recul de 1 % du PIB américain après plusieurs trimestres ont ensuite été calculés à l'aide de ce modèle.

En Allemagne, les exportations ralentiraient nettement (-0,9 point en cumulé) mais moins que celles de ses voisins : -1,3 point en France et -1,6 point en Italie (cf. graphique 1). Toutefois, le poids des États-Unis dans les exportations totales du pays est plus élevé en Allemagne (9 %) qu'en Italie (8 %) ou en France (7 %). L'élasticité des exportations à la demande américaine est plus faible en Allemagne qu'en France ou en Italie, peut-être parce que les produits allemands sont plus différenciés et donc moins susceptibles d'être substitués par des produits américains en cas de récession que les produits français ou italiens.

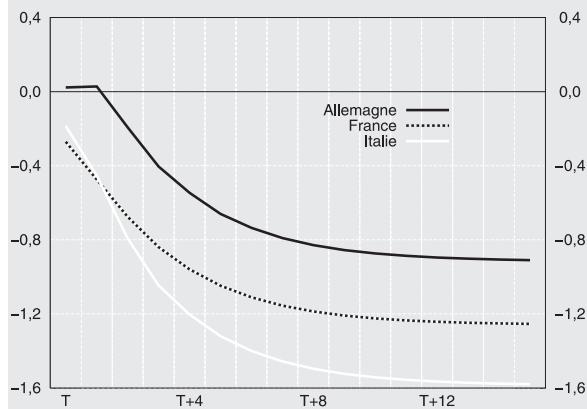
À l'inverse, le même recul du PIB américain provoquerait un repli immédiat de la croissance en Allemagne (-0,14 point), deux fois plus fort que celui observé en France (cf. graphique 2). L'Italie serait peu touchée immédiatement mais subirait un ralentissement plus marqué dès le trimestre suivant. Le recul italien dépasserait rapidement le repli français, et serait comparable à celui enregistré en Allemagne. À long terme, l'Allemagne et l'Italie seraient ainsi touchées de manière similaire : leur croissance serait amputée de 0,4 point en cumulé. La France serait un peu mieux protégée contre un ralentissement américain (-0,3 point).

Ainsi, l'Allemagne serait autant touchée que l'Italie et plus que la France, alors que les exportations allemandes seraient moins affectées que les exportations italiennes et françaises par un recul du PIB américain. Cet apparent paradoxe s'explique par la part en valeur du commerce extérieur dans le PIB : elle est sensiblement plus élevée en Allemagne qu'en Italie ou en France (31 % en moyenne sur la période d'estimation contre 23 % en Italie et 24 % en France). Par conséquent, même si un ralentissement américain semble toucher moins fortement les exportations de l'Allemagne que celle de ses principaux voisins, la croissance du PIB allemand subirait néanmoins un recul équivalent ou supérieur à moyen terme, en raison de sa plus grande dépendance aux échanges extérieurs. ■

(1) Cf. encadré « Crises immobilières et récessions économiques aux États-Unis : y a-t-il un lien ? », Note de conjoncture de mars 2007 (p. 44).

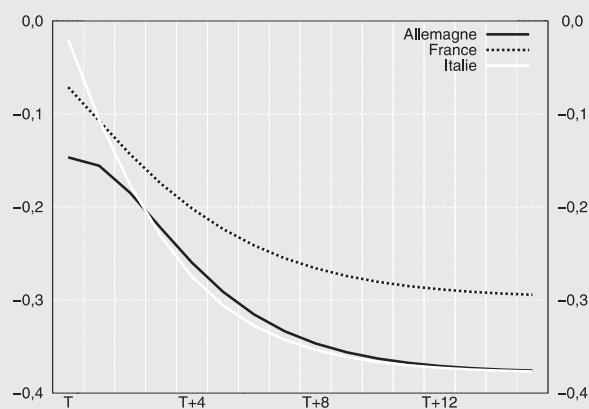
(2) Avant 1991 : Allemagne de l'Ouest.

### 1 - Effet d'un ralentissement américain sur les exportations des principaux pays de la zone euro



Sources : BEA, Destatis, Insee, Istat, calculs Insee

### 2 - Effet d'un ralentissement américain sur le PIB des principaux pays de la zone euro



Sources : BEA, Destatis, Insee, Istat, calculs Insee

Note de lecture : les courbes représentent les fonctions de réponse - estimées par des modèles VAR à 3 variables - des exportations et du PIB des pays de la zone euro à un choc négatif de long terme de 1,0 % sur le PIB américain. Elles décrivent la réaction de ces variables au cours du temps à une baisse non anticipée de la croissance américaine. Par exemple, la croissance du PIB allemand diminuerait de 0,14 point de façon instantanée (toutes choses égales par ailleurs, cf. graphique 2), de 0,25 point en cumulé au bout de 4 trimestres, et de 0,4 point au total.

# Prix à la consommation au sein de la zone euro

En zone euro, l'inflation a rebondi à 2,6 % en octobre 2007, après le point bas d'août, en raison de l'accélération des prix du pétrole et des matières premières. En fin d'année, les composantes volatiles de l'indice des prix (énergie et produits frais) continueraient de tirer vers le haut l'inflation d'ensemble, qui atteindrait 3,0 % en décembre. Puis, au cours du premier semestre de 2008, l'inflation diminuerait, pour s'établir à 2,7 % en juin.

L'inflation « sous-jacente », telle que mesurée par Eurostat, s'est stabilisée autour de 1,9 % depuis juin. Elle se réduirait progressivement jusqu'à la fin du premier semestre de 2008, au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA en Allemagne, intervenue au 1<sup>er</sup> janvier 2007, se dissipent. L'inflation sous-jacente s'établirait ainsi à 1,7 % en juin 2008.

## Glissement annuel des prix de l'énergie : +9,4 % en janvier 2008, +4,6 % en juin

Depuis le mois de septembre, l'inflation énergétique s'est envolée en zone euro. D'une part, le prix du baril de brent a flambé cet automne avec un pic au mois de novembre, alors que l'année dernière à la même époque, il avait chuté. D'autre part, les tarifs de l'électricité et du gaz ont crû de 3 % en moyenne en Italie et en Espagne au mois d'octobre. Au total, l'inflation des produits énergétiques atteindrait en fin d'année, 8,6 % en glissement annuel (cf. tableau 1).

Elle continuerait d'augmenter en janvier 2008, à +9,4 %. En effet, les principaux producteurs d'électricité allemands ont annoncé des hausses de tarifs pouvant atteindre +10 %, en raison de l'envolée de leurs coûts de production. Par la suite, le glissement annuel des prix de l'énergie se replierait à 4,6 % en juin (cf. tableau 1 et graphique 1), sous l'hypothèse d'un baril de brent se stabilisant à 90 dollars et d'un taux de change euro/dollar à 1,45.

## L'inflation alimentaire attisée par les matières premières agricoles

Le prix de l'alimentation, qui inclut conventionnellement celui du tabac, a fortement accéléré entre juin et octobre, répercutant la flambée des cours des matières premières agricoles. Les effets de cette flambée se sont particulièrement fait ressentir en Allemagne où le glissement annuel du prix des produits alimentaires hors frais a fortement augmenté. Néanmoins, la hausse d'octobre 2006<sup>(1)</sup> du prix du tabac en Allemagne disparaît du calcul du glissement annuel, ce qui a atténué l'augmentation sur l'ensemble du poste alimentation. L'inflation alimentaire progresserait jusqu'à 4,4 % en décembre sous deux effets : l'inflation des matières premières reste soutenue et la baisse du prix des lé-

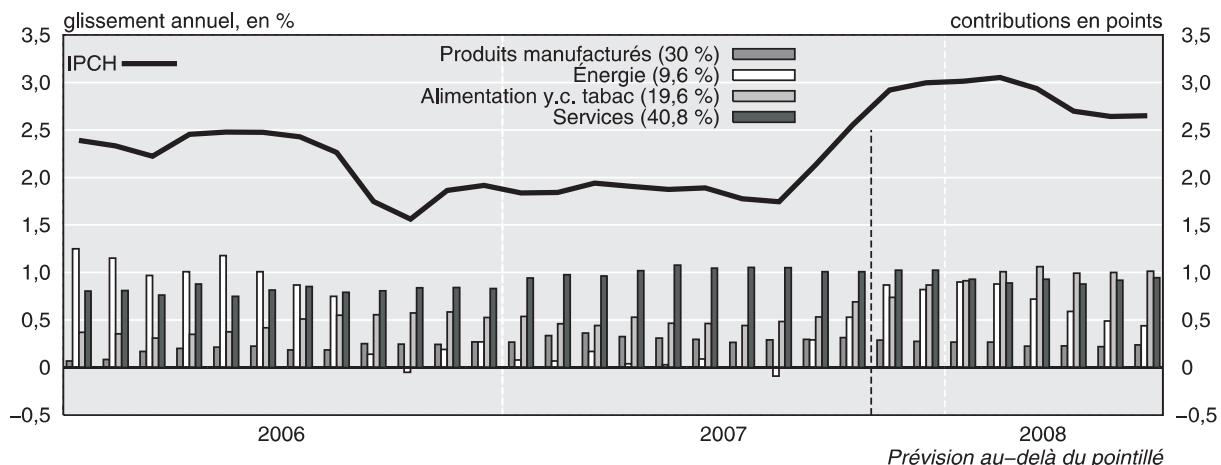
(1) L'augmentation du prix du tabac en Espagne, en janvier 2007, puis en France, en août 2007, ne suffisent pas à compenser cette disparition.

Tableau 1  
Inflation de la zone euro

Secteurs (poids dans l'indice en 2007)	Glissements annuels						Moyennes annuelles		
	juin 2006	déc. 2006	juin 2007	oct. 2007	déc. 2007	juin 2008	2005	2006	2007
<b>Ensemble (100,0 %)</b>	2,5	1,9	1,9	2,6	3,0	2,7	2,2	2,2	2,1
<b>Alimentation (alcools et tabacs inclus)(19,6 %)</b>	2,2	2,7	2,4	3,5	4,4	5,2	1,6	2,4	2,8
dont Produits alimentaires (15,6 %)	2,0	2,6	2,1	3,8	4,9	6,0	0,7	2,3	2,7
Boissons alcoolisées et tabac (4,0 %)	2,8	3,2	3,6	2,5	2,5	2,1	4,9	2,7	3,4
<b>Énergie (9,6 %)</b>	11,0	2,9	0,9	5,5	8,6	4,6	10,1	7,7	2,5
<b>Inflation sous-jacente (70,8 %)</b>	1,5	1,5	1,9	1,9	1,8	1,7	1,4	1,4	1,9
dont Produits manufacturés (30,0 %)	0,7	0,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,3	0,6	1,0
Services (40,8 %)	2,0	2,0	2,6	2,5	2,5	2,3	2,3	2,0	2,5

Prévision  
Sources : Eurostat, prévisions Insee

## 1 - Décomposition de l'inflation zone-euro : contribution des grands postes



Sources : Eurostat, prévisions Insee

gumes frais fin 2006, due à un automne inhabituellement doux, ne devrait pas se reproduire cette année.

L'inflation alimentaire continuerait de croître jusqu'en mars 2008 (+5,4 %). Elle s'infléchirait ensuite jusqu'en juin : le prix des produits frais avait augmenté au début du printemps 2007, alors qu'habituellement en cette saison il commence à se replier<sup>(2)</sup>. Néanmoins, la diminution de l'inflation alimentaire serait atténuée par la poursuite de l'accélération du prix des produits alimentaires à base de céréales et de lait. Au total, l'inflation alimentaire serait encore de 5,2 % en juin (cf. tableau 1).

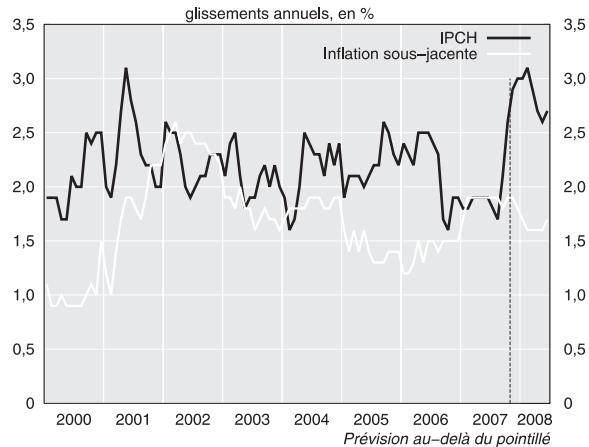
### L'inflation sous-jacente diminuerait graduellement

Depuis le mois de juin, l'inflation sous-jacente, telle que mesurée par Eurostat, c'est-à-dire hors alimentation et énergie mais y compris taxes indirectes, est stable autour de 1,9 % en zone euro. Elle diminuerait graduellement jusqu'en juin 2008, au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA en Allemagne, intervenue au 1<sup>er</sup> janvier 2007, se dissiperont. En outre, les perspectives de ralentissement de la croissance et la diminution récente du taux d'utilisation des capacités de production contribueront à infléchir l'inflation sous-jacente. Néanmoins, l'accélération passée du prix à la production des biens de consommation et la diffusion de la flambée du prix du pétrole devraient peser sur les prix sous-jacents. Au total, l'inflation sous-jacente se situerait à 1,7 % en juin (cf. tableau 1 et

graphique 2), c'est-à-dire un peu au-dessus du niveau auquel elle s'établissait avant la hausse de la TVA en Allemagne.

Depuis le début du second semestre de 2007, l'inflation des produits manufacturés s'est stabilisée autour de 1,0 %. Elle décroîtrait très légèrement, à 0,9 % en décembre. En effet, par anticipation de la hausse de la TVA en janvier 2007, les prix des produits manufacturés avaient commencé d'accélérer progressivement en Allemagne dès la fin de l'année 2006. Au premier semestre de 2008, l'inflation des produits manufacturés en zone euro poursuivrait cette légère décrue pour atteindre 0,8 % en juin 2008 (cf. tableau 1) : d'une part, le relèvement de la TVA en Allemagne au premier janvier 2007 avait été répercuté de façon graduelle au début de l'année 2007 ; d'autre part, les perspectives d'un léger ralentissement économique et l'infléchissement du taux d'utilisation des capacités, même s'il reste à un niveau élevé, favoriseraient à court terme un relâchement relatif des tensions sur les prix. Ce ralentissement serait atté-

## 2 - IPCH et inflation sous-jacente en zone-euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

(2) L'épisode de sécheresse du mois d'avril 2007 et la météo perturbée du début de mois de mai avaient nettement affecté la récolte de fruits et légumes en Europe et ainsi provoqué une hausse du prix des produits frais inhabituelle en ce début de deuxième trimestre.

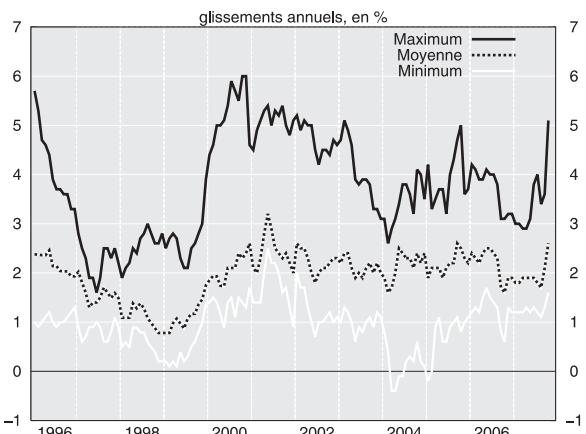
nué par l'accélération récente du prix à la production des biens de consommation et du prix du pétrole.

L'inflation des services s'est légèrement repliée, à 2,5 % en octobre. En effet, la diminution de l'euro-tarif<sup>(3)</sup>, décidée par la Commission européenne, a été suivie d'une baisse du prix des services de télé-communication en septembre et octobre 2007. La dissipation des effets de la hausse de la TVA en Allemagne permettrait la poursuite du repli de l'inflation des services en zone euro à l'horizon de la prévision. Les coûts salariaux dans ce secteur sont relativement stables depuis un an, et seraient donc neutres à court terme sur l'inflation. Au total, l'inflation dans les services s'établirait à 2,3 % à la fin du premier semestre de 2008 (cf. tableau 1).

### Les écarts d'inflation entre les pays de la zone euro se creusent

Entre juin et octobre 2007, l'écart entre l'inflation la plus élevée et la plus basse au sein de la zone euro s'est creusé de 2,5 points à 3,5 points (cf. graphique 3), du fait de l'envolée du taux d'inflation de la Slovénie<sup>(4)</sup> (cf. tableau 2).

### 3 - Inflations au sein de la zone euro



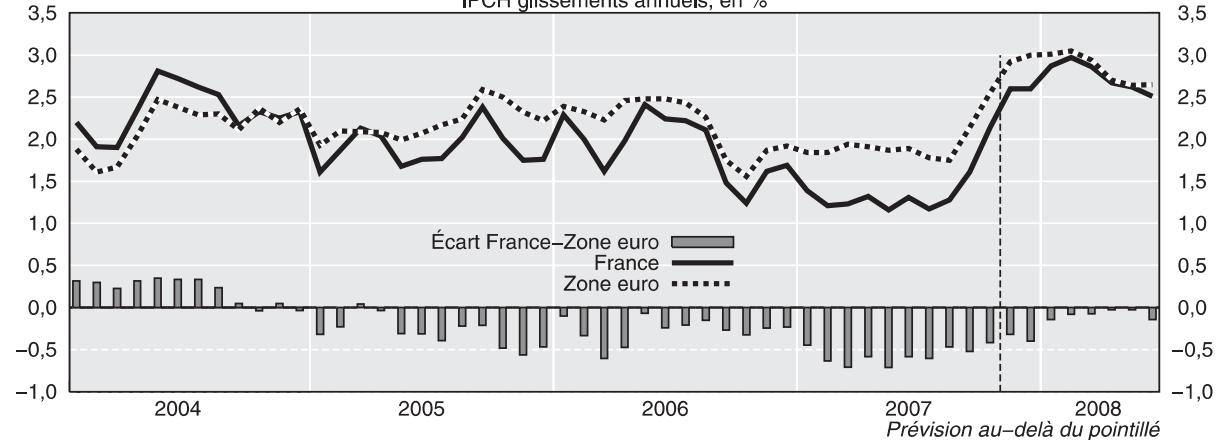
Source : Eurostat

Sur la même période, l'écart d'inflation entre l'IPCH français et l'indice de la zone euro s'est stabilisé autour de -0,5 point (cf. graphique 4). Cet écart devrait se résorber au fur et à mesure que les effets de la hausse de la TVA allemande disparaîtront du glissement. ■

(3) Prix des appels sur téléphonie mobile, en provenance ou à destination d'un pays de la zone euro.

(4) La Banque centrale slovène a estimé que l'inflation dans le pays était principalement liée à des facteurs internes. Le taux élevé de l'inflation sous-jacente en octobre le confirme (cf. tableau 2).

### 4 - Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) France et zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

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

	glissement annuel de l'IPCH, en %					
	Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)		Inflation sous-jacente		Énergie	
	octobre 2006	octobre 2007	octobre 2006	octobre 2007	octobre 2006	octobre 2007
Allemagne	1,1	2,7	0,8	2,0	-0,2	6,3 (0,7)
Autriche	1,3	2,9	1,5	1,8	-1,8	7,8 (0,6)
Belgique	1,7	2,2	1,4	1,3	-0,2	4,3 (0,4)
Espagne	2,6	3,6	2,7	2,4	-1,9	7,0 (0,7)
Finlande	0,9	1,8	1,2	1,4	-4,5	5,3 (0,4)
France	1,2	2,1	1,5	1,6	-1,7	5,2 (0,5)
Grèce	3,1	3,0	2,7	2,6	-0,6	7,7 (0,5)
Irlande	2,2	3,0	2,9	2,0	-2,1	5,8 (0,5)
Italie	1,9	2,3	1,8	1,9	1,5	3,1 (0,3)
Luxembourg	0,6	3,6	2,0	2,1	-9,6	10,1 (1,1)
Pays-Bas	1,3	1,6	1,1	1,0	2,2	5,0 (0,5)
Portugal	2,6	2,5	2,5	1,8	-0,9	6,3 (0,6)
Slovénie	1,5	5,1	1,4	3,0	-0,9	5,4 (0,7)
<b>Zone euro</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>5,5 (0,5)</b>

Note de lecture : dans la dernière colonne, la contribution de la composante énergétique à l'inflation d'ensemble est donnée entre parenthèses.  
 Sources : Eurostat, calculs Insee

# Pétrole et matières premières

Après une première forte hausse au mois de septembre, le pétrole a continué d'augmenter aux mois d'octobre et de novembre (cf. graphique 1). Le 23 novembre, le baril de la mer du Nord (brent) a atteint un record historique à 96\$. Cette augmentation du prix résulte du maintien des tensions physiques sur le marché du pétrole au quatrième trimestre : la demande croît vivement, notamment au Moyen-Orient (+3,0 % au troisième trimestre) et en Chine, et l'Opep n'exploite pas toutes ses capacités additionnelles. Ces facteurs ont été renforcés par l'accentuation des tensions géopolitiques, qui accroît le risque d'une baisse de l'offre, et par une météo capricieuse, qui a perturbé l'extraction et l'acheminement de pétrole. Au premier semestre de 2008, les cours, toujours sensibles à l'évolution de la demande et aux tensions géopolitiques, resteraient volatils, autour d'un niveau moyen supposé proche de 90\$.

Au troisième trimestre de 2007, les cours des matières premières minérales ont subi une légère correction, après les fortes hausses du deuxième trimestre. À l'opposé, les prix des matières premières alimentaires ont continué d'augmenter. Au quatrième trimestre, les cours des matières premières poursuivraient leur hausse.

## Un excès de demande de pétrole au troisième trimestre

Au troisième trimestre de 2007, la demande de pétrole, hors stocks, a excédé l'offre, selon les estimations de l'agence internationale de l'énergie, l'AIE (cf. tableaux 1 et 2). Au quatrième trimestre, le déséquilibre entre l'offre et la demande hors stocks devrait s'accroître : il devrait manquer 1,2 million de barils par jour. Cette différence résulte à la fois d'une forte croissance de la demande (+2,4 % en glissement annuel au quatrième trimestre) et d'une faible augmentation de la production.

## Une demande en forte croissance au Moyen-Orient et en Chine

Au troisième trimestre, la demande mondiale de pétrole a augmenté (+0,8 % ; cf. tableau 2). Pour l'année 2007, les pays du Moyen-Orient et la Chine représenteraient chacun un tiers de la croissance de la demande, leur croissance économique n'étant que peu affectée par le ralentissement attendu aux États-Unis et en Europe. Aux États-Unis, la circulation automobile a été moins intense du fait des prix pratiqués à la pompe et a contribué à une demande automnale moins forte cette année (-0,7 % en septembre par rapport à l'année der-

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

	Moyennes trimestrielles								Moyennes mensuelles		
	2006		2007				2008		août 2007	sept. 2007	oct. 2007
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
<b>Opep excluant l'Irak</b>											
Quotas de production hors Angola	28,0	28,0	28,0	26,8	26,8	27,3	-	-	28,0	28,0	28,0
<b>Production de pétrole brut<sup>(1)</sup></b>	<b>29,5</b>	<b>28,8</b>	<b>28,4</b>	<b>28,2</b>	<b>28,4</b>	<b>28,4</b>	<b>28,4</b>	<b>28,4</b>	<b>28,4</b>	<b>28,6</b>	<b>28,9</b>
Irak <sup>(1)</sup>	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,3
Total Opep, production de NGLs <sup>(2,3)</sup>	4,6	4,7	4,8	4,8	4,8	5,0	5,1	5,3	4,8	4,8	5,0
<b>Total (y compris NGLs<sup>(2,3)</sup>) non Opep</b>	<b>49,4</b>	<b>49,9</b>	<b>50,4</b>	<b>50,1</b>	<b>49,6</b>	<b>50,4</b>	<b>51,4</b>	<b>51,0</b>	<b>49,4</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>
dont : Amérique du Nord <sup>(2)</sup>	14,2	14,2	14,4	14,4	14,2	14,3	14,4	14,2	14,0	14,3	14,3
Russie <sup>(2)</sup>	9,8	9,8	9,9	10,0	10,1	10,1	10,1	10,2	10,1	10,1	10,1
Europe <sup>(2)</sup>	5,0	5,3	5,4	5,0	4,8	4,9	4,9	4,6	4,6	4,8	4,9
<b>Production totale</b>	<b>85,5</b>	<b>85,2</b>	<b>85,4</b>	<b>85,1</b>	<b>85,1</b>	<b>85,9</b>	<b>88,0</b>	<b>86,8</b>	<b>84,7</b>	<b>85,1</b>	<b>85,8</b>

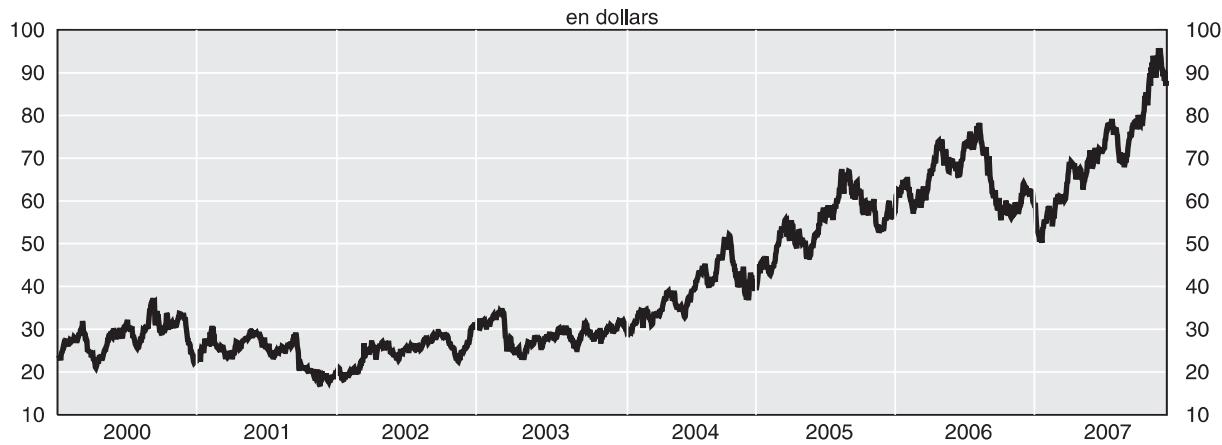
Prévisions

(1) Prévisions Insee (2) Prévisions de l'AIE (3) NGLs : gaz naturel liquide

\* La production de pétrole brut affichée dans ce tableau tient compte de l'entrée de l'Angola dans l'Opep (effective depuis le 01/01/2007).

Sources : Agence internationale de l'énergie (rapport de novembre 2007), Insee

## 1 - Prix du baril de pétrole depuis 2000



nière). En Europe, les ménages auraient repoussé leurs achats de fioul de chauffage (-12,0 % en septembre par rapport à l'année dernière) en raison d'importantes réserves constituées lors de l'hiver doux de l'année dernière. En revanche, au Japon, une forte consommation d'électricité en raison d'une vague de chaleur a augmenté la demande en pétrole des centrales (+13,3 % en septembre en glissement annuel). Enfin, le gaz naturel viendrait se substituer au pétrole dont il ralentirait la demande. Le climat introduit un aléa important, à la hausse comme à la baisse, sur la vigueur de la demande pour les prochains trimestres.

### Une faible augmentation de l'offre

En contrepartie, l'offre de pétrole n'a augmenté que légèrement au troisième trimestre. D'une part, les membres du cartel éprouvent moins de difficultés que dans les années 1980 à se coordonner pour restreindre la production, même si la réallocation des quotas intervenue au troisième trimestre de cette année pourrait susciter des tensions et réduire la discipline au sein du cartel. D'autre part, si les capacités additionnelles de production sont nettement supérieures à celles d'il y a deux ans (cf. graphique 2), elles seraient en train de se réduire. Cette réduction souligne le retard pris dans

l'augmentation des capacités de production annoncée par les pays du Golfe. Ces tensions entraînent une grande sensibilité des prix du pétrole à l'accroissement des tensions géopolitiques et aux accidents liés à la météorologie tels que ceux qui se sont produits depuis l'été.

## 2 - Marges mobilisables par l'OPEP (hors Irak)

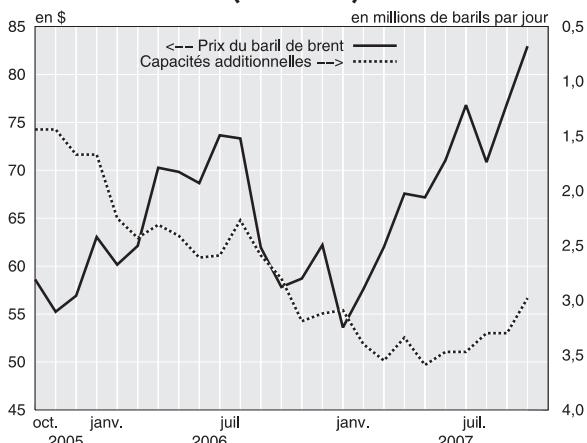


Tableau 2  
Demande totale de pétrole, y compris gaz naturel liquide

	Moyennes trimestrielles								Variations trimestrielles, en %							
	2006		2007				2008		2006		2007				2008	
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.
<b>Amérique du Nord</b>	25,5	25,4	25,7	25,4	25,5	25,4	25,9	25,6	1,8	-0,6	1,2	-0,9	0,1	-0,1	1,8	-1,0
<b>Europe</b>	16,3	16,5	16,1	15,7	16,2	16,5	16,5	16,0	2,1	1,0	-2,2	-2,4	2,9	2,2	-0,4	-3,2
<b>Chine</b>	7,2	7,2	7,3	7,7	7,5	7,8	7,7	8,1	-1,6	0,4	1,0	5,5	-2,5	3,6	-0,4	4,7
<b>Monde</b>	84,3	85,5	85,8	84,7	85,3	87,1	88,2	86,5	1,1	1,3	0,4	-1,4	0,8	2,1	1,2	-2,0

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

## Des tensions géopolitiques accrues

Les craintes d'interruption de l'acheminement du pétrole irakien ont nourri deux hausses de prix au mois d'octobre : une première hausse a commencé le 9 octobre (+8\$ en 8 jours), à l'annonce par le Premier ministre turc d'une possible incursion transfrontalière en Irak contre le PKK, le parti des travailleurs du Kurdistan ; le second choc a débuté le 23 octobre (+7\$ en 5 jours), lorsque le Premier ministre turc a évoqué l'éventualité d'une opération militaire conjointe avec les États-Unis contre le PKK. Le mouvement indépendantiste est accusé d'avoir des bases arrières au Kurdistan irakien, une des principales zones de champs de pétrole dans la région. En outre, le seul pipeline de ce bassin (Kirkuk-Ceyhan) passe par la Turquie ; 600 000 barils y transitent chaque jour.

Par ailleurs, en réponse à la poursuite du programme nucléaire iranien, l'administration américaine a gelé des avoirs de banques et de dirigeants iraniens. En représailles, un responsable du régime de Téhéran a averti que des miliciens islamistes pourraient lancer des opérations suicides dans le Golfe. Dans le pire des scénarios, le régime iranien pourrait bloquer le détroit d'Ormuz par lequel transite environ 20 % de la production mondiale.

Enfin, au Nigéria, après une période d'apaisement cet été (réouverture du pipeline de Nembe et exploitations des champs pétroliers de Forcados et Escravos), les attentats contre les ressortissants étrangers et les installations pétrolières ont repris. Le Mend, mouvement indépendantiste du delta du Niger, a enlevé sept employés de Shell puis a attaqué une installation d'ENI. La production pourrait de nouveau diminuer dans cette région.

## Une météo capricieuse...

À ces tensions se sont ajoutées des conditions météorologiques qui ont compliqué l'extraction et l'acheminement de pétrole aux troisième et quatrième trimestres. Au début du mois de novembre, une tempête dans le nord de l'Europe a interrompu la production (330 000 barils par jour). Auparavant, à la fin d'octobre, la compagnie Pemex, entreprise nationale mexicaine, avait déjà diminué de 600 000 barils par jour sa production à cause d'une tempête tropicale dans le golfe du Mexique. Le mauvais temps a aussi interrompu les livraisons de pétrole à partir des ports mexicains à destination des États-Unis. Cet arrêt a contribué à la baisse des stocks américains. Le baril de brut a gagné 5\$ en trois jours, fin octobre.

De manière structurelle, les États-Unis sont plus sensibles aux conséquences des aléas climatiques sur l'acheminement des produits raffinés, dont les importations ont augmenté. D'une part, leur capacité de raffinage n'augmente pas aussi vite que leur consommation. D'autre part, les pétroliers améri-

cains ne modernisent que lentement les raffineries : en raison de nouvelles normes écologiques plus contraignantes, les investissements d'amélioration ou de construction de nouvelles raffineries sont plus coûteux. De surcroît, les raffineries ne sont pas non plus équipées pour traiter les pétroles lourds ou sulfureux, alors que l'usage de ce type de pétrole est appelé à s'étendre, les champs de pétrole léger se raréfiant. Les États-Unis doivent donc importer de plus en plus de produits pétroliers raffinés, et toute perturbation de l'acheminement, en particulier du fait de la météo, entraîne une baisse des stocks d'essence.

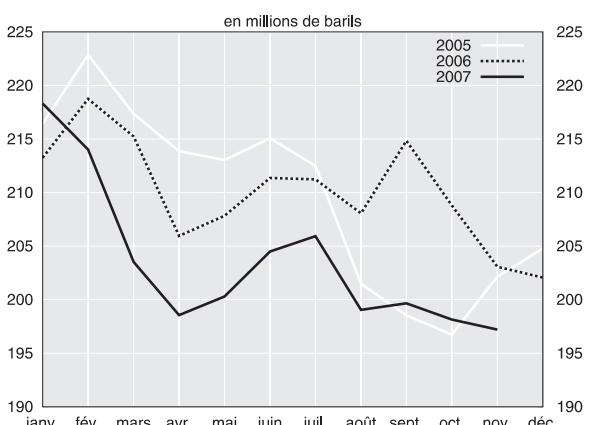
## ... qui contribue au faible niveau des stocks d'essence

Le niveau des stocks d'essence aux États-Unis (cf. graphique 3) a d'ailleurs attiré l'attention des investisseurs. Au mois d'août, ces stocks étaient à leurs plus bas niveaux par rapport à ceux des mois d'août des trois dernières années. Au mois de septembre, ils ont légèrement augmenté. Ils ont à nouveau diminué en octobre puis ont atteint en novembre le plus bas niveau depuis deux ans. Cette baisse suscite d'autant plus d'inquiétude que l'automne est une période traditionnelle de reconstitution des stocks d'essence : il succède à la driving season, pendant laquelle la consommation d'essence des Américains augmente transitoirement du fait des départs en vacances.

## Un baril à 90\$ pour la fin de l'année

D'ici à juin 2008, les cours du pétrole fluctuerait autour de 90\$. Divers aléas à la hausse accompagnent cette hypothèse : les tensions à la frontière entre la Turquie et l'Irak, l'activité de sabotage de la rébellion nigériane et le rythme de reconstitution des stocks américains d'essence. À l'inverse, le ralentissement de l'économie américaine pourrait entraîner une diminution de la demande de pétrole

### 3 - Stocks commerciaux américains d'essence



Source : Institut américain du pétrole

et faire refluer les prix de l'or noir. L'AIE a ainsi revu à la baisse sa prévision de demande mondiale pour la quatrième trimestre (cf. tableau 2). De plus, sur les marchés, les produits à terme coûtent moins cher que le spot, prix du pétrole actuel, traduisant des anticipations de baisse des cours.

### Légère correction des cours des matières premières

Après des fortes hausses au deuxième trimestre de 2007, les prix des matières premières hors énergie importées par la France ont reculé au troisième trimestre (-2,2 %). La baisse des prix des matières premières industrielles (-5,9 %) a été amoindrie par l'inflation des matières premières alimentaires (+9,3 %, cf. graphique 4).

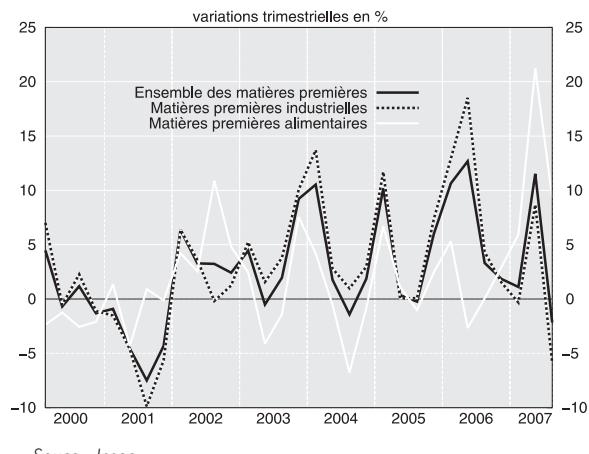
Cette dernière a prolongé l'envolée du deuxième trimestre (+21,2 %), d'où une progression de 40 % en glissement annuel. Les cours des oléagineux ont flambé au deuxième trimestre (+41,7 %) et continué leur progression à un rythme moins élevé au troisième trimestre (+15,0 %). Parmi les oléagineux, seuls les cours de l'huile d'olive ont baissé au cours du troisième trimestre (-8,7 %). Les denrées tropicales ont aussi contribué à la hausse, tandis que les céréales et le tabac ont contribué à la baisse. Le prix du sucre a augmenté au troisième

trimestre de 2007 (+5,3 %) et semble sorti de la phase de baisse entamée au deuxième trimestre de 2006 en raison de la surproduction mondiale.

À l'inverse, les prix des matières premières industrielles se sont repliés (-5,9 %) : les cours des minéraux ont diminué (-8,2 %), après s'être appréciés au deuxième trimestre (+10,2 %). Les métaux non ferreux sont les principaux contributeurs de cette évolution heurtée (-9,4 %, après +12,4 %). Au troisième trimestre, l'évolution des cours des métaux non ferreux est hétérogène : le prix du nickel a chuté en raison de l'éclatement de la bulle spéculative qui s'était formée au début de l'année (-37,3 %) et ceux du titane et du zinc ont aussi diminué (respectivement -29,5 % et -12,2 %) ; à l'inverse, le cours du plomb a augmenté (+44,5 %) tiré par la forte demande chinoise (+21,2 % en 2007) et la restriction des exportations décidées par les deux principaux producteurs, la Chine et l'Indonésie. Les métaux précieux se sont légèrement dépréciés (-0,7 %). Seul l'or s'est apprécié (+2,1 %) : les turbulences financières ont confirmé son statut de valeur refuge.

Cette baisse des cours des matières premières minérales a été amortie par la hausse des prix des matières agro-industrielles (+4,1 %). Les prix du coton ont augmenté au troisième trimestre (+16,9 %) en raison du déséquilibre croissant entre l'offre et la demande. De plus, des pluies en Chine et en Inde ont affecté les récoltes.

### 4 - Indices des prix des matières premières hors énergie importées par la France



Source : Insee

Pour le quatrième trimestre de 2007, l'indice des matières premières hors énergie importées par la France devrait augmenter, selon les premières informations. D'une part, les matières alimentaires continueraient de s'apprécier : la réallocation des cultures au niveau mondial vers les semences les plus rentables, celles utilisées dans la confection de biocarburant, diminue l'offre, et un climat peu clément a endommagé certaines récoltes, tandis que la demande mondiale demeure vigoureuse, en particulier la demande chinoise (cf. encadré « L'envolée des prix alimentaires nourrit l'inflation »). D'autre part, les prix des matières premières minérales repartiraient à la hausse en fin d'année, après la correction à la baisse des cours des métaux non ferreux au troisième trimestre. ■

Tableau 3  
Prix du baril de brent

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2006		2007				2008		2006	2007	2008 ac.
	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
Baril de «brent daté» en dollars	69,6	59,6	57,7	68,6	74,87	90,0	90,0	90,0	75,1	72,8	90,0
Taux de change euro-dollar	1,27	1,29	1,31	1,35	1,38	1,45	1,45	1,45	1,26	1,37	1,45
Baril de «brent daté» en euros	54,8	46,2	44,1	50,8	54,4	62,1	62,1	62,1	51,9	52,8	62,1

Prévisions

Sources : Financial Times, Banque de France, Insee

# Marchés financiers

La crise sur le marché des prêts hypothécaires les plus risqués (prêts dits « subprime ») aux États-Unis affecte les marchés monétaires depuis le mois d'août : les taux à trois mois sont inhabituellement supérieurs aux taux directeurs des banques centrales ; des comportements de fuite massive vers la qualité ont fait fortement baisser les taux obligataires publics. Certains établissements de crédit sont en outre lourdement touchés, et les conditions de financement des entreprises et des ménages se durcissent. Malgré les injections de liquidité des banques centrales, les perturbations financières persistent, et se sont même accrues début décembre. Aux États-Unis et dans la zone euro, l'écart entre les taux du marché monétaire à 3 mois et le taux directeur devrait toutefois se réduire progressivement au fur et à mesure que l'information sur l'implication des différents acteurs sur les marchés à risque se fera plus précise. Les taux longs américains et européens se stabiliseraient sur l'horizon de prévision, ce qui traduirait une certaine normalisation après l'épisode de fuite vers la qualité.

La Fed et la BCE font face à des contraintes différentes. Aux États-Unis, la banque centrale devrait privilégier la lutte contre le ralentissement de l'économie américaine et baisser de nouveau les taux directeurs avant juin prochain après les avoir baissés le 11 décembre 2007. La banque centrale européenne devrait maintenir inchangés ses taux, bien qu'une hausse ne soit pas exclue si les tensions inflationnistes persistent. Toutefois, la spectaculaire appréciation de l'euro par rapport au dollar depuis août limite les marges de baisse de taux pour la Fed et pousse à l'inverse à une politique monétaire plus souple dans la zone euro.

Sur les marchés des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue est de 1,45 dollar pour un euro.

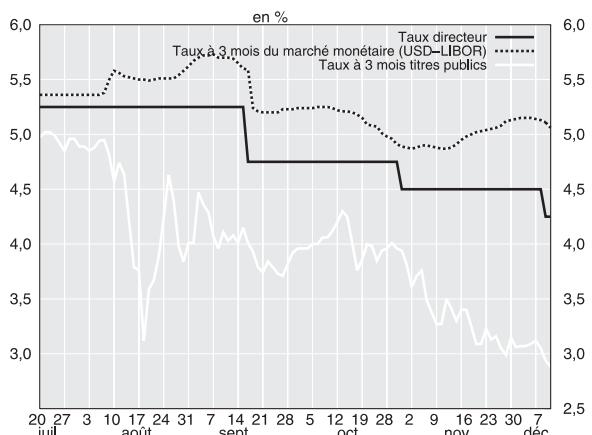
## Les tensions sur le marché monétaire persistent

Aux États-Unis, les perturbations financières continuent d'être à l'œuvre fin 2007. En témoigne l'écart entre les taux à 3 mois du marché monétaire (USD-LIBOR) et le principal taux directeur : 81 points de base le 12 décembre, sensiblement au-dessus de l'écart moyen de long terme<sup>(1)</sup>. L'écart entre le taux à 3 mois des titres publics et le taux des Fed Funds a également augmenté, indiquant que le mouvement de fuite vers la qualité n'est pas terminé (cf. graphique 1).

De nombreuses incertitudes demeurent également sur l'ampleur de l'impact de la crise financière sur les comptes des banques et donc sur les provisions restant à passer par celles-ci pour les trimestres à venir : elles sont de nature à entretenir au moins provisoirement les tensions actuelles sur les marchés monétaires.

Dans la zone euro, l'écart entre le taux à 3 mois du marché monétaire (Euribor) et le taux directeur était, le 12 décembre, à son plus haut niveau depuis le début de la crise (95 points de base).

### 1 - États-Unis : taux d'intérêt à court terme



Source : Data Insight

(1) Calculé depuis le milieu de l'année 1990, l'écart moyen de long terme s'élève à 25 points de base environ. Le niveau du 12 décembre est toutefois sensiblement inférieur au maximum atteint fin 1990 (125 points).

## Les conditions de financement se durcissent en conséquence pour les entreprises et les ménages

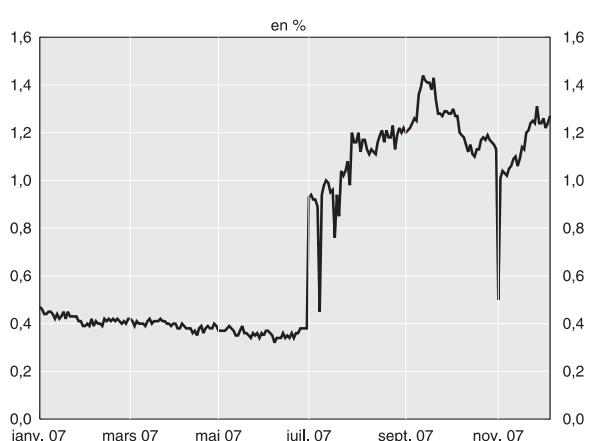
Aux États-Unis, les conditions de distribution du crédit se sont durcies depuis le mois de juillet, selon le *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* réalisé par la Fed au mois d'octobre 2007. Dans la zone euro, selon le *Bank Lending Survey*, au troisième trimestre de 2007, les conditions de crédit aux entreprises se sont nettement resserrées après une période marquée par des conditions stables ou plus favorables. Ce resserrement est également perceptible, quoique atténué, pour les crédits immobiliers aux ménages. À l'horizon du quatrième trimestre de 2007, le durcissement des conditions de crédit devrait se poursuivre.

S'agissant des émissions obligataires, comme l'illustre le cas de l'Allemagne (cf. graphique 2), les écarts entre obligations des sociétés non financières et titres publics se sont fortement creusés depuis l'été : ils dépassent 100 points de base en Allemagne.

En France, la demande pour les crédits à l'habitat a ralenti au troisième trimestre de 2007, selon l'enquête menée par la Banque de France auprès des banques pour la distribution du crédit. Le niveau élevé des prix immobiliers ainsi que les conditions plus exigeantes des prêteurs contribuent à son moindre dynamisme. Côté offre, les critères d'octroi de ces prêts ont été resserrés. Pour le quatrième trimestre, les banques prévoient de poursuivre ce resserrement et s'attendent à un nouveau fléchissement de la demande.

Pour ce qui concerne les crédits aux entreprises, au troisième trimestre l'offre a été un peu contrainte par le léger durcissement des critères d'octroi, alors que la demande a été stable. Les banques s'attendent à ce que ces tendances se poursuivent au quatrième trimestre. Pour la première fois depuis les débuts de l'enquête (au quatrième tri-

### 2 - Allemagne : écarts des émissions obligataires des sociétés non financières par rapport aux émissions publiques



Source : Bundesbank

mestre de 2002), elles mentionnent les difficultés d'accès aux financements de marché et à la liquidité pour justifier ce durcissement.

Ces diverses évolutions se reflètent dans les mouvements de l'endettement intérieur total dont la croissance continue de flétrir en octobre, quoique légèrement : 9,4 % après 9,5 % en septembre et 9,7 % en août. Ce fléchissement provient des sociétés non financières (12,2 % en octobre après 12,9 % en septembre), alors que la progression de l'endettement des ménages (10,9 % après 10,8 %) et des administrations publiques (5,1 % après 5,0 %) varie peu.

## Les taux longs devraient toutefois se stabiliser aux États-Unis et dans la zone euro

Au cours des deux premiers trimestres de 2008, l'écart entre les taux du marché monétaire à 3 mois et le taux directeur devrait se normaliser. Dans le cas des taux américains, les déterminants des taux (croissance, inflation, anticipations de taux courts, etc.) seraient globalement stables au cours des deux premiers trimestres de 2008. Au total, les taux longs américains et européens devraient se stabiliser à des niveaux proches (respectivement +4,3 % et +4,2 % en moyenne).

## Les banques centrales doivent tenir compte de contraintes différentes

La réaction des banques centrales à la crise monétaire ne s'est pas fait attendre : injection importante et prolongée de liquidités sur les marchés en difficulté (éventuellement concertée comme cela a été le cas le 12 décembre), nouvelle baisse de taux directeur aux États-Unis le 11 décembre et interruption par la BCE du cycle de hausse entamé en 2005. Mais ces actions n'ont pas encore permis une totale normalisation.

L'irruption des perturbations financières cet été a ainsi amené la Fed à baisser ses taux directeurs de 100 points de base par rapport au mois d'août 2007 et la BCE à maintenir le statu quo sur les siens (cf. graphique 3). Au fur et à mesure que ces tensions s'apaiseront, l'analyse purement macroéconomique des banques centrales en termes d'activité et d'inflation devrait retrouver ses droits.

De ce point de vue, la baisse de l'activité économique plaiderait pour des politiques monétaires accommodantes alors que les tensions inflationnistes justifieraient plutôt un durcissement. Enfin, une éventuelle prise en compte de la dépréciation du dollar jouerait à la hausse sur les taux aux États-Unis et à la baisse dans la zone euro.

Les risques inflationnistes à moyen terme sont notamment liés à l'accélération du prix des matières premières. Le Président de la BCE a jugé « particulièrement inquiétante » la hausse de l'inflation en octobre (+2,6 % en glissement annuel) qui s'est accrue en novembre (+3,0 %) tout en déclarant que cette « bosse devrait rester transitoire ». De plus, la croissance de la masse monétaire M3 est restée dynamique en octobre, à +12,3 %. Aux États-Unis, le glissement annuel des prix à la consommation s'est élevé à +3,5 % en octobre. La dépréciation du dollar devrait de surcroît y générer de l'inflation importée, alors que l'appréciation de l'euro permet de limiter l'inflation importée dans la zone euro.

Les mouvements de taux de change suscitent un débat, particulièrement dans la zone euro puisque l'appréciation marquée de l'euro dégrade significativement la compétitivité-prix de la zone. En effet, l'euro s'est apprécié à des niveaux inédits : il a franchi la barre des 1,47\$ début novembre après les déclarations de responsables chinois laissant entendre que leur pays pourrait diversifier ses réserves de change au détriment du dollar, puis il a dépassé ponctuellement 1,49\$. La stabilité des taux directeurs européens conduirait à un renchérissement probable de la devise européenne par rapport au dollar si la Fed est amenée à baisser encore ses taux. Des interventions concertées, si elles restent encore très hypothétiques, ne sont toutefois pas à exclure.

Compte tenu du ralentissement potentiellement marqué de l'économie américaine, la Fed pourrait de nouveau baisser ses taux, au premier semestre de 2008. Le fléchissement de la croissance dans la zone euro étant moins marqué qu'aux États-Unis, le *statu quo* semble aujourd'hui l'hypothèse la plus crédible s'agissant des taux directeurs en zone euro, où l'inflation dépasse la cible fixée par la BCE mais où le ralentissement attendu de l'activité devrait progressivement faire baisser l'inflation sous-jacente.

La Banque d'Angleterre, après avoir baissé son principal taux directeur de 25 points de base le 6 décembre, pourrait procéder à une nouvelle baisse au cours du premier semestre de 2008, du fait du ralentissement attendu de l'activité et d'un impact potentiellement important de la crise financière. Quant à la Banque centrale du Japon, l'absence de hausse de l'inflation et le ralentissement de l'activité plaideraient pour le *statu quo*. Toutefois, la Banque du Japon continue de manifester l'intention d'utiliser toute opportunité pour augmenter ses taux afin d'éviter qu'un niveau trop bas des taux d'intérêt n'entraîne une mauvaise allocation des ressources.

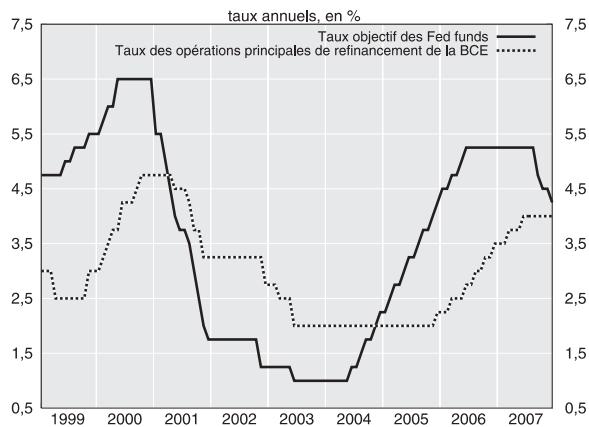
### L'euro devrait se maintenir à un niveau élevé face au dollar

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar, régulière depuis le début de l'année 2006, s'accélère depuis août 2007 (cf. graphique 4). La hausse par rapport à la livre sterling est plus récente : au cours du mois de septembre, l'euro est ainsi passé de 0,68£ à 0,70£ environ pour atteindre ensuite 0,72£ le 5 décembre. À l'inverse, par rapport au yen, l'appréciation de l'euro s'est interrompue au cours de l'été.

En termes de taux de change effectif, la hausse n'était que de +3,2 % entre août et novembre 2007, contre +7,8 % pour le taux de change nominal euro/dollar sur la même période.

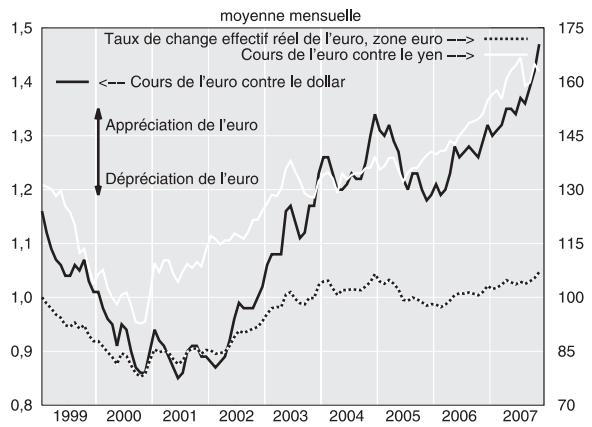
L'hypothèse conventionnelle de prévision retenue, qui repose sur les niveaux récents, conduit à retenir le niveau d'un euro pour 1,45 dollar.

### 3 - Taux directeurs de la FED et de la BCE



Sources : FED, BCE

### 4 - Taux de change



Sources : DGTE, Daily Financial Press

## Les cours boursiers sont orientés à la baisse

Depuis la fin du mois d'octobre, la plupart des bourses reprennent une orientation à la baisse, suite notamment aux mauvais résultats et aux provisions passées par un certain nombre d'établissements financiers (Citigroup, Merrill Lynch, etc.), aux problèmes du secteur immobilier et aux incertitudes sur l'évolution de la crise financière. La plupart des indices se situent ainsi à des niveaux proches, voire inférieurs à ceux du début de l'année (cf. graphique 5).

La question de la poursuite de la baisse sur les marchés boursiers reste ouverte. Aux États-Unis, le PER (price earning ratio<sup>(2)</sup>) atteint 18,7 le 28 novembre

2007, contre environ 14 en zone euro : la valorisation boursière reste donc supérieure à ses fondamentaux aux États-Unis où la moyenne de long terme est de 15, alors qu'elle n'en est pas éloignée en zone euro<sup>(3)</sup> et que les pressions baissières sur le dollar renforcent le caractère potentiellement surévalué de la bourse américaine relativement aux autres bourses mondiales.

Dans le cas de la zone euro, le PER se situe à un niveau proche de sa moyenne<sup>(4)</sup> et la probabilité que la valorisation soit revue à la baisse semble moindre qu'aux États-Unis. Il convient toutefois de nuancer ce propos, du fait du risque de contagion d'une correction boursière des États-Unis vers la zone euro. ■

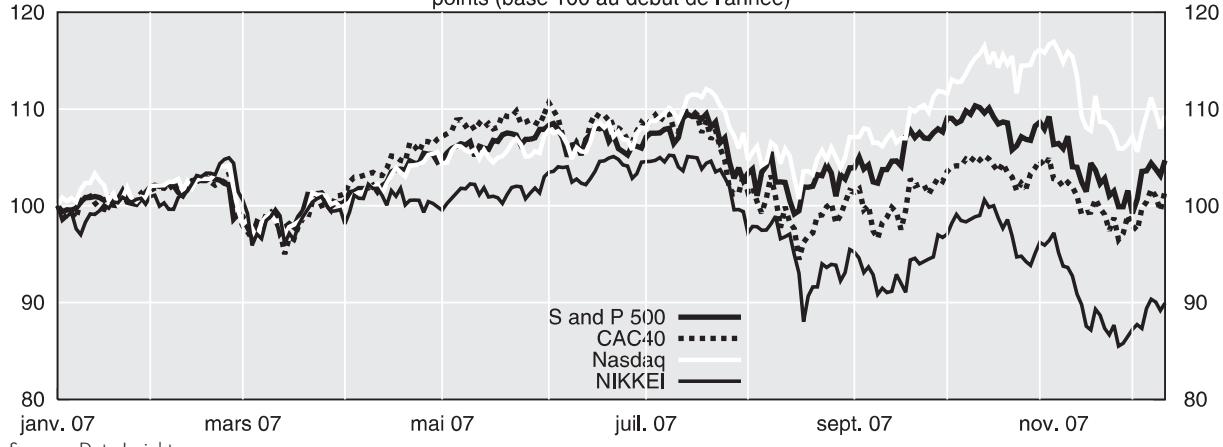
(2) Ce ratio rapporte la capitalisation boursière d'une entreprise à ses bénéfices. Il peut s'interpréter comme le nombre d'années théoriques nécessaires pour que la somme des bénéfices annuels égale le prix d'achat, ou comme les anticipations de bénéfices futurs rapportées aux bénéfices présents.

(3) À ce sujet, cf. F. Montagné (2007) : « Valorisation des actions et des marchés boursiers par la méthode des multiples », Trésor-éco, n° 22, octobre.

(4) Les séries longues sur indices européens ne sont pas disponibles avant le début des années 1970. La moyenne a donc été calculée depuis cette période.

### 5 - Indices boursiers

points (base 100 au début de l'année)





# Fiches Thématiques

*France*

# Échanges extérieurs

Au troisième trimestre de 2007, les exportations de biens et services ont progressé de manière soutenue (+1,7 %). Le deuxième trimestre en demi-teinte (+0,7 %) avait été pénalisé notamment par un recul marqué des exportations de produits énergétiques. Au cours des trois trimestres suivants, les exportations de biens et services devraient fléchir progressivement, en raison d'un ralentissement significatif de la demande adressée à la France et d'une forte appréciation du taux de change effectif réel de l'euro.

La croissance des importations de biens et services s'est établie à 1,4 % au troisième trimestre de 2007, avec en particulier une forte contribution des achats de produits manufacturés. Au dernier trimestre de 2007, les importations de biens et services ralentiraient, en raison d'un fléchissement des dépenses de consommation des ménages. Jusqu'à la mi-2008, la croissance des importations serait stable, autour de 1,2 %, comme celle de la demande intérieure.

La contribution du commerce extérieur a été positive au troisième trimestre de 2007 grâce notamment à de très fortes exportations énergétiques. Elle serait légèrement négative à l'horizon du premier semestre de 2008, comme sur l'ensemble de 2007.

## La croissance des exportations fléchirait à l'horizon de la mi-2008

À partir de l'automne 2007, les exportations de produits manufacturés devraient décélérer sensiblement, dans un contexte de ralentissement de la demande mondiale et d'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro<sup>(1)</sup>.

En effet, la demande mondiale s'essoufflerait en fin d'année, après son dynamisme au troisième trimestre de 2007 (+2,9 %) : ce serait aussi bien le cas pour le Royaume-Uni et l'Allemagne que pour les États-Unis et les pays émergents. Le fléchissement de la demande mondiale se poursuivrait sur la première moitié de 2008, en lien avec le ralentissement de l'activité économique en Europe, qui concentre plus de 70 % des exportations de la France.

En outre, le taux de change effectif réel de la France devrait s'être à nouveau fortement apprécié au quatrième trimestre (+3,3 %) après la pause enregistrée au troisième trimestre de 2007. La devise européenne s'est en effet nettement appréciée au cours des dernières semaines, à la fois par rapport au dollar américain et par rapport à la livre sterling (cf. fiche « Financement de l'économie »). La dété-

(1) Taux de change de l'euro par rapport aux principales devises, avec une pondération intégrant à la fois la structure géographique du commerce extérieur français et la concurrence exercée par différents pays sur les principaux marchés d'exportation de la France.

## Prévision de croissance des échanges extérieurs

	Variations trimestrielles						évolution en % aux prix de l'année précédente chaînés	
	2007				2008		Moyennes annuelles	2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.		
<b>Importations</b>								
Ensemble des biens et services	0,9	1,8	1,4	1,2	1,3	1,1	4,5(4,8)	4,3
Produits manufacturés	3,5	1,4	3,2	1,5	1,8	1,4	7,9(8,4)	6,0
<b>Exportations</b>								
Ensemble des biens et services	1,5	0,7	1,7	1,1	0,8	0,7	3,6(4,0)	3,2
Produits manufacturés	2,0	1,0	1,8	1,3	1,0	0,7	4,2(4,8)	3,7

Prévision

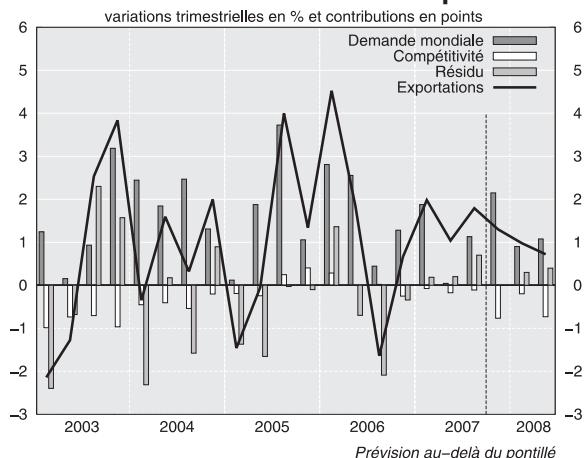
Entre parenthèses, le taux de croissance corrigé de la fraude à la TVA en 2006.  
Source : Insee

rioration de la compétitivité-prix pourrait ainsi amputer les exportations manufacturières de près d'un point au quatrième trimestre de 2007 et d'un point supplémentaire au premier semestre de 2008 (cf. graphique 1).

Au total, les exportations de produits manufacturés ralentiraient significativement sur la période de prévision : +1,3 % au quatrième trimestre de 2007, +1,0 % au premier trimestre de 2008 et +0,7 % au deuxième. Ce ralentissement est cohérent avec les enquêtes de conjoncture qui indiquent un effritement de la demande étrangère en fin d'année. La croissance sur l'ensemble de l'année 2007 s'élèverait à 4,2 % en moyenne, après 8,4 % en 2006. En 2007, le ralentissement des exportations manufacturières est toutefois artificiellement amplifié par les flux excessifs de téléphonie mobile en 2006, vraisemblablement liés à des opérations frauduleuses, qui ont affecté la France comme d'autres pays européens : corrigée de ces flux, la croissance des exportations s'élèverait à 4,8 % en 2007, après 7,7 % en 2006. En juin, l'acquis de croissance pour l'année 2008 atteindrait +3,7 %.

Les exportations de biens hors produits manufacturés devraient légèrement infléchir la hausse d'ensemble au quatrième trimestre de 2007 : le dynamisme des exportations de produits énergétiques enregistré au troisième trimestre de 2007, en partie exceptionnel, ne devrait pas se reproduire en fin d'année (+1,5 % prévu pour le quatrième tri-

### 1 - Exportations de produits manufacturés et contributions économétriques



#### Note de lecture :

La courbe représente la croissance trimestrielle des exportations de produits manufacturés. Celle-ci est modélisée par une relation économétrique faisant intervenir la demande mondiale et le taux de change effectif réel (compétitivité-prix). Les barres représentent les contributions de chacune de ces variables au taux de croissance des exportations manufacturières, ainsi que celle du résidu non expliqué de l'équation économétrique. Par exemple, au premier trimestre de 2007, les exportations de produits manufacturés ont progressé de 2,0 % : l'impact de la demande mondiale est évalué à +1,9 point, celui du taux de change effectif réel à -0,1 point. Le résidu contribue à hauteur de 0,2 point.

N. B. : la contribution positive puis négative du résidu aux premiers et troisièmes trimestres de 2006 s'explique en partie par des fluctuations exceptionnelles des exportations de téléphones portables.

Source : Insee

mestre). Par ailleurs, les ventes de produits agricoles et agroalimentaires devraient stagner au quatrième trimestre (+0,0 %), les enquêtes de conjoncture indiquant un tassement de la demande étrangère pour la fin d'année.

Enfin, les exportations de services progresseraient en fin d'année au même rythme que celui constaté au cours des deux précédents trimestres (autour de +1,0 %), puis ralentiraient légèrement (+0,8 %) sur la première moitié de 2008.

Les exportations de biens et services ralentiraient donc sensiblement au cours des prochains trimestres : leur progression s'établirait à 1,1 % au quatrième trimestre de 2007, puis 0,8 % et 0,7 % aux deux premiers trimestres de 2008. Sur l'année 2007, les exportations totales de biens et service augmenteraient donc de 4,0 %<sup>(2)</sup>, après +5,9 %<sup>(2)</sup> en 2006, et l'acquis de croissance en juin pour 2008 s'élèverait à +3,2 %.

### La croissance des importations fléchirait légèrement sur la période de prévision

Au quatrième trimestre, la demande intérieure « pondérée »<sup>(3)</sup> devrait croître de 0,7 %, un rythme proche du trimestre précédent. Elle serait tirée par la croissance de l'investissement des entreprises (+1,2 %), mais quelque peu freinée par les dépenses de consommation des ménages : celles-ci perdraient de la vigueur en fin d'année (+0,4 % au quatrième trimestre après +0,8 % au troisième) ; le ralentissement de la consommation des ménages en produits manufacturés, dont le contenu en importations est le plus élevé, serait encore supérieur. Au cours des deux premiers trimestres de 2008, le soutien de l'investissement des entreprises à la demande intérieure devrait fléchir, tandis que la consommation des ménages croîtrait sensiblement au même rythme qu'au quatrième trimestre. La demande ralentirait ainsi légèrement (+0,7 % au premier trimestre de 2008, puis +0,6 % au second).

La compétitivité-prix à l'importation<sup>(4)</sup> de la France diminue de façon tendancielle depuis plus de sept ans (-0,5 % en moyenne trimestrielle). Au quatrième trimestre de 2007, cette baisse devrait être plus prononcée en raison de la forte appréciation de l'euro, contribuant ainsi à soutenir les importations. Par la suite, du fait de la stabilité du taux de

(2) Après correction de la fraude à la TVA sur la téléphonie mobile.

(3) Celle-ci est mesurée en pondérant chaque poste de la demande (demande des entreprises, demande des ménages, demande des administrations publiques, exportations) par son contenu en importations.

(4) Celle-ci est mesurée par le rapport entre les prix à l'importation et les prix à la production : quand les prix à la production augmentent plus vite que les prix à l'importation, la compétitivité-prix à l'importation diminue.

change de l'euro inscrite en prévision, la baisse de la compétitivité-prix de la France à l'importation retrouverait son rythme de longue période.

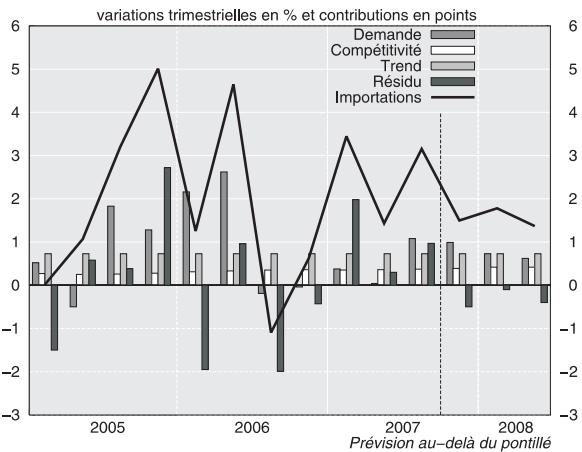
Du fait du ralentissement de la demande et notamment de la consommation des ménages en produits manufacturés, la croissance des importations de produits manufacturés diminuerait au quatrième trimestre de 2007 (+1,5 %) ; puis elle se stabiliserait au premier semestre (+1,8 % au premier trimestre de 2008 et +1,4 % au deuxième). La croissance sur l'ensemble de 2007 s'établirait à 8,4 %<sup>(2)</sup> et en juin l'acquis de croissance pour 2008 atteindrait +6,0 %.

En fin d'année, le rebond attendu des importations énergétiques (+3,5 %, après la chute de 5,8 % au troisième trimestre) devrait tirer la croissance des importations de biens et services. Les importations de produits agricoles et agroalimentaires ne devraient contribuer positivement à la hausse d'ensemble qu'à partir du début de 2008 (+0,1 % au quatrième trimestre de 2007, +1,2 % aux deux trimestres suivants).

Enfin, les importations de services continueraient de se contracter au quatrième trimestre (-2,3 %) ainsi qu'au premier semestre de 2008, mais moins fortement. Au total, la croissance des importations de biens et services s'élèverait à 1,2 % sur le dernier trimestre de l'année (après +1,4 % au trimestre précédent), avant de se stabiliser au premier semestre.

Sur l'ensemble de 2007, la croissance des importations de biens et services atteindrait 4,8 %<sup>(2)</sup> et l'acquis de croissance pour 2008 s'élèverait à +4,3 % en juin. Le commerce extérieur réduirait la croissance de 0,3 point cette année, comme en 2006. Cette contribution serait de nouveau légèrement négative sur les deux premiers trimestres de 2008. ■

## 2 - Importations de produits manufacturés et contributions économétriques



### Note de lecture :

La courbe représente la croissance trimestrielle des importations de produits manufacturés. Celle-ci est modélisée par une relation économétrique intégrant la demande adressée par la France à l'étranger, un indicateur de compétitivité-prix à l'importation et une tendance temporelle (trend). Les barres représentent les contributions à ce taux de croissance de chacune de ces variables, ainsi que celle du résidu non expliqué de l'équation économétrique. Par exemple, au troisième trimestre de 2007, les importations de produits manufacturés ont progressé de 3,2 % ; la demande adressée par la France à l'étranger explique 1,1 point de cette hausse, l'indicateur de compétitivité-prix à l'importation 0,4 point et la tendance temporelle 0,7 point. La contribution du résidu s'élève donc à +1,0 point pour ce trimestre.

N. B. : la contribution positive puis négative du résidu aux premiers trimestres de 2006 s'explique en partie par des fluctuations exceptionnelles des exportations de téléphones portables.

Source : calculs Insee

## Encadré - Une décomposition sectorielle et géographique de la dégradation récente du solde commercial français

Les échanges extérieurs de la France se sont nettement dégradés depuis la fin de l'année 2003, en valeur comme en volume<sup>(1)</sup>. En valeur, la dégradation est largement imputable à la hausse des prix du pétrole et des matières premières industrielles, et à la réduction sensible du solde automobile. En volume, les échanges énergétiques sont relativement stables et ce sont les produits manufacturés qui sont responsables de la dégradation du solde commercial en 2007.

La décomposition par zones géographiques du solde commercial de la France révèle le poids important de la Chine, mais surtout des pays européens (en particulier de l'Allemagne et de la Belgique) dans la dégradation du déficit des échanges de la France.

### Solde en valeur : modifications de l'organisation de la production automobile et effets prix dans l'énergie et les métaux

Le solde commercial en biens (fab-fab<sup>(2)</sup>, en valeur, mesuré par les douanes) se dégrade de manière quasi continue depuis la fin de l'année 2003 (cf. graphique 1). Sur l'ensemble de l'année 2006, le déficit commercial en biens a ainsi atteint 27,6 milliards d'euros. Le solde ne devrait pas s'améliorer en 2007 : le déficit atteignait déjà 22,4 milliards d'euros au mois d'août.

La dégradation du solde commercial en valeur entre la fin 2003 et la fin 2005 est imputable d'une part à la forte hausse des importations énergétiques, liée à la hausse des prix du pétrole sur cette période, et d'autre part à la dégradation continue du solde des échanges en produits de l'industrie automobile (cf. graphique 2). La détérioration du commerce en produits automobiles peut être relié à la délocalisation croissante de la production dans les pays d'Europe de l'Est. Les importations de produits de l'industrie automobile en provenance des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) ont ainsi bondi de 43,3 % en 2005 et de 52,8 % en 2006. Simultanément, les exportations ont connu une baisse, modérée, en 2005 et en 2006, alors qu'elles croissaient à un rythme annuel moyen de +6,8 % entre 2000 et 2004.

Depuis le début de l'année 2006, le déficit commercial en biens continue de se dégrader, mais moins que sur la période 2003-2005, et la composition sectorielle de cette dégradation change. On observe en effet un redressement sensible du solde en produits énergétiques : après un point bas au premier trimestre de 2006 (-12,5 milliards d'euros), il n'est plus un an plus tard que de -9,4 milliards. L'accroissement du déficit commercial en 2006 est ainsi essentiellement imputable à l'accélération de la dégradation du solde manufacturier : à la nouvelle réduction de l'excédent automobile s'ajoute une forte dégradation du solde commercial en biens intermédiaires. Celle-ci est en grande partie imputable à la forte hausse des prix des importations de métaux et produits métalliques, qui, malgré son impact sur le coût des consommations intermédiaires, ne s'est pas intégralement répercutée sur le prix des exportations.

### Solde en volume : stabilité pour l'énergie, nette dégradation pour les produits manufacturés

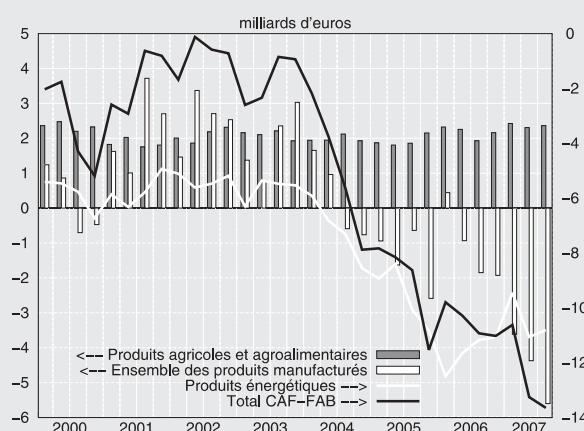
La hausse du déficit commercial en volume<sup>(3)</sup>, amorcée à la fin de 2003, est entièrement imputable à la dégradation du solde des échanges en produits manufacturés : en volume, le solde commercial en biens énergétiques est globalement stable sur la période (cf. graphique 3). La dégradation du solde manufacturier concerne tous les produits. Si le solde se dégrade tendanciellement depuis près de dix ans dans les biens d'équipements, le solde des autres secteurs a commencé à se détériorer plus récemment. En particulier, le déficit des biens de consommation se dégrade fortement à partir de 2002 : il est passé de 2,3 milliards au premier trimestre de 2003 à plus de 5 milliards au troisième trimestre de 2007, du fait d'un décrochage des exportations en 2003 et 2004. Dans les biens intermédiaires, la dégradation amorcée en

(1) Le partage volume-prix sur le commerce extérieur de biens est principalement réalisé à l'aide des indices de valeur unitaire calculés par l'Insee à partir des informations douanières.

(2) Les importations sont mesurées *franco-à-bord* (fab), c'est-à-dire hors coûts de transport, d'assurance et de fret.

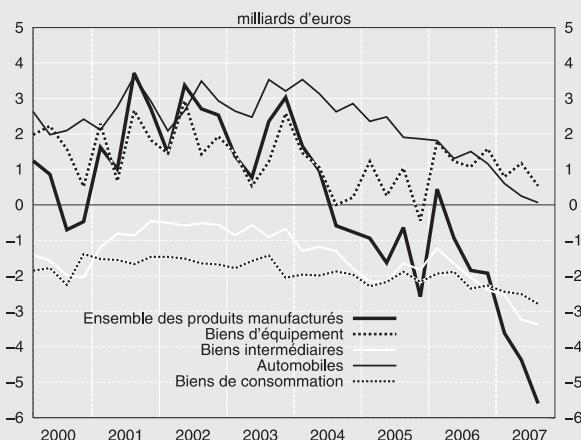
(3) Les volumes des comptes nationaux trimestriels sont mesurés aux prix de l'année 2000. Il est en effet impossible de calculer des soldes en volumes aux prix de l'année précédente chaînés (cf. Note de Conjoncture de juin 2007).

### 1 - Solde commercial en biens en valeur et par produit



Source : direction générale des Douanes et des Droits indirects

### 2 - Solde commercial en produits manufacturés en valeur et par type de biens



Source : direction générale des Douanes et des Droits indirects

2002 s'est particulièrement renforcée au début de 2006. Depuis 2004, les échanges extérieurs d'automobile pèsent sur les mouvements du solde manufacturier (pour des raisons déjà évoquées pour les valeurs), alors qu'ils contribuaient nettement à son amélioration depuis 1996.

### La Chine et surtout les pays européens pèsent le plus dans la dégradation du solde commercial

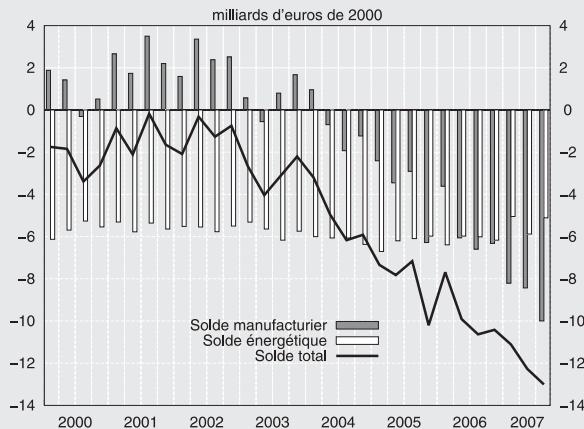
En valeur, les soldes commerciaux français vis-à-vis de nombreuses grandes zones géographiques (Amérique, Afrique, Proche et Moyen-Orient, cf. graphique 4) sont restés stables et proches de l'équilibre jusqu'en 2003. En revanche, depuis le début de l'année 2004, la France a plus importé qu'elle n'a exporté dans ses relations avec les pays européens. Le solde commercial vis-à-vis de ces pays, encore positif au deuxième trimestre de 2004, affiche un déficit de 6,7 milliards d'euros sur l'ensemble du troisième trimestre de 2007. Si le solde des échanges de la France avec les pays européens s'est quelque peu stabilisé au cours de 2006, le déficit s'est à nouveau dégradé dès le début de 2007. Les échanges avec l'Allemagne, la Belgique et la Suisse apparaissent comme les principaux responsables de la dégradation du solde commercial global. Néanmoins, la détérioration du solde des échanges de la France avec ces deux derniers pays revêt en partie un caractère conjoncturel : en effet, une part importante des importations de la France en provenance de Belgique et de Suisse est composée d'achats de biens intermédiaires ; or les prix dans ce secteur ont fortement augmenté sur la période récente. De plus, l'impact de la hausse des prix de l'énergie a aussi joué sur l'évolution du solde commercial de la France vis-à-vis de la Belgique, près

d'un quart des achats de la France en provenance de ce pays étant composé de combustibles et carburants divers, du fait de la nouvelle règle comptable appliquée en 2005<sup>(4)</sup>. Le déficit croissant des échanges avec l'Allemagne renvoie en revanche à des pertes de parts de marché du secteur automobile français : depuis 2004, les exportations françaises d'automobiles et de pièces détachées à destination du marché allemand (qui représentent plus de 15 % des ventes totales vers l'Allemagne) ont reculé en moyenne de 3,1 % par trimestre alors que les importations dans ce même secteur (qui représentent plus de 20 % des achats de la France à l'Allemagne) ont progressé de +1,1 % en moyenne par trimestre.

Depuis le début de 2004, la France enregistre aussi un déficit croissant dans ses échanges avec la Chine, mais la dégradation du déficit est moins marquée qu'avec les pays européens. Le déficit avec la Chine a certes doublé en un peu plus de trois ans, mais à partir d'un niveau initial faible, si bien que la dégradation n'atteint en niveau que 2,3 milliards d'euros (de 2,3 milliards d'euros au premier trimestre de 2004 à 4,6 milliards d'euros au troisième trimestre de 2007). ■

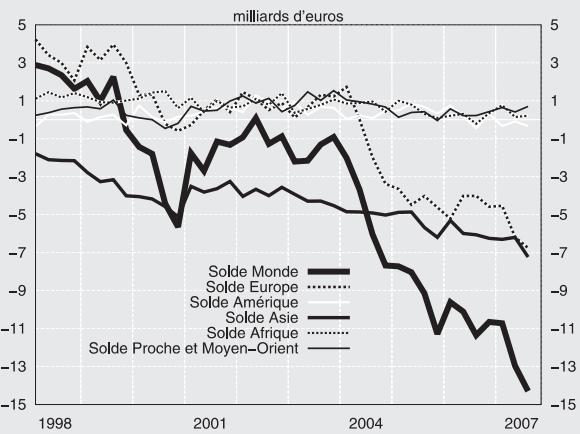
(4) Cette part importante s'explique en grande partie par un changement de comptabilisation de certains flux de gaz naturel à l'état gazeux et d'énergie électrique, qui a eu lieu en 2005 : à l'importation, c'est le pays de provenance et non celui d'origine qui est repris, et, à l'exportation, c'est le pays limitrophe de destination et non celui de destination finale.

**3 - Solde commercial en volume par produit**



Source : comptes nationaux trimestriels, Insee

**4 - Solde commercial en valeur par grandes zones géographiques**



Source : direction générale des Douanes et des Droits indirects

# Recettes fiscales des administrations publiques

En 2007, les recettes fiscales perçues par les administrations publiques auraient ralenti sensiblement (+3,2 % après +5,7 %). Ce moindre dynamisme serait essentiellement dû aux recettes d'impôts courants sur le revenu et le patrimoine (+2,8 % après +8,8 %) : d'une part, en raison de la réforme du barème de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) ; mais aussi d'autre part du fait d'un ralentissement sensible de l'impôt sur les sociétés, dont la croissance avait été dopée en 2006 par l'extension de la réforme du régime des acomptes. Les recettes d'impôts sur la production et les importations (+3,3 % après +3,8 %) ralentiraient également, mais beaucoup moins. Les rentrées de TVA progresseraient quasiment au même rythme que l'année précédente (+3,8 % après +4,0 %), alors que les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre (+3,6 % après +4,9 %) et les autres impôts liés à la production sont attendus en décélération (essentiellement la taxe professionnelle, avec +1,9 % après +3,6 %).

Au premier semestre de 2008, les recettes des administrations publiques seraient à nouveau dynamiques, en progression de 2,2 % par rapport au second semestre de 2007. Ce rebond serait principalement dû aux impôts courants sur le revenu et le patrimoine (+2,4 % après +0,7 % en moyenne semestrielle), du fait de mesures de baisse d'IRPP de moindre ampleur qu'en 2007. En outre, les impôts sur la production et les importations accéléreraient très légèrement (+2,0 % après +1,7 %).

En 2007, les recettes fiscales perçues par les administrations publiques<sup>(1)</sup> auraient augmenté de 3,2 %. Le ralentissement serait net par rapport à 2006 (+5,7 %), et dû principalement aux recettes des impôts courants sur le revenu et le patrimoine.

## En 2007, fort ralentissement des recettes des impôts courants...

Après une croissance de 8,8 % en 2006, les recettes des impôts courants sur le revenu et le patrimoine auraient progressé de 2,8 % en 2007 (cf. graphique et tableau). Ce ralentissement serait imputable dans une large mesure aux recettes d'impôts sur le revenu versés par les ménages (+0,7 % en 2007 après +1,6 % l'année précé-

dente). Il serait dû à la refonte du barème de l'impôt sur le revenu, à l'augmentation de la prime pour l'emploi en 2007, ainsi qu'au contrecoup de la fiscalisation des plans épargne-logement (PEL) de 2006 qui freine en 2007 les recettes de contribution sociale généralisée (CSG). En outre le traitement comptable de la suppression de l'avoir fiscal<sup>(2)</sup> masquerait un ralentissement beaucoup plus net (+0,7 % après +6,5 % en 2006).

Les recettes d'impôts sur le revenu versés par les sociétés (+7,2 % en 2007 après +32,5 % l'année précédente) fourniraient l'autre explication majeure du ralentissement des recettes des impôts courants. Il s'agirait d'un retour à la normale, les causes de la croissance exceptionnelle de 2006 ne se reproduisant pas en 2007, que ce soit l'extension de la réforme du régime d'acomptes (intervenue en décembre 2006) ou le traitement comptable de la suppression de l'avoir fiscal<sup>(3)</sup>. Hors ce dernier effet comptable, la décélération des recettes d'impôts sur le revenu versés par les sociétés, bien qu'encore forte, serait moindre (de +14,3 % en 2006 à +7,2 % en 2007).

À l'inverse, les autres impôts sur le revenu et le patrimoine auraient ralenti en 2007 (+4,7 % après +9,5 % en 2006). Enfin les impôts en capital, constitués principalement des droits de succession et droits de donation, rebondiraient en 2007 à +7,9 % après leur fort recul de l'année précédente (-7,3 %), dû à la disparition au 31 décembre 2005 des mesures exceptionnelles favorisant les donations<sup>(4)</sup>.

(1) Les recettes fiscales regroupent :

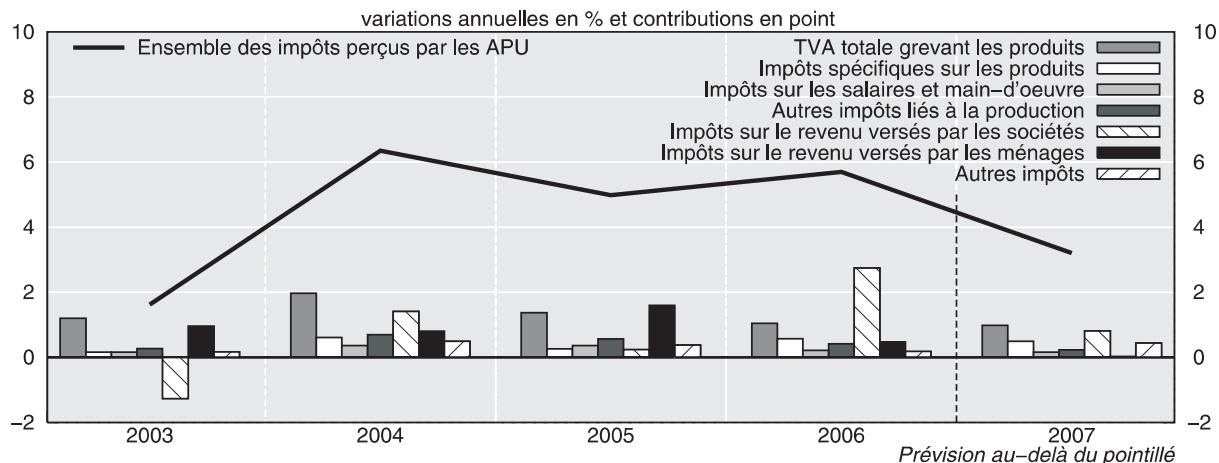
- les impôts sur la production et les importations, tels que la TVA, la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP), la taxe professionnelle, la taxe foncière,  
- les impôts sur le revenu et le patrimoine des sociétés et des ménages,  
- les impôts en capital, soit essentiellement les droits de mutation et de succession.

(2) Même s'il est quasi neutre au niveau du total des impôts courants sur le revenu et le patrimoine et donc des recettes des administrations publiques.

(3) Comme précisé précédemment, le traitement de l'avoir fiscal par la comptabilité nationale est neutre au niveau des recettes des administrations publiques (cf. Note de conjoncture de juin 2006, encadré page 82).

(4) Les donations consenties en pleine propriété entre le 25 septembre 2003 et le 31 décembre 2005 ont bénéficié d'une réduction de droits de 50 %.

## Contribution des principaux impôts



Source : Insee

### ... et légère décélération des recettes des impôts sur la production

Les impôts sur la production et les importations auraient été un peu moins dynamiques en 2007 que l'année précédente (+3,3 % après +3,8 % en 2006).

Les recettes de TVA, qui constituent la moitié de ces impôts, auraient augmenté à un rythme à peine inférieur à celui de 2006 (+3,8 % après +4,0 %), en ligne avec les dépenses de consommation effective des ménages. Les impôts spécifiques sur les produits<sup>(5)</sup>, notamment la TIPP, auraient aussi légèrement décéléré (+3,4 % après +3,9 % en 2006).

En revanche, le ralentissement des recettes d'impôts sur les salaires et la main-d'œuvre aurait été plus net (+3,6 % après +4,9 % en 2006). Il résulterait d'un moindre dynamisme de la taxe sur les salaires et de la fin de la montée en charge de la contribution de solidarité instaurée au 1<sup>er</sup> juillet 2004 ; en outre l'effet de la dernière baisse des taux de l'assurance garantie salaire (AGS) au 1<sup>er</sup> juillet 2006 (0,15 % après 0,25 %) se ferait encore sentir sur l'évolution de 2007.

Enfin, les autres impôts liés à la production<sup>(6)</sup>, perçus essentiellement au profit des collectivités locales<sup>(7)</sup>, auraient de nouveau ralenti, s'établissant à +1,9 % après +3,6 % en 2006 et +5,0 % en 2005. Le dégrèvement de taxe professionnelle des investissements nouveaux<sup>(8)</sup>, dont l'effet continue à se faire sentir en 2007, mais aussi le ralentissement de la taxe foncière, habituel l'année précédant les élections municipales, modérerait en effet la croissance de ces impôts.

### Au premier semestre de 2008, les recettes fiscales retrouveraient leur dynamisme

Les recettes fiscales des administrations publiques accéléreraient au premier semestre de 2008 (+2,2 % après +1,2 % au second semestre de 2007). Cette accélération concernerait essentiellement les recettes des impôts courants sur le revenu et le patrimoine (+2,4 % après +0,7 %), et dans une moindre mesure les impôts sur la production et les importations (+2,0 % après +1,7 %).

Le rebond des recettes fiscales serait dû pour l'essentiel aux impôts sur le revenu versés par les ménages, qui repartiraient à la hausse au premier semestre de 2008 (+3,0 % après -1,3 % au second semestre de 2007). En effet, les très fortes baisses d'impôt sur le revenu des personnes physiques, à travers notamment la réforme du barème, se seraient fait sentir au premier semestre (baisse forfaitaire de 8 %) mais aussi au second semestre de 2007, au moment de la régularisation des comptes ; la hausse qui s'ensuivrait traduirait, en l'absence de nouvelle mesure d'ampleur comparable, le retour à un régime de croissance plus en phase avec les revenus perçus. Par ailleurs, les recettes des autres impôts sur le revenu et le patrimoine croîtraient modérément début 2008 (+1,8 % après -7,9 % au semestre précédent), trois mesures commençant à produire leurs effets : le bouclier fiscal, le passage de 20 % à 30 % de l'abattement sur la valeur de la résidence principale et la possibilité de déduire de l'impôt de solidarité sur la fortune un certain nombre d'investissements.

(5) Ces impôts contiennent notamment la TIPP, la taxe sur les tabacs et les produits de l'enregistrement de mutations.

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

(7) La taxe d'habitation des ménages est enregistrée dans les autres impôts sur le revenu et le patrimoine.

(8) Institué par la loi pour le soutien à la consommation et à l'investissement de 2004.

La légère accélération des impôts sur la production et les importations concernerait en particulier les impôts spécifiques sur les produits (+2,4 % après +1,1 % fin 2007) et les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre (+2,4 % après +1,1 %). Les recettes de TVA poursuivraient leur hausse sur leur rythme du second semestre de 2007 (+2,4 % après +2,5 %), suivant les évolutions de la

consommation des ménages. Enfin, les autres impôts liés à la production resteraient atones du fait de la réforme de la taxe professionnelle, qui augmente très fortement les dégrèvements et remboursements. ■

### **Impôts perçus par les administrations publiques<sup>(1)</sup>**

(poids correspondant à l'année 2005)

	Moyennes semestrielles (variation en %)					Niveaux en milliards d'euros			Moyennes annuelles (variation en %)		
	2006		2007		2008	2005	2006	2007	2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.						
<b>Impôts sur la production et les importations (56,6 %)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>265,5</b>	<b>275,6</b>	<b>284,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>
TVA totale grevant les produits (26,2 %)	2,2	1,0	2,0	2,5	2,4	123,2	128,1	132,9	5,2	4,0	3,8
Impôts spécifiques sur les produits (14,7 %)	2,7	1,9	1,9	1,1	2,4	68,4	71,0	73,5	1,8	3,9	3,4
Impôts sur les salaires et main-d'œuvre (4,4 %)	3,8	0,1	3,0	1,1	2,4	20,4	21,4	22,2	8,5	4,9	3,6
Autres impôts liés à la production (11,3 %)	1,7	1,6	0,9	0,5	0,6	53,1	55,0	56,1	5,0	3,6	1,9
<b>Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (41,5 %)</b>	<b>3,3</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>194,7</b>	<b>211,8</b>	<b>217,8</b>	<b>5,6</b>	<b>8,8</b>	<b>2,8</b>
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (8,4 %)	-14,2	69,7	-18,2	8,3	1,7	39,5	52,4	56,2	2,8	32,5	7,2
Impôts sur le revenu versés par les ménages (29,2 %) <sup>(2)</sup>	8,7	-9,2	6,5	-1,3	3,0	137,1	139,3	140,3	5,5	1,6	0,7
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine (3,4 %)	6,1	-1,4	9,7	-7,9	1,8	16,0	17,5	18,3	9,0	9,5	4,7
<b>Impôts en capital (1,9 %)</b>	<b>-11,3</b>	<b>2,6</b>	<b>6,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>9,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,0</b>	<b>4,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>7,9</b>
<b>Total des impôts perçus par les APU</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>469,1</b>	<b>495,8</b>	<b>511,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>	<b>3,2</b>

Prévision

Les impôts sont classés et évalués ici 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.

N. B. : i) les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2005.

ii) 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.

iii) les chiffres présentés ici pour les impôts sur le revenu versés par les ménages et par les sociétés sont y compris retraitement comptable de l'avoir fiscal : ceci explique le fort gonflement de l'impôt versé par les sociétés et la forte baisse de l'impôt sur le revenu versé par les ménages au second semestre de 2006 (cf. encadré de la Note de conjoncture de juin 2006).

Source : Insee

# Prix à la consommation

De juin à novembre 2007, l'inflation totale a augmenté sur un an en France de 1,2 % à 2,4 % dans le sillage des prix de l'énergie et de l'alimentaire. L'inflation sous-jacente, qui exclut tarifs publics, produits à prix volatils (énergie et produits frais) et effets des mesures fiscales, ne s'est accrue sur un an que très légèrement (+0,2 point), bien que le prix des produits manufacturés ait progressé plus vite que l'année passée.

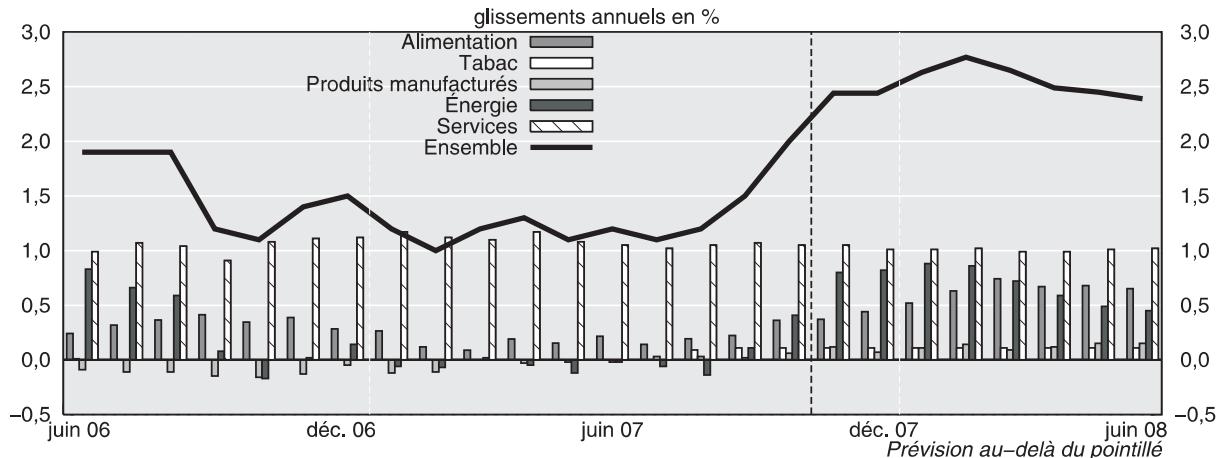
Au premier semestre de 2008, l'évolution du glissement annuel des prix devrait toujours être déterminée par ceux de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation d'ensemble s'élèverait ainsi à 2,8 % en glissement annuel en février, avant de revenir à 2,4 % en juin. L'inflation sous-jacente continuerait d'augmenter légèrement (+1,8 % en juin). Elle serait alimentée, avec les délais usuels, par l'accélération des coûts salariaux intervenue au premier semestre de 2007, et par l'envolée récente des prix du pétrole et des matières premières agricoles. A contrario, les baisses de prix imposées par les régulateurs français et européens dans le secteur des télécommunications l'atténueraient.

## L'inflation énergétique se redresserait, plafonnerait, puis décroîtrait au printemps 2008

Cet été, le glissement annuel des prix de l'énergie s'est stabilisé autour de -1,0 % en France. Mais depuis septembre, il accélère nettement du fait de la forte hausse du prix du pétrole, alors que celui-ci avait chuté à l'automne 2006 (cf. fiche « Pétrole et matières premières »). L'inflation énergétique devrait ainsi atteindre 10,4 % sur un an en décembre. Les prix de l'électricité et du gaz seraient stables jusqu'en décembre. L'ouverture à la concurrence du marché de l'électricité aux particuliers le 1<sup>er</sup> juillet ne devrait notamment pas avoir d'effet significatif à l'horizon de la fin de l'année.

Au premier semestre de 2008, l'inflation énergétique enregistrerait un pic en janvier (+11,1 % sur un an) sous l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole à 90 dollars et d'un taux de change de 1,45 dollar pour un euro. En effet, un an plus tôt, l'atténuation des troubles géopolitiques et la douceur des températures avaient entraîné un repli des prix du baril de brent et du fioul. Ensuite, le rebond du prix du pétrole au deuxième trimestre de 2007 serait responsable de la baisse progressive du glissement annuel des prix des produits énergétiques, à +5,7 % en juin 2008 (cf. tableau).

## 1 - Décomposition de l'inflation en France contributions des grands postes



Sources : Insee

## Hausse sensible des prix des produits alimentaires transformés

L'envolée des prix des matières premières agricoles (céréales, lait, cacao, etc.) a commencé de produire ses effets sur les prix de détail au mois d'août ; elle a contribué à la hausse de l'inflation alimentaire (+2,2 % sur un an au mois de novembre). Cette hausse est également liée à une chute inhabituelle des prix des légumes frais au début de l'automne 2006. Fin 2007, la flambée des cours des matières premières continuerait de se répercuter sur les prix à la consommation des produits alimentaires transformés. Le prix des produits frais accélérerait également, après la baisse des prix très inhabituelle de l'année dernière<sup>(1)</sup>. Au total, l'inflation alimentaire s'élèverait à 2,6 % en glissement annuel en fin d'année (cf. tableau).

Cette accélération se poursuivrait au premier trimestre de 2008 (+4,4 % en mars). En effet, le prix des produits frais augmenterait de nouveau cette année, alors que l'hiver doux avait pesé sur les prix à la même époque l'an passé. Le glissement annuel des prix de l'alimentation ralentirait légèrement au deuxième trimestre (+3,9 % en juin), malgré l'envolée des cours des matières premières alimentaires (cf. encadré) : d'une part, la sécheresse du mois d'avril 2007 avait conduit à une hausse inaccoutumée du prix des légumes frais ; d'autre part, la hausse des prix de l'alimentation hors frais serait atténuée par la poursuite de la baisse des marges de la grande distribution permise par la réforme de la loi Galland. Enfin, le projet de loi pour le développement de la concurrence au service du consommateur pourrait contribuer à renforcer cette baisse<sup>(2)</sup>.

## L'inflation sous-jacente progresserait très légèrement à 1,8 % à la fin du printemps

Depuis le mois de juin, l'inflation sous-jacente a progressé de 0,2 point pour atteindre 1,7 % en novembre. Depuis deux trimestres, l'accélération du prix des biens importés en est la principale responsable. La forte progression du prix des boissons, du pain et des céréales, en lien avec l'envolée des matières premières alimentaires, a également nourri la hausse de l'inflation sous-jacente. Jusqu'à la fin du premier semestre de 2008, celle-ci progresserait très légèrement à 1,8 % (cf. graphique 2) : l'accélération des coûts salariaux unitaires, induite par l'amélioration du marché du travail, exercerait des tensions haussières sur les prix ; en outre, la diffusion de l'envolée récente du prix du pétrole et du cours des matières premières alimentaires aux autres secteurs participerait également à l'accélération des prix sous-jacents (cf. graphique 3). Néanmoins, des mesures spécifiques aux services de télécommunication (cf. *infra*) limiteraient cette poussée.

(1) À l'automne 2006 les températures se situaient bien au-dessus des normales saisonnières. Ce climat très doux a favorisé l'offre de légumes frais, et par conséquent la modération de leur prix.

(2) Le projet de loi a notamment pour objectif d'augmenter le pouvoir d'achat des Français, via une baisse des prix à la consommation. Ce texte devrait être voté au Parlement en décembre, pour une application début 2008. Le texte instaure un nouveau principe : le distributeur pourra retrancher du prix d'achat de la marchandise la totalité des avantages financiers versés par le fournisseur au titre de la coopération commerciale ou de services distincts. Jusqu'à présent il ne pouvait déduire que les avantages financiers qui dépassaient le seuil de 15 % du prix d'achat.

## Les prix à la consommation

Regroupements IPC* (pondérations 2007)	Glisements annuels					évolution en %		
	juin 2006	déc. 2006	juin 2007	déc. 2007	juin 2008	2005	2006	2007
Alimentation (16,6 %)	1,4	1,7	1,3	2,6	3,9	0,1	1,6	1,4
Tabac (1,8 %)	0,5	0,2	0,1	6,2	6,2	0,5	0,3	2,6
Produits manufacturés (31,4 %)	-0,3	-0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,5	-0,3	0,0
Énergie (7,9 %)	10,1	1,7	-0,3	10,4	5,7	10,1	6,5	1,7
<i>dont : produits pétroliers (4,8 %)</i>	11,6	-0,4	-1,0	16,6	8,6	15,3	6,8	1,5
Services (42,3 %)	2,4	2,7	2,5	2,4	2,4	2,6	2,5	2,5
<i>dont : loyers-eau (7,4 %)</i>	3,5	3,8	3,4	3,5	3,2	3,7	3,6	3,5
<i>services de santé (5,2 %)</i>	2,7	3,5	1,5	1,9	1,9	1,0	2,5	2,4
<i>transports-communications (5,0 %)</i>	-2,1	-0,3	0,5	-0,2	-0,9	1,0	-1,9	0,5
<i>autres services (24,7 %)</i>	2,9	2,7	2,8	2,7	2,9	3,0	2,9	2,7
<b>Ensemble (100 %)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<i>Ensemble hors énergie (92,1 %)</i>	1,2	1,5	1,3	1,8	2,1	1,0	1,3	1,5
<i>Ensemble hors tabac (98,2 %)</i>	2,0	1,5	1,2	2,4	2,3	1,7	1,7	1,5
<b>Inflation sous-jacente (60, 9%)<sup>(1)</sup></b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Ensemble IPCH*</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>

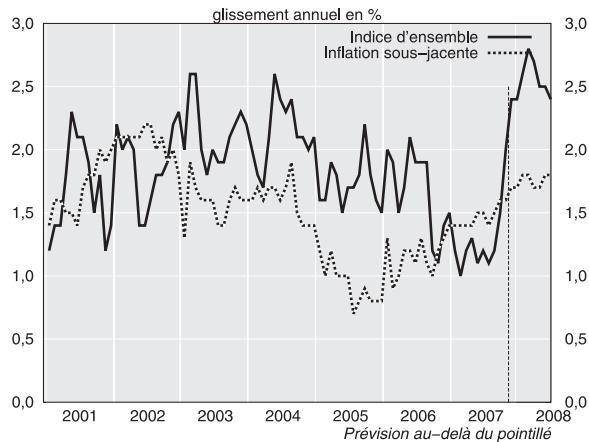
Prévision

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

\* Indice des prix à la consommation (IPC) harmonisé (IPCH).

Source : Insee

## 2 - Prix à la consommation en France



Sources : Insee

### Légère hausse des prix des produits manufacturés

Entre juin et novembre, l'inflation des produits manufacturés est redevenue positive, le glissement annuel progressant de -0,1 % à +0,3 %. La baisse significative des produits de santé en juillet 2006 ne s'est en effet pas reproduite cette année. En outre, l'accélération récente des prix des importations de biens de consommation et des automobiles a induit une augmentation de l'inflation des autres produits manufacturés de 0,1 % en juin à 0,7 % en novembre. Cette inflation diminuerait très légèrement à 0,5 % en décembre, en raison d'une correction de la forte hausse du prix des automobiles neuves en novembre. Par ailleurs, l'accélération continue du prix des biens importés dans l'industrie de l'automobile serait néanmoins compensée par la modération des prix à la production dans ce secteur. L'inflation de l'ensemble des produits manufacturés baisserait donc légèrement à l'horizon de la fin de l'année (+0,2 % en décembre).

Au premier semestre de 2008, le prix des produits manufacturés accélèrerait sous l'effet de la diffusion de la hausse du prix du pétrole depuis le début de l'année : son glissement annuel atteindrait 0,5 % en juin.

### L'inflation dans les services se stabilisera

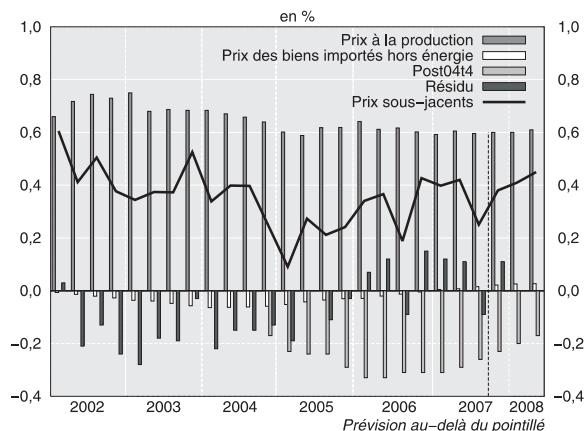
Depuis juin, le prix des services a évolué au même rythme que l'année dernière. La hausse des honoraires des médecins généralistes (augmentation de la consultation de 21 à 22 euros) et le relèvement du prix de certains actes de soins des infirmières libérales en juillet ont été comparables à la hausse de la consultation chez le généraliste intervenue un an plus tôt. En fin d'année, l'inflation des services s'infléchirait à 2,4 % (cf. tableau) : la hausse du prix des services de télécommunication de décembre

2006, induite par l'arrêt d'une offre promotionnelle exceptionnelle de l'un des opérateurs, ne devrait pas se reproduire.

Au premier semestre de 2008, l'inflation des autres services augmenterait : elle reflèterait avec retard l'accélération des coûts salariaux unitaires. Cependant, cette hausse serait compensée par la poursuite de la décrue de l'inflation des services de télécommunication. En effet, l'Arcep<sup>(3)</sup> imposera, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2008, une baisse des tarifs des appels passés depuis un téléphone fixe vers un téléphone mobile. Le projet de loi pour le développement de la concurrence au service du consommateur contribuerait également à réduire le prix des services de télécommunication. En particulier, les services après-vente et d'assistance technique seront accessibles par un numéro non surtaxé dès le début de l'année 2008. Au total, l'inflation des services se stabiliseraient autour de 2,4 % jusqu'en juin.

(3) Autorité de régulation des communications électroniques et des postes.

## 3 - Contributions à la croissance de l'IPC sous-jacent



#### Note de lecture :

La courbe représente la croissance trimestrielle de l'indice de prix sous-jacent qui dépend de celle des prix à la production dans le secteur marchand, et des prix des biens importés hors énergie. Une variable supplémentaire est introduite (post04t4) pour tenir compte des effets baissiers sur les prix qu'induit la réforme de la loi Galland entamée début 2005. La relation qui est présentée ici fait partie d'un modèle plus large (boucle prix-salaire) qui tient compte également du rôle des anticipations d'inflation lors de la négociation salariale. Les histogrammes représentent les contributions économétriques des variables à la croissance de l'indice de prix sous-jacent. Par exemple, au troisième trimestre de 2007, les prix sous-jacents ont progressé de 0,3 % ; les prix à la production expliquent 0,6 point de cette hausse, l'indicatrice « réforme de la loi Galland » contribue à la baisse (-0,2 point). La contribution du résidu est alors égale à -0,1 point pour ce trimestre.

## Après un point haut en février, l'inflation totale resterait au-dessus de 2,0 %

Sur l'année 2007, en moyenne annuelle, l'inflation d'ensemble diminuerait légèrement, perdant 0,1 point. Le repli significatif de la composante énergétique ferait plus que compenser la hausse de l'inflation sous-jacente (cf. tableau).

La hausse des prix énergétiques à l'automne 2007, puis celle des prix alimentaires, pousseraient le glissement annuel des prix à 2,8 % en février 2008<sup>(4)</sup> (cf. graphique 1). Compte tenu de nos hypothèses de stabilité, en prévision, du prix du baril de pétrole et du taux de change, l'inflation énergétique décroîtrait progressivement jusqu'en juin. Elle entraînerait dans son sillage l'inflation totale qui se replierait à 2,4 % à la fin du premier semestre de 2008 (cf. graphique 1). ■

(4) La hausse de 6,0 % des prix du tabac le 6 août 2007 contribue également, pour 0,1 point, à la hausse de l'inflation totale.

### Encadré - L'envolée des prix des produits alimentaires nourrit l'inflation

La récente flambée des cours de nombreuses matières premières alimentaires amène les industriels de l'agro-alimentaire et les commerçants à augmenter leurs prix de vente. En conséquence, depuis le mois de juillet, le consommateur doit payer plus cher les produits alimentaires, et cette hausse devrait se poursuivre début 2008. Entre juillet 2007 et juin 2008, l'envolée des cours des matières premières alimentaires serait responsable d'une élévation de 0,4 point de l'inflation totale, toutes choses égales par ailleurs.

#### Une flambée des cours des matières premières liée à des raisons conjoncturelles et structurelles

Les cours des matières premières alimentaires (la poudre de lait, les céréales, le cacao, les huiles, etc.) augmentent depuis la mi-2006, mais ils se sont réellement envolés depuis le début de 2007, pour des raisons à la fois conjoncturelles et structurelles (cf. tableau 1).

Pour les céréales, les conditions climatiques de ces derniers mois n'ont pas été favorables aux récoltes. La pluie, en France et aux États-Unis, la sécheresse en Russie et en

Ukraine, ont endommagé les récoltes. L'Ukraine, réputée comme le « grenier de l'Europe », a même suspendu ses exportations pour satisfaire en priorité sa demande intérieure. Autre producteur céréalier important, l'Australie souffre d'une sécheresse, qui devient endémique. Enfin, la progression de la demande de biocarburants entraîne une mutation radicale des marchés agricoles, diminuant les surfaces destinées à l'alimentation. L'offre de céréales n'est donc pas arrivée à suivre la progression de la demande.

Concernant la production laitière, plusieurs causes expliquent la carence de l'offre. La sécheresse en Australie et en Nouvelle-Zélande entraîne une diminution de la production dans ces pays. De façon structurelle, en Europe, la filière laitière a souffert d'une désaffection par les éleveurs au profit de la production de viande. Le Brésil et les États-Unis ont utilisé des milliers d'hectares de terre pour produire des biocarburants au détriment de l'élevage de vaches laitières. En regard de cette offre amoindrie, la demande mondiale explose : la Chine, la Russie et les pays émergents se mettent à consommer du lait, mais n'en produisent pas.

Tableau 1  
Quelques exemples de hausses de cours

Matières premières	Hausse (fin octobre 2007)	Raison des hausses des prix
Cacao	+ 15 % depuis le dernier trimestre de 2006	Situation politique en Côte d'Ivoire, perspectives de mauvaises récoltes en Afrique et demande mondiale de plus en plus forte
Poudre de lait	+ 90 % depuis le dernier trimestre de 2006	Hausse de la demande en Chine et en Russie, quotas européens, sécheresse dans les pays producteurs
Maïs	+ 40 % depuis janvier 2006	Sécheresse en Australie et en Ukraine. L'engouement pour les biocarburants détourne de plus en plus de maïs vers la fabrication d'éthanol
Blé	+ 70 % depuis le dernier trimestre de 2006	Conditions climatiques et substitution du maïs par le blé dans l'alimentation animale
Tourteau de soja	+ 150 % depuis le dernier trimestre de 2006	Augmentation de la demande pour le biodiesel et augmentation du niveau de vie des Chinois et des Indiens, devenus très friands de viande bovine nourrie au tourteau
Orge	+ 90 % en deux ans	Sécheresse en Australie, intempéries en Europe et forte hausse de la demande en Asie et Europe Orientale

## Prix à la production en hausse

Beaucoup d'industriels de l'agro-alimentaire ont déjà relevé leurs tarifs, estimant cette flambée des prix des matières premières impossible à compenser par des gains de productivité.

La hausse des matières premières n'a évidemment pas un impact identique sur tous les secteurs d'activités. Les pâtes, constituées essentiellement de blé dur, la boulangerie et la viennoiserie, grosses consommatrices de farine, ainsi que les glaces, pourraient fortement se renchérir. La hausse du prix de la poudre de lait se répercuterait sur le fromage et le lait, et dans une moindre mesure sur les yaourts. Les céréales représentent par ailleurs 30 % du prix de détail des volailles et 65% du coût de production des élevages porcins : les prix à la production de ces viandes augmenteraient aussi sensiblement. Dans les autres secteurs, l'impact est plus diffus : plus les produits sont transformés, moins les matières premières pèsent sur les prix.

Au total, la hausse des prix à la production dans l'industrie agro-alimentaire pourrait atteindre 6,0 % entre juillet 2007 et juin 2008.

## Marges et prix à la consommation

La hausse des prix à la consommation dépendra de la politique de marges des distributeurs. Par conséquent, il est difficile de quantifier précisément cette hausse. Toutefois, un ordre de grandeur peut être fourni, qui s'appuie sur l'analyse économétrique des évolutions passées (cf. tableau 2)<sup>(1)</sup> : entre juillet 2007 et juin 2008, l'impact sur l'inflation totale imputable à l'envolée des cours s'élèverait à 0,4 point en glissement annuel (cf. tableau 3). ■

(1) Pour ce faire, nous modélisons la relation entre les cours des matières premières agricoles, les prix à la production dans l'industrie agro-alimentaire et les prix à la consommation dans l'alimentaire hors frais : à titre illustratif, la réponse du modèle à un choc de 10 points de pourcentage sur le taux de croissance du cours des matières premières agricoles est donnée dans le tableau 2. Ensuite, nous comparons la prévision des prix à la consommation faite à partir du quatrième trimestre de 2007 avec celle faite en maintenant constants les cours des matières premières agricoles à leur niveau du quatrième trimestre de 2006 (c'est-à-dire avant l'envolée des cours des matières premières agricoles).

Tableau 2

### Impact d'une hausse de 10 points de pourcentage du taux de croissance du cours des matières premières agricoles

Trimestre	Cours des matières premières agricoles	Prix à la production dans l'agro-alimentaire	Prix à la consommation dans l'alimentation hors frais	Prix à la consommation
0	10	1,4	0,3	0,04
1	0	1,1	0,5	0,1
2	0	0,8	0,7	0,1
3	0	0,6	0,6	0,1
Total	10,0	3,9	2,2	0,3

Source : Insee, calculs Insee

Tableau 3

### Effet estimé et prévu de la hausse récente des cours des matières premières agricoles sur les prix à la consommation

Postes de l'IPC		2007		2008		
		Effet estimé	Effet prévu	Effet prévu		
	Poids dans l'IPC	T3	T4	T1	T2	Total
Alimentation hors produits frais	14,4	0,2	0,9	0,9	0,8	2,8
Alimentation	16,6	0,1	0,8	0,7	0,7	2,4
Total	100	0,02	0,14	0,12	0,12	0,4

Note de lecture : au 1<sup>er</sup> trimestre de 2008, notre modèle prévoit que le taux de croissance trimestriel des prix de l'alimentation hors produits frais se situe 0,9 point de pourcentage au-dessus de ce qu'aurait prévu le modèle sans l'envolée des prix des matières premières.

Source : Insee, prévisions Insee

# Emploi

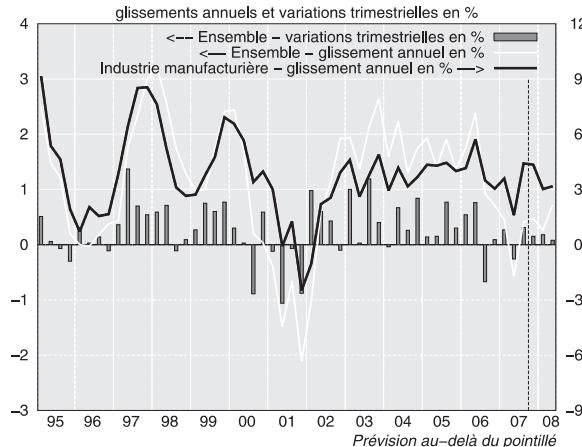
En 2007, 348 000 emplois seraient créés dans l'ensemble de l'économie française, après 282 000 en 2006. Cette progression tient en grande partie aux secteurs marchands, où l'emploi aurait vivement accéléré dans les services aux entreprises, les services aux particuliers et la construction. L'industrie continuerait de perdre des emplois, mais à un rythme moindre qu'en 2006. Les secteurs non marchands auraient également contribué à la forte hausse de l'emploi en 2007, même si le nombre de contrats aidés a diminué.

Au premier semestre de 2008, l'emploi resterait dynamique, avec 122 000 créations de postes dont 103 000 dans les secteurs marchands, soit autant qu'au second semestre de 2007, lui-même en retrait par rapport à un premier semestre exceptionnellement fort (+174 000).

## Après un excellent premier semestre, une croissance solide de l'emploi salarié marchand

En 2007, l'emploi salarié des secteurs principalement marchands hors agriculture accélérerait (+286 000). Il a été notamment très dynamique au premier semestre (+174 000). Ce dynamisme est la conséquence de la meilleure tenue de l'activité depuis fin 2005 mais traduit également un ralentissement des gains de productivité apparente du travail. Ceux-ci avaient déjà fléchi en 2006,

### 1- Productivité apparente dans les secteurs marchands non agricoles et dans les industries manufacturières



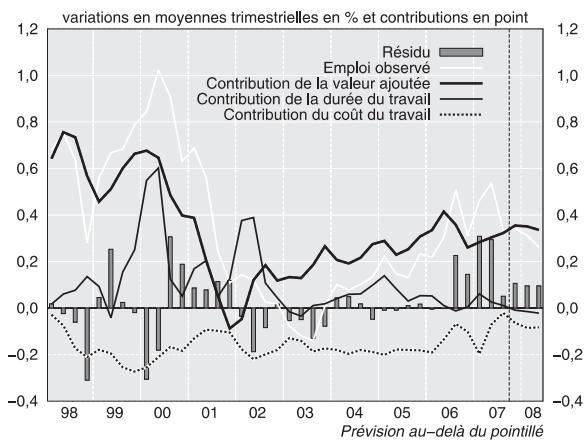
passant de +1,4 % en rythme annuel au quatrième trimestre de 2005 à +0,7 % au quatrième trimestre de 2006. Ils auraient encore légèrement diminué en 2007 à +0,6 %, sensiblement en deçà de la tendance mesurée sur la période récente (cf. graphique 1). Cette inflexion des gains de productivité découle en partie de l'accélération des créations d'emploi dans le tertiaire (services à la personne notamment), secteur où la productivité est plus faible que dans l'industrie.

Au premier semestre de 2008, l'emploi salarié marchand resterait dynamique (+103 000 postes sur ce semestre, cf. graphique 2). Il serait soutenu par le maintien de la croissance de l'activité, au cours des trimestres passés et en prévision, sur un rythme de l'ordre de 0,5 %. L'effet de la loi en faveur du travail, de l'emploi, et du pouvoir d'achat (Tepa) serait neutre sur l'emploi : la durée du travail augmenterait légèrement, à court terme au détriment de nouvelles embauches ; mais le coût du travail ralentirait également, ce qui aurait un impact positif sur l'emploi.

## La chute de l'emploi industriel faiblit légèrement

Grâce à la bonne orientation de l'activité (cf. fiche « Production »), l'industrie perdrat moins d'emplois en 2007 que les années précédentes (-44 000, contre -59 000 en 2006 et -88 000 en 2005, cf. graphique 3). Les pertes d'emploi dans

### 2- Contributions dynamiques à la variation de l'emploi marchand non agricole



ce secteur conserveraient le rythme atteint suite à la baisse du premier semestre. L'opinion des chefs d'entreprise sur l'évolution prévue de leurs effectifs s'est stabilisée à l'hiver 2006-2007 et repart à la hausse dans la période récente (cf. graphique 4). Après une légère rechute au troisième trimestre, les pertes d'emploi dans l'industrie reviendraient donc sur les rythmes du début de 2007, de l'ordre de 10 000 par trimestre.

### L'emploi dans la construction continuerait de progresser

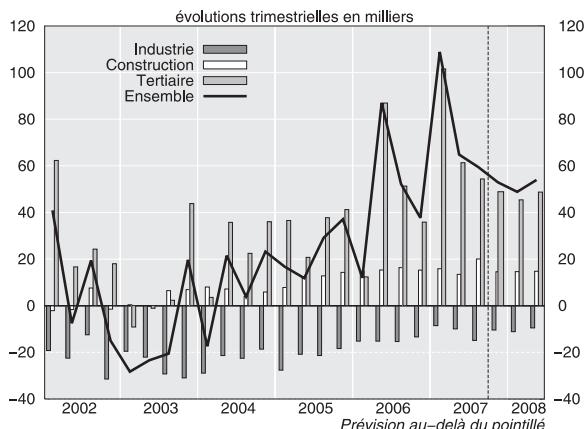
La construction devrait avoir créé environ 64 000 emplois en 2007 (après 62 000 en 2006). L'opinion des chefs d'entreprises sur les effectifs prévus s'est stabilisée selon les enquêtes de conjoncture à un très haut niveau après une phase d'amélioration (cf. graphique 4). D'ici la fin de l'année, la progression de l'emploi dans la construction serait donc d'environ +1,0 % par trimestre, soit 15 000 emplois. Près de 30 000 emplois seraient encore créés durant le premier semestre de 2008, en dépit des difficultés de recrutement que mettent en évidence les enquêtes de conjoncture<sup>(1)</sup>.

### Les services marchands tirent fortement l'emploi à la hausse

Le secteur tertiaire marchand créerait 266 000 emplois en 2007, en raison notamment du fort dynamisme de l'emploi dans l'ensemble des services marchands. Après une progression particulièrement forte au premier trimestre, surtout imputable à l'intérim, l'emploi dans les services marchands est revenu sur son rythme de 2006. Ce rythme se maintiendrait au cours des prochains trimestres, comme le suggèrent les chefs d'entreprise interrogés dans l'enquête sur la conjoncture dans les ser-

(1) Cf. *Informations Rapides* n° 305 du 26 octobre 2007 « Enquête mensuelle de conjoncture dans le bâtiment - Octobre 2007 »

### 3- Créations d'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles



Source : Insee

vices (cf. graphique 4). Au premier semestre de 2008, environ 75 000 emplois y seraient créés. Les créations auraient lieu dans les services aux entreprises comme dans ceux aux particuliers. Dans le même temps, l'emploi dans le commerce continuerait de progresser sur sa tendance de long terme (de +0,1 % à +0,2 % par trimestre, cf. tableau 1). Dans l'ensemble, l'emploi dans le secteur tertiaire marchand croîtrait de 0,4 % sur les trois prochains trimestres, soit 94 000 postes supplémentaires au premier semestre de 2008 (cf. graphique 3).

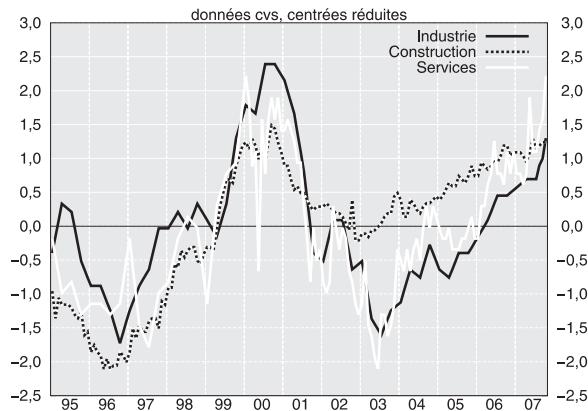
### Moindre dynamisme de l'emploi dans les secteurs non marchands

En 2006, l'ensemble des secteurs non marchands avait créé 81 000 postes, soit une augmentation de 1,2 %. En 2007, ces secteurs créeraient toujours de l'emploi, mais moins qu'en 2006 : +55 000, soit +0,8 %. En effet, le second semestre aurait été moins dynamique que le premier, du fait de la baisse du nombre de bénéficiaires de contrats aidés. Au premier semestre de 2008, cette baisse se poursuivrait. Ainsi, 15 000 emplois seraient créés sur cette période dans l'ensemble des secteurs non marchands, soit une légère augmentation de 0,2 %.

L'emploi privé des secteurs non marchands resterait orienté à la hausse après une année 2006 dynamique (+40 000 emplois) : 37 000 emplois seraient créés sur l'ensemble de l'année 2007, et 23 000 au premier semestre de 2008.

Dans le secteur public, l'emploi non marchand était resté dynamique en 2006, notamment dans les collectivités territoriales. Il le serait moins en 2007, et diminuerait au premier semestre de 2008, en particulier à cause du recul du nombre de contrats aidés et, dans une moindre mesure, des diminutions d'effectifs dans la fonction publique d'État.

### 4- Soldes d'opinion des chefs d'entreprises sur l'évolution prévue des effectifs salariés



Source : Insee

En 2006, l'emploi aidé (public et privé) avait contribué positivement à la création d'emplois (+20 000), contrairement aux années précédentes (cf. tableau 2). Les contrats du plan de cohésion sociale créés mi-2005 (contrats d'accompagnement dans l'emploi -CAE- et contrats d'avenir) étaient encore en phase de montée en charge et les entrées dépassaient donc les sorties. La contribution nette des emplois aidés redeviendrait néga-

tive en 2007 (-32 000 emplois), ainsi qu'au premier semestre de 2008 (-33 000 emplois) : même si le contrat d'avenir a encore un effet très légèrement positif, il n'arrive plus à compenser les nombreuses sorties des autres contrats, en particulier celles du CAE. ■

Tableau 1  
Evolution de l'emploi

	Glissements trimestriels taux d'évolution en % - CVS												Glissements annuels taux d'évolution en % - CVS			Niveaux de fin d'année en milliers - CVS		
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2005	2006	2007		
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.								
<b>Salariés des secteurs concurrentiels (1)+(2)</b>	0,1	0,6	0,3	0,3	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	1,3	1,8	17536	17765	18088		
<b>Salariés des secteurs principalement marchands * (1)</b>	0,1	0,6	0,3	0,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	1,2	1,8	15541	15729	16016		
Industrie :	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-2,3	-1,6	-1,2	3 780	3 721	3 677		
dont :																		
Industries agro-alimentaires	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,9	-1,2	-0,5	567	560	557		
Énergie	0,2	-0,4	-0,5	-0,2	0,5	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-1,8	-0,9	-0,4	233	231	230		
Industrie manufacturière	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-2,6	-1,7	-1,4	2 980	2 930	2 890		
Construction	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	0,9	1,4	1,0	1,0	1,0	3,6	4,6	4,5	1 351	1 412	1 476		
Tertiaire essentiellement marchand	0,1	0,8	0,5	0,3	1,0	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,8	2,5	10 410	10 596	10 863		
dont :																		
Commerce	0,1	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	0,6	0,9	3 031	3 049	3 078		
Transports	0,1	0,1	0,3	0,2	0,4	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,7	2,1	1 066	1 074	1 096		
Services marchands (y compris intérim)	0,1	1,4	0,7	0,4	1,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	2,2	2,7	3,6	5 590	5 743	5 949		
Activités financières	-0,1	0,2	0,3	0,7	0,7	0,4	0,0	0,3	0,1	0,1	0,4	1,2	1,3	722	731	740		
<b>Salariés des établissements privés des secteurs principalement non marchands (2)</b>	0,3	0,5	0,5	0,8	0,7	0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	1,5	2,0	1,8	1995	2036	2073		
	Glissements semestriels prévus taux d'évolution en % - CVS												Glissements annuels taux d'évolution en % - brut			Niveaux de fin d'année en milliers - brut		
	2006				2007				2008		2005	2006	2007	2005	2006	2007		
	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S1								
<b>Tertiaire principalement non marchand (y compris établissements privés)</b>	--	--	0,6		0,2		0,2		0,9	1,2	0,8	6 874	6 955	7 009				
<b>EMPLOI TOTAL</b>	--	--	0,9		0,5		0,5		0,7	1,1	1,4	24 890	25 172	25 520				

Prévision

\* Secteurs EB-EP

Note de lecture : L'emploi dans les secteurs principalement marchands augmenterait de 1,8 % en 2007, pour atteindre un niveau de 16 016 000 au 31 décembre 2007. Il progresserait de 0,6 % sur le premier semestre de 2008, soit 103 000 créations d'emplois.

Source : Insee

Tableau 2 :

**Variation du nombre de bénéficiaires de contrats aidés  
dans le secteur non marchand public et privé**

en milliers, estimations

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>S2 2007</b>	<b>S1 2008</b>
Contrats emploi solidarité	-5	-19	-15	-89	-21	-		-
Contrats emploi consolidé	-1	-18	-25	-35	-36	-16	-6	-1
Contrats d'accompagnement dans l'emploi	-	-	-	121	45	-4	-27	-32
Contrats d'avenir	-	-	-	15	60	5	-6	4
Contrats emploi-jeune	-3	-65	-55	-32	-28	-23	-12	-4
Contrats d'insertion dans la vie sociale	-	-	1	-1	-	-	-	-
Revenu minimum d'activité non marchand	-	-	1	-1	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>-10</b>	<b>-102</b>	<b>-92</b>	<b>-22</b>	<b>20</b>	<b>-38</b>	<b>-51</b>	<b>-34</b>

Source : Dares, calculs Insee

# Chômage

Le taux de chômage au sens du BIT diminue depuis début 2006, après avoir stagné en 2004 puis augmenté en 2005. Au troisième trimestre de 2007, il s'établissait à 7,9 % de la population active en France métropolitaine, soit environ 2,2 millions de personnes.

Sous l'effet de créations d'emploi toujours importantes et du ralentissement de la population active, le taux de chômage devrait continuer de diminuer, à 7,8 % de la population active au quatrième trimestre de 2007, et à 7,7 % au deuxième trimestre de 2008.

## Une nouvelle interprétation du chômage au sens du Bureau international du travail

En moyenne au troisième trimestre de 2007, 7,9 % des actifs résidant en France métropolitaine étaient au chômage selon les critères du Bureau international du travail (BIT). Cette estimation, issue de l'enquête Emploi (cf. graphique), s'appuie sur la nouvelle définition du taux de chômage au sens du BIT publiée par l'Insee. En particulier, le simple renouvellement de l'inscription à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) n'est plus considéré comme une démarche active de recherche d'emploi ; il doit s'accompagner d'un contact avec un conseiller du service public de l'emploi au cours du mois précédent l'enquête<sup>(1)</sup>. Certains changements méthodologiques ont également été effec-

tués, la principale innovation étant la réalisation d'une enquête sur la « non-réponse ». Cette dernière est effectuée auprès des personnes dont la réponse n'a pas été recueillie initialement dans l'enquête Emploi (par exemple, parce qu'elles étaient impossibles à joindre au moment de la collecte de l'enquête). L'Insee a également perfectionné ses méthodes de pondérations à partir de données démographiques, en particulier au niveau de chacune des régions.

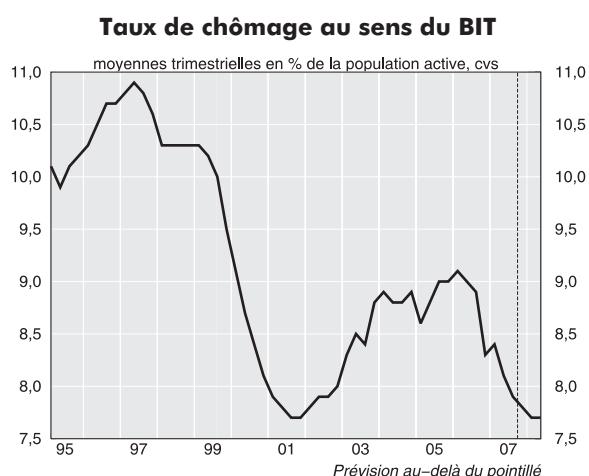
## Le chômage baisse depuis début 2006...

Après une relative stabilité en 2004, le taux de chômage au sens du BIT avait légèrement augmenté en 2005 : de 8,9 % au quatrième trimestre de 2004 pour la France métropolitaine, il était passé à 9,1 % au premier trimestre de 2006. À partir de ce point haut, le taux de chômage a baissé continûment jusqu'au troisième trimestre de 2007 : -168 000 chômeurs en 2006, et -104 000 sur les trois premiers trimestres de 2007 (cf. tableau). Cette baisse globale a notamment été permise par l'ampleur des créations d'emploi : notamment très fortes au premier semestre de 2007 (cf. fiche « Emploi »).

Ainsi, au troisième trimestre de 2007, le taux de chômage au sens du BIT s'établissait à 7,9 %, soit environ 2 200 000 chômeurs.

## ... et continuerait de baisser fin 2007 et début 2008

La population active augmenterait toujours en 2007 et en 2008, bien que de façon moins soutenue qu'auparavant, du fait d'un amoindrissement à la fois de la contribution de la démographie et de la hausse tendancielle du taux d'activité (cf. encadré « Prévoir la population active pour prévoir le chômage »). Parallèlement, l'emploi continuerait d'être dynamique : en prévision, principalement dans le secteur marchand. Ces créations seraient néanmoins un peu moins nombreuses que



Champ : France métropolitaine, population des ménages  
Source : Insee, enquête emploi

(1) Cf. Insee Première n°1164, « Résultats de l'enquête Emploi : le chômage baisse depuis début 2006 »

## Évolution du chômage

en milliers, glissement de milieu de période

	2003	2004	2005	2006	2007	2006				2007				2008	
						1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.
Population active observée (1)	176	147	210	116	218	72	46	77	-79	122	44	16	36	36	43
Emploi (2)	-42	94	173	283	350	47	73	94	70	103	111	72	63	60	61
Chômage (1) - (2)	218	53	37	-168	-132	25	-27	-17	-149	18	-66	-56	-27	-24	-17
Taux de chômage	8,5	8,9	8,9	8,8	8,1	9,1	9,0	8,9	8,3	8,4	8,1	7,9	7,8	7,7	7,7

Prévisions

### Notes de lecture :

- Les évolutions d'emploi dans ce tableau diffèrent de la fiche "Emploi" de cette note de conjoncture, car elles sont calculées en moyenne trimestrielle, alors qu'elles sont données en fin de trimestre dans la fiche "Emploi".
- La prévision est effectuée ici sur le champ de la France métropolitaine. L'écart avec le taux de chômage dans l'ensemble métropole et Dom est globalement constant, ce dernier étant de 0,4 point de pourcentage plus élevé que le taux sur la France métropolitaine.
- Emploi et chômage ne sont pas ici estimés sur des champs strictement équivalents : population totale pour l'emploi, population des ménages (hors collectivités) pour le chômage. L'impact de cette différence de champ étant très faible, elle est négligée ici pour l'exercice de prévision du chômage.

Champ : France métropolitaine

Source : Insee, enquête Emploi

celles, exceptionnelles, du premier semestre de 2007, qui étaient dues principalement à une très forte hausse de l'intérim.

En conséquence, la baisse du chômage se prolongerait sur la fin de l'année 2007, ainsi que sur le début de l'année 2008, mais sur un rythme un peu

plus faible qu'un an auparavant : 20 000 personnes en moyenne sortiraient du chômage chaque trimestre en France métropolitaine. Le taux de chômage s'élèverait à 7,8 % au quatrième trimestre de l'année 2007, puis à 7,7 % au deuxième trimestre de 2008. ■

## Encadré - Prévoir la population active pour prévoir le chômage

La population active se définit comme la somme des personnes en emploi<sup>(1)</sup> et des chômeurs. Pour prévoir l'évolution du chômage, on effectue donc une prévision de population active et une prévision d'emploi, et on en déduit l'évolution prévue du chômage comme la différence entre l'évolution de ces deux grandeurs. Cet encadré revient sur la prévision de population active, la prévision d'emploi étant détaillée dans la fiche « Emploi ».

La population active observée peut se modéliser comme la somme de quatre composantes (cf. tableau). En prévision, l'évolution de la population active est estimée comme la somme des prévisions de chacune de ces composantes :

### Une contribution de la population et des taux d'activité tendanciels

Cette première contribution traduit les grandes tendances sous-jacentes à l'évolution de la population active : dynamique démographique et évolution tendancielle des comportements d'activité.

La prévision de cette contribution est indépendante de l'exercice conjoncturel, car ces facteurs sous-jacents ont des évolutions de long terme, peu sensibles aux fluctuations de court terme. En pratique, la prévision de la Note de conjoncture est issue des projections de population active publiées par l'Insee<sup>(2)</sup>, auxquelles on applique quelques ajustements. D'une part, la méthodologie est adaptée pour obtenir des profils trimestriels, plutôt que des évolutions de moyennes annuelles. D'autre part, le scénario retenu n'est pas le scénario central des projections de population active, mais l'un des scénarios alternatifs, dans lequel l'impact attendu des réformes des retraites de 1993 et 2003 est divisé par deux chez les

60-64 ans par rapport à ce qui est retenu dans le scénario central. Le rythme de montée en charge de ces réformes paraît en effet avoir été plus lent que prévu dans le scénario central : les seniors n'adapteraient que très progressivement leurs comportements d'activité aux nouvelles législations.

### Des effets de flexion

Les effets de flexion traduisent le fait que, lorsque la conjoncture s'améliore, un nombre plus important de personnes se portent sur le marché du travail et deviennent actives. Sur le passé, le taux d'activité observé augmente en effet plus vite que le taux d'activité tendanciel lorsque l'emploi augmente. Le contraire se produit en cas de diminution de l'emploi. Dans la période récente, les effets de flexion sont positifs, et de plus en plus forts en 2005, 2006 et sur les trois premiers trimestres de 2007, du fait de l'accélération des créations d'emploi.

Les effets de flexion étant dépendants de l'état du marché du travail, leur prévision se fait à partir des prévisions d'emploi.

(1) Dans la « population active observée », la composante « emploi » provient des estimations d'emploi, et non de l'emploi au sens du BIT issu de l'enquête Emploi. Ces « estimations d'emploi » désignent le dispositif de synthèse de sources sur l'emploi (recensement de la population jusqu'à 1999, sources administratives : Urssaf, Unédic, ..., enquête Acemo) permettant de calculer les niveaux trimestriels d'emploi dans les secteurs concurrentiels et les niveaux d'emploi total au 31 décembre de chaque année. Elle se distingue en cela de la population active au sens du BIT, publiée sous forme de taux d'activité dans l'Information Rapide « Résultats trimestriels de l'enquête Emploi ».

(2) Cf. Insee résultats n°63soc, « Projections de population active pour la France métropolitaine 2006-2050 ».

## Des effets des politiques publiques de l'emploi

Les effets des politiques publiques de l'emploi sont estimés à partir de données connues sur les dispositifs correspondants, telles que le nombre de stages de formation. Ces informations permettent d'expliquer certaines fluctuations à court terme du nombre d'actifs.

La prévision de cette composante s'appuie sur le montant des enveloppes budgétaires allouées à ces dispositifs publics.

## Les autres fluctuations de court terme

Sur le passé, ces autres fluctuations de court terme sont calculées comme l'écart entre la population active « observée » et la somme des trois composantes « explicables » détaillées ci-dessus. Elles peuvent donc être qualifiées de « résidu ». Cette composante traduit deux effets. D'une part, il est im-

possible de mesurer précisément les comportements de flexion, ces flexions comportant par nature une part d'imprévisible. D'autre part, les fluctuations de court terme incluent les erreurs de mesure éventuelles liées au fait que le chômage et l'emploi sont des grandeurs estimées, et donc soumises à une incertitude statistique. La composante « résidu » est donc rarement égale à zéro, mais elle est de moyenne nulle sur le long terme.

En prévision, ce résidu pourra ainsi ne pas toujours être projeté à zéro lorsqu'un écart important apparaîtra entre le dernier taux de chômage mesuré et ses déterminants. Ce n'est pas le cas ici. ■

## Évolution de la population active

en milliers, glissement de milieu de période

	2006				2007				2008	
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.
<b>Population active observée</b>	72	46	77	-79	122	44	16	36	36	43
Dont										
Contributions de la population et du taux d'activité tendanciel	36	32	29	26	23	20	18	16	14	12
Effets de flexion estimés	19	30	38	28	42	45	30	26	24	25
Effets estimés de politiques publiques	0	0	0	-1	2	3	1	-6	-2	6
Autres fluctuations de court-terme (résidu)	17	-17	10	-132	55	-24	-32	0	0	0

Champ : France métropolitaine

Source : Insee, enquête Emploi

# Salaires

En 2007, le salaire moyen par tête (SMPT) du secteur marchand non agricole aurait augmenté presque autant qu'en 2006 (+3,2 % après +3,3 % dans les comptes trimestriels). Cette stabilité du taux de croissance du SMPT masquerait les effets opposés d'une revalorisation du SMIC plus modérée qu'en 2006 et d'une hausse exceptionnelle des rémunérations dans les activités financières. Début 2008, la croissance du SMPT ne bénéficierait plus d'une telle hausse dans le secteur financier, et s'établirait à 0,8 % par trimestre.

En termes réels, la croissance du SMPT devrait être quasi stable (+1,7 % en 2007, après +1,6 % en 2006) mais la hausse de l'inflation la modérait à la fin de 2007 et au début de 2008.

Dans les administrations publiques, le SMPT augmenterait de 1,7 % en 2007 après 1,3 % en 2006. En termes réels, il progresserait de 0,2 % après avoir reculé en 2006 (-0,3 %).

## Maintien de la croissance du salaire par tête en 2007 grâce au secteur financier...

Sur l'année 2007, la hausse du salaire de base devrait être comparable à l'année dernière (+2,7 %, contre +2,8 % en 2006, cf. tableau). L'effet positif de l'amélioration du marché du travail serait ainsi contrebalancé par une revalorisation du SMIC plus faible en 2007 qu'en 2006. L'augmentation du salaire de base devrait être plus marquée pour les ouvriers et les employés que pour les professions intermédiaires et les cadres ; elle serait par ailleurs plus importante dans la construction que dans l'industrie et le tertiaire.

Le salaire moyen par tête (SMPT) intègre au-delà des évolutions du salaire de base les primes et aussi les modifications dans la structure des emplois. Sa hausse serait plus sensible, grâce à un début d'année très dynamique. Sur le seul premier trimestre de 2007, le SMPT a en effet augmenté de 1,7 % du fait d'une forte augmentation dans le secteur financier : le SMPT y a crû de plus de 10 % suite au versement de primes de résultat très importantes. Il a subi au trimestre suivant le contrecoup de cette accélération ponctuelle (-0,2 %) et n'a crû que faiblement au troisième trimestre (+0,3 %). Au quatrième trimestre, la croissance du SMPT serait

## Évolution du salaire mensuel de base (SMB) et du salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole et dans les administrations publiques

Données CVS	Taux de croissance trimestriels						évolution en %			
	2007			2008			2006	2007	2008 acquis	
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.				
	Salaire mensuel de base (SMB)	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8	2,8	2,7	2,1
Salaire moyen par tête (SMPT)										
- dans le secteur marchand non agricole (SMNA)	1,7	-0,2	0,3	0,8	0,8	0,7	3,3	3,2	2,1	
- dans les administrations publiques (APU)	-	-	-	-	-	-	1,3	1,7	-	
Indice des prix à la consommation des ménages	0,3	0,5	0,5	0,9	0,7	0,3	1,7	1,5	1,9	
SMB réel	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,5	1,1	1,2	0,2	
SMPT réel (SMNA)	1,4	-0,6	-0,1	-0,1	0,1	0,4	1,6	1,7	0,1	
SMPT réel (APU)	-	-	-	-	-	-	-0,3	0,2	-	

Prévision  
Source : Insee

plus en ligne avec ses déterminants (inflation et taux de chômage), à 0,8 %. Au total, en moyenne sur l'année 2007, l'augmentation du SMPT (+3,2 %) serait proche de celle de 2006 (+3,3 %).

La hausse du salaire de base et du SMPT en termes réels serait également quasi stable (+1,7 % en 2007 après +1,6 % en 2006 pour le SMPT).

### ... mais ralentissement attendu début 2008

Au premier semestre de 2008, la baisse du chômage devrait s'infléchir, ce qui serait moins favorable à l'évolution des salaires. Néanmoins, le pic d'inflation attendu au début de 2008, lié à la flambée des prix énergétiques et alimentaires, pourrait tirer les salaires nominaux à la hausse. Au total, le salaire de base resterait sur sa tendance récente.

En revanche, le SMPT devrait ralentir. Dans un contexte nettement moins favorable au secteur bancaire, les institutions financières distribuerait en effet des primes moins substantielles que l'année passée. Le passage du taux de majoration des heures supplémentaires de 10 % à 25 % prévu par la loi pour le travail, l'emploi et le pouvoir d'achat (Tepa) pousserait à la hausse le SMPT mais ne suffirait pas à maintenir sa croissance sur les rythmes observés en 2006 et en 2007 (cf. graphique).

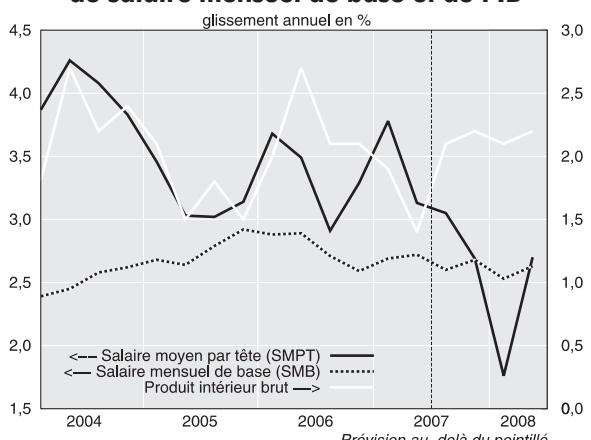
L'acquis de croissance pour 2008 du SMPT à la fin du premier semestre serait ainsi de +2,1 %, contre +2,8 % l'an passé à la même période. Par ailleurs, l'inflation augmentant sensiblement début 2008, le salaire de base et le SMPT devraient ralentir fortement en euros constants.

## En 2007, augmentation du salaire moyen par tête dans les administrations publiques

Dans la fonction publique d'État, le point d'indice a augmenté de 0,8 % au 1<sup>er</sup> février 2007 et l'indice minimum garanti a été rehaussé de trois points au 1<sup>er</sup> juillet. Compte tenu des revalorisations indiciaires de 2006, l'indice des traitements mensuels bruts de base devrait avoir crû de 1,3 % en moyenne sur l'année 2007. En outre, en fin d'année, le gouvernement a donné la possibilité aux agents détenteurs d'un compte épargne temps de transformer entre un et quatre jours en rémunération. Au total, le SMPT des administrations publiques accélérerait en 2007 (+1,7 % après +1,3 % en 2006).

En termes réels, compte tenu du recul de l'inflation en moyenne annuelle sur 2007, la croissance du SMPT des administrations publiques serait légèrement positive à +0,2 % en 2007 après la baisse de 2006. ■

### Évolution du salaire moyen par tête\*, du salaire mensuel de base et du PIB



\* Champ : secteur marchand non agricole

Sources : Dares, Insee

## Les divers indicateurs de salaires utilisés dans la note conjoncture

### Le SMB

L'évolution du salaire mensuel de base (SMB) reflète la variation moyenne des salaires, à structure de qualification constante. Cet indice est estimé à partir de l'enquête trimestrielle Acemo de la Dares (enquête sur l'activité et les conditions d'emploi de la main-d'œuvre). Cette enquête concerne chaque trimestre 20 000 à 30 000 entités répondantes (établissements ou entreprises) de 10 salariés ou plus du secteur concurrentiel non agricole. Le SMB est relevé pour 16 catégories professionnelles. Chaque entité répondante déclare le salaire de base d'un poste de travail considéré comme représentatif d'une catégorie professionnelle. Ce poste de travail est suivi au fil des enquêtes.

En tant que salaire « de base », le SMB exclut les primes ou les gratifications de toute nature, ainsi que la rémunération des heures supplémentaires.

### Le SMPT

L'évolution du salaire moyen par tête (SMPT), tel qu'il est calculé par les comptes nationaux, reflète celle des salaires versés par l'ensemble des entreprises. Cet indicateur résulte de la comparaison des évolutions de la masse salariale totale et du nombre de salariés, qui sont toutes deux mesurées *in fine* à partir de sources exhaustives (données fiscales auprès des entreprises). Par rapport au SMB, il prend notamment en compte les très petites entreprises, et intègre tous les effets de structure (évolution des qualifications, du poids du temps partiel), conjoncturels (niveau des heures supplémentaires) ou encore saisonniers (primes de fin d'année).

Le SMPT est donc davantage un concept de revenu qu'un concept de rémunération du travail comme c'est le cas pour le SMB. ■

# Revenus des ménages

En 2007, le pouvoir d'achat du revenu des ménages aurait accéléré : +3,3 % après +2,4 % en 2006<sup>(1)</sup>. Cette accélération tient à une croissance soutenue du revenu disponible brut (RDB) des ménages (+4,8 % après +4,3 % en 2006) et à la diminution de l'inflation annuelle (+1,5 %, après +1,9 %). La croissance du RDB aurait résulté d'une progression toujours soutenue des revenus d'activité (+4,3 % après +4,1 %), d'un plus grand dynamisme des prestations sociales et d'un très net ralentissement des impôts versés par les ménages.

Sur le premier semestre de 2008, le pouvoir d'achat du revenu des ménages serait moins vigoureux, augmentant de 0,6 %. Il serait affecté par la hausse de l'inflation (+1,2 % en rythme semestriel) et le ralentissement des revenus des ménages (+1,8 % après +2,9 % au second semestre de 2007) largement imputable aux impôts versés par les ménages : ceux-ci reviendraient sur un rythme de croissance plus en phase avec l'évolution des revenus passés, après les changements de barème pour l'impôt payé en 2007. En revanche, la croissance des revenus d'activité et celle des prestations sociales seraient stables.

## Des revenus d'activité toujours dynamiques début 2008

En 2007, les revenus d'activité seraient restés dynamiques (+4,3 % après +4,1 % en 2006, cf. tableau 1). D'une part, la masse salariale reçue par les ménages aurait légèrement accéléré (+4,2 %, après +3,8 % en 2006), notamment sur le champ principalement marchand non agricole (cf. graphique 1 et tableau 2) : sa croissance est soutenue par la poursuite de la progression de l'emploi sala-

(1) Sur la période 2000-2005, la croissance moyenne du nombre d'unités de consommation par an est environ de 0,8 %. Ce concept tient compte du fait que certains types de consommation sont partagés au sein d'un ménage (appareils ménagers par exemple) : c'est donc celui qu'il convient de retenir pour construire une estimation de l'évolution moyenne du niveau de vie de chacun. Pour information, la croissance moyenne sur la même période du nombre d'habitants est de 0,6 % par an et la croissance moyenne du nombre de ménages est de 1,3 % par an. La croissance du pouvoir d'achat serait donc en 2007 de l'ordre de 2,5 % par unité de consommation (2,7 % par habitant et 2,0 % par ménage). Le champ de cette note porte sur les évolutions des revenus de l'ensemble des ménages, concept pertinent pour l'analyse macroéconomique.

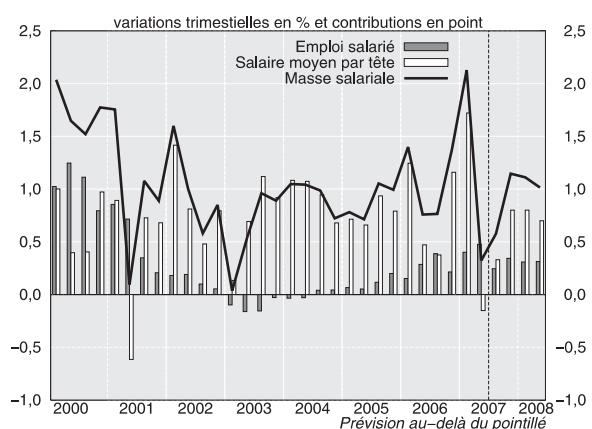
rié et par la vigueur du salaire moyen par tête (cf. fiches « Emploi » et « Salaires »). D'autre part, l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels<sup>(2)</sup> ralentirait, sa croissance restant toutefois élevée (+4,7 % après +5,6 %).

Les revenus d'activité conserveraient ce dynamisme au premier semestre de 2008 (+1,9 % en glissement semestriel, en ligne avec l'évolution de la masse salariale fin 2007).

## Après une croissance soutenue début 2007, les prestations sociales ralentiraient légèrement

Les prestations sociales en espèces auraient augmenté de 4,1 % en 2007 (après +3,6 % en 2006, cf. tableau 3). La croissance des prestations vieillesse est particulièrement soutenue, avec l'arrivée à l'âge de la retraite des générations du baby-boom. Les prestations maladie sont dynamiques, tandis que les prestations familiales auraient progressé plus modérément en 2007. En revanche, la poursuite de l'amélioration du marché

### 1 - Décomposition de la masse salariale des ménages sur le champ concurrentiel non agricole



Source : Insee

(2) 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, mais contient également le profit réalisé en tant qu'entrepreneur.

du travail aurait conduit à un nouvel infléchissement des allocations chômage, et les prestations d'assistance sociale auraient sensiblement ralenti, suite au changement de statut d'allocataires du revenu minimal d'insertion dans le cadre du Plan de cohésion sociale.

Au premier semestre de 2008, les prestations sociales progresseraient au même rythme qu'à la fin de 2007 (+1,8 % en glissement semestriel) : la baisse graduelle des prestations chômage se prolongerait, mais les autres prestations devraient légèrement accélérer. À la mi-2008, l'acquis de croissance des prestations sociales serait de +3,0 %.

### Progression plus forte des prélèvements obligatoires début 2008

En 2007, les prélèvements obligatoires auraient ralenti (cf. tableau 3). D'une part, les recettes des impôts versés par les ménages n'auraient augmenté que de 1,2 %, contre +6,8 % en 2006<sup>(3)</sup> (cf. fiche « Recettes fiscales des administrations publiques »). Ce ralentissement est principalement imputable

aux impôts sur le revenu (+0,7 % après +6,5 % en 2006), en lien avec la refonte de leur barème. D'autre part, les cotisations versées par les salariés auraient décéléré (+3,8 % en 2007 après +5,2 %), du fait notamment de la mise en place des exonérations sur les heures supplémentaires instaurées au 1<sup>er</sup> octobre 2007. À l'inverse, les cotisations versées par les non-salariés seraient en nette progression (+3,2 % après +2,5 %) et les autres impôts courants<sup>(4)</sup> assez dynamiques.

(3) 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 d'ampleur équivalente sur les dividendes reçus et les impôts payés, 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.

(4) Il s'agit principalement d'impôts locaux (taxe d'habitation, une partie de la taxe foncière sur les propriétés non bâties), d'une partie de la carte grise et de l'impôt de solidarité sur la fortune.

Tableau 1  
Revenu disponible brut des ménages

	Glissements semestriels						évolution en %		
	2006		2007		2008		2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.				
<b>Revenu disponible brut (100 %)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	
dont :									
Revenus d'activité (70 %)	2,2	2,0	2,1	1,9	1,9	3,0	4,1	4,3	
Salaires bruts (60 %)	1,9	1,9	2,1	1,9	1,9	3,3	3,8	4,2	
EBE des entrepreneurs individuels (10 %)	3,6	2,6	2,2	2,2	1,6	1,4	5,6	4,7	
Prestations sociales en espèces (29 %)	2,3	1,7	2,3	1,8	1,8	4,3	3,6	4,1	
EBE des ménages purs (12 %)	4,6	2,9	3,2	2,8	2,5	6,3	8,0	6,2	
Revenus de la propriété (10 %) <sup>(*)</sup>	7,8	-7,6	7,1	1,9	2,2	4,4	1,7	4,2	
Prélèvements sociaux et fiscaux (-23 %) <sup>(*)</sup>	6,1	-0,3	1,9	-1,7	2,8	5,7	3,4	2,2	
Cotisations des salariés (-8 %)	3,4	2,6	1,9	0,0	2,0	4,4	5,2	3,8	
Cotisations des non-salariés (-2 %)	1,2	0,5	4,3	-1,6	3,4	9,5	2,5	3,2	
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-13 %) <sup>(*)</sup>	8,6	-2,0	1,5	-2,7	3,2	5,9	2,4	1,2	
Revenus hors impôts	2,9	1,1	2,6	2,2	1,9	3,7	4,1	4,4	
<b>Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	
<b>Pouvoir d'achat du RDB</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	
Pour information									
Revenus de la propriété (hors retraitement comptable de l'avoir fiscal)	4,3	2,6	1,6	1,9	2,2	4,7	7,5	4,2	
Impôts sur le revenu et le patrimoine (hors retraitement comptable de l'avoir fiscal)	5,9	6,0	-2,4	-2,7	3,2	6,1	6,8	1,2	

Prévision

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

Remarque (\*) : la lecture des chiffres indiqués doit être faite avec prudence. En effet, ils reflètent les conséquences comptables de la suppression de l'avoir fiscal. Cette suppression et son remplacement par un nouveau dispositif ont peu d'effet sur le revenu réel des ménages, mais du fait du traitement par la comptabilité nationale de l'avoir fiscal, ils perturbent fortement les évolutions constatées des contributions aux revenus. Se reporter à la Note de conjoncture de juin 2006, encadré page 82, pour plus de précisions.

Source : Insee

Au premier semestre de 2008, les impôts versés par les ménages accéléreraient sensiblement, en raison notamment du retour des impôts sur le revenu à une croissance plus en phase avec l'évolution du revenu passé, après les changements de barème pour l'impôt payé en 2007. Deux mesures de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat devraient néanmoins modérer l'accélération des impôts sur le revenu des ménages : la défiscalisation des heures supplémentaires et le crédit d'impôt sur les intérêts d'emprunts immobiliers. Leur effet serait cependant limité en 2008, ces dispositifs ne portant pas sur l'ensemble de l'année 2007 ; il serait de plus concentré sur le second semestre de 2008, au moment de la régularisation des acomptes.

### Poursuite du ralentissement des revenus de la propriété

L'EBE des ménages « purs »<sup>(5)</sup> serait resté dynamique en 2007 (+6,2 %), après une croissance particulièrement forte en 2006 (+8,0 %). Par ailleurs, les revenus de la propriété auraient moins progressé que l'année passée (+4,2 % après +7,5 % en 2006), les dividendes reçus par les ménages ralentissant sensiblement après plusieurs années de croissance exceptionnelle.

Au premier semestre de 2008, l'EBE des ménages « purs » continuerait de décélérer, en raison du ralentissement des prix des loyers. Son acquis de croissance ne serait que de +4,3 % à la mi-2008 et celui des revenus de la propriété de +3,4 %.

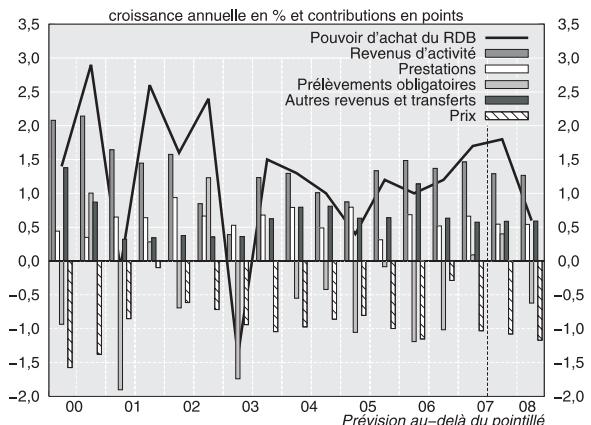
### Ralentissement du pouvoir d'achat

Au second semestre de 2007, le revenu disponible brut (RDB) nominal progresserait de 2,9 %, comme au premier semestre. La nette décélération des impôts contribuerait principalement à cette croissance. La progression des revenus d'activité et des prestations sociales serait en revanche moins soutenue en fin d'année. Dans le même temps, l'inflation

se stabilisera à 1,1 %, comme au premier semestre. Ainsi le pouvoir d'achat du RDB augmenterait au même rythme qu'au premier semestre (+1,7 %, cf. graphique 2). Sur l'ensemble de l'année 2007, le pouvoir d'achat aurait augmenté de 3,3 % en moyenne annuelle.

Au premier semestre de 2008, le revenu des ménages ralentirait, ne progressant plus que de 1,8 %. En outre, l'inflation augmenterait, si bien que le pouvoir d'achat serait freiné, n'augmentant en glissement semestriel que de 0,6 %. ■

### 2 - Pouvoir d'achat du revenu disponible et contributions



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

Remarque : Ces contributions sont calculées hors retraitement comptable de l'avarage fiscal.

Source : Insee

(5) L'EBE des ménages « purs » correspond aux loyers que les particuliers propriétaires de logement perçoivent ou pourraient percevoir s'ils mettaient leur bien en location, corrigés de la taxe foncière.

Tableau 2  
De la masse salariale des entreprises non financières à celle reçue par les ménages

	Glissements semestriels						Moyennes annuelles		
	2006		2007		2008		2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.				
Entreprises non financières (ENF) (66 %)	2,2	2,2	2,5	1,7	2,1	3,4	4,3	4,5	
dont : Salaire moyen par tête	1,7	1,6	1,7	1,1	1,5	3,1	3,4	3,1	
Entreprises financières (5 %)	2,2	2,3	2,5	2,1	2,4	6,5	4,6	7,8	
Administrations publiques (24 %)	1,3	1,0	1,0	1,4	1,5	2,4	2,5	2,2	
Ménages hors entrepreneurs individuels (2 %)	2,3	2,3	1,4	1,4	1,5	5,6	5,4	3,4	
<b>Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	2,2	2,2	2,5	1,7	2,1	3,4	4,2	4,6	

Prévision

N.B. : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2002.  
Source : Insee

Tableau 3  
Les transferts sociaux reçus et versés par les ménages

	Glissements semestriels						évolution en %		
	2006		2007		2008		2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.	2 <sup>nd</sup> S.	1 <sup>er</sup> S.				
<b>Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)</b>	2,3	1,7	2,2	1,8	1,8	4,3	3,6	4,1	
Prestations de Sécurité Sociale (70 %)	2,9	1,6	2,3	1,9	1,8	4,6	4,0	4,1	
Prestations de régimes privés (7 %)	2,6	1,7	2,6	1,7	2,6	3,4	2,6	4,1	
Prestations directes d'employeur (14 %)	-1,3	2,3	1,8	2,0	2,0	4,2	1,3	4,1	
Prestations d'assistance sociale (9 %)	2,9	1,8	1,5	1,3	1,4	2,8	5,2	3,4	
<b>Total des prélèvements sociaux</b>	2,0	2,1	2,1	1,1	2,1	4,2	4,1	3,9	
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100 %)	2,6	2,0	2,2	1,0	2,1	4,4	4,6	3,8	
dont : Cotisations des employeurs <sup>(1)</sup> (64 %)	2,4	1,9	1,7	1,8	2,1	3,9	4,6	3,6	
Cotisations des salariés (29 %)	3,4	2,6	1,9	0,0	2,0	4,4	5,2	3,8	
Cotisations des non-salariés (7 %)	1,2	0,5	4,3	-1,6	3,4	9,5	2,5	3,2	

■ Prévision  
N.B. : 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.  
Source : Insee

# Consommation et investissement des ménages

Au troisième trimestre de 2007, la consommation des ménages a légèrement accéléré, augmentant de 0,8 %, après +0,6 % au trimestre précédent. Elle a été principalement tirée par un rebond des dépenses en produits manufacturés, en transports et en services de santé. Après le creux de l'hiver 2006/2007, la consommation de produits énergétiques a continué de croître à un rythme soutenu. En revanche, la consommation des ménages en services principalement marchands a crû relativement faiblement, et la consommation en produits agricoles et agro-alimentaires a diminué.

L'augmentation du pouvoir d'achat des ménages a gardé un rôle moteur dans la croissance de leur consommation aux deuxièmes et troisièmes trimestres de 2007. Celui-ci devrait décélérer au cours des trois prochains trimestres, entraînant un ralentissement de la consommation. Néanmoins, l'épargne s'ajusterait à la baisse pour lisser son profil.

Après quatre trimestres relativement atones, l'investissement des ménages devrait rebondir au quatrième trimestre de 2007 et ralentirait à peine au premier semestre de 2008.

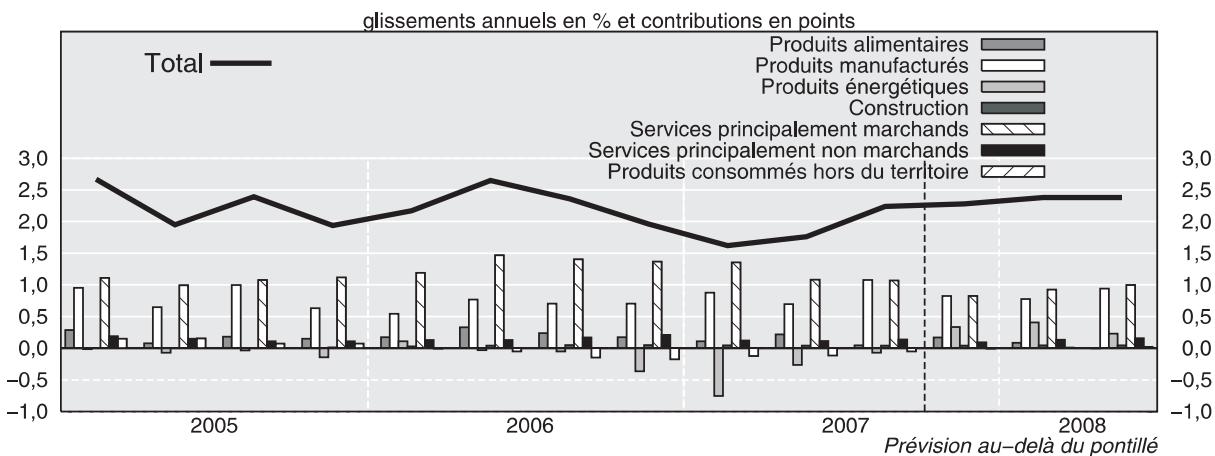
## Une consommation dynamique au troisième trimestre

La consommation des ménages a légèrement accéléré au troisième trimestre de 2007 (+0,8 %, après +0,6 % au deuxième trimestre). Les dépenses des ménages en biens et en services ont toutes deux contribué à cette accélération (cf. tableau).

Le rebond des dépenses en produits manufacturés (+2,1 %, après +0,3 % au deuxième trimestre) est à lui seul responsable de l'accélération des dépenses des ménages en biens (cf. graphique 1). Cette accélération est cependant modérée par le recul des dépenses en produits alimentaires (-0,9 %), tandis que les dépenses en produits énergétiques ralentissent sensiblement. Néanmoins, la consommation énergétique a poursuivi le mouvement de rattrapage initié au deuxième trimestre après le fort recul de l'hiver 2006/2007, conséquence de températures exceptionnellement clémentes.

La consommation des ménages en services marchands a progressé au troisième trimestre au même rythme qu'au deuxième. Elle a été tirée par le rebond des dépenses de transport (+1,7 %, après -0,2 %) tandis que les services aux particuliers restaient atones (-0,1 % après +0,1 %).

### 1 - Contributions des différents postes au glissement annuel de la consommation



Source : Insee

Enfin, les services principalement non marchands ont fortement progressé au troisième trimestre, poussés par le rebond des dépenses des ménages en services de santé après deux trimestres de recul (+2,6 % après -0,1 % et -1,0 %). Les services de santé expliquent à eux seuls l'accélération globale des dépenses des ménages en services sur ce trimestre.

### Une consommation toujours robuste

Au quatrième trimestre, la croissance de la consommation devrait se modérer (+0,4 %). En effet, les premières informations concernant les produits manufacturés pour le quatrième trimestre de 2007 suggèrent une croissance très faible de ce poste de dépenses. Par ailleurs, les mouvements sociaux devraient avoir pesé sur la consommation, de transports notamment (cf. encadré « *Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007* »). En revanche, les données de consommation d'énergie disponibles auprès de RTE (gestionnaire du réseau de transport d'électricité) font état d'une consommation d'électricité soutenue sur une grande partie du quatrième trimestre, bien qu'insuffisante pour maintenir la croissance de la consommation des ménages au rythme des trimestres précédents. Au total sur l'année 2007, la consommation des ménages marquerait un léger ralentissement, avec une croissance de 2,0 % après 2,3 % en 2006.

Au premier semestre de 2008, la croissance de la consommation reviendrait sur un rythme annuel proche de +2,5 %. Certes, le durcissement des conditions de prêt et la modération des gains de pouvoir d'achat, du fait notamment de la hausse de l'inflation des prix alimentaires et énergétiques (cf. fiche « *Revenus des ménages* »), devraient peser sur la consommation. Les dépenses de consommation des ménages en énergie subiraient de plus le contrecoup du dynamisme du second semestre de 2007, reculant de -0,5 % au premier trimestre puis progressant modérément de +0,3 %

au deuxième, tandis que les dépenses d'alimentation stagneraient. Mais la consommation serait soutenue par la baisse du taux d'épargne (cf. *infra*) : elle progresserait de 0,6 % par trimestre au premier semestre de 2008.

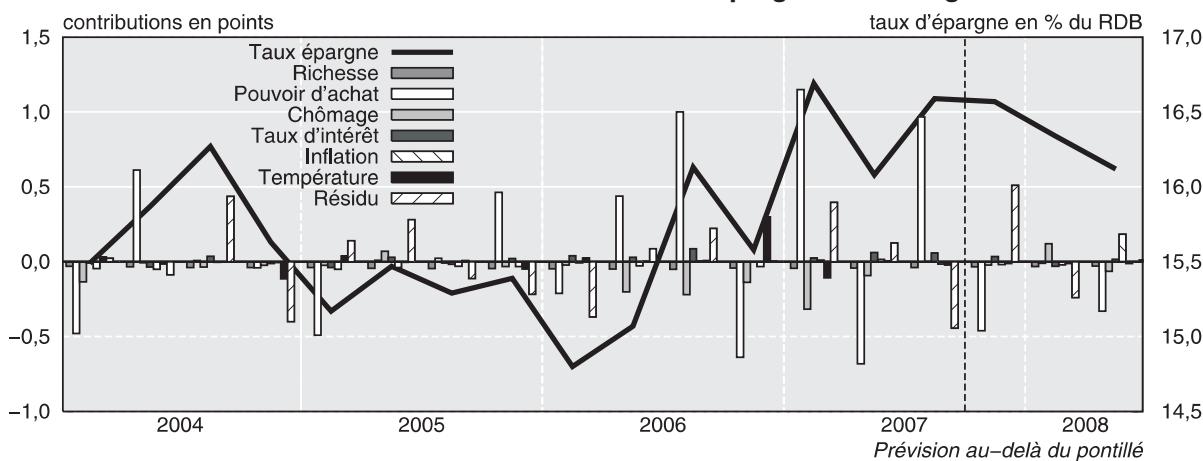
### L'investissement resterait dynamique sur l'horizon de prévision

Après un creux au premier semestre, les mises en chantier ont rebondi à partir du mois de mai. Ce rebond peut être imputé à deux facteurs : d'une part, les ménages ont sans doute différé des projets d'investissement en attendant de connaître avec précision le régime fiscal qui s'appliquerait après l'élection présidentielle ; d'autre part, la mise en place de la déductibilité des intérêts d'emprunt a pu inciter certains ménages à investir. Les mises en chantier plafonnent toutefois depuis deux mois à leur niveau de mai, et les permis de construire ne laissent pas attendre de rebond à court terme. L'investissement des ménages devrait ainsi ralentir à l'horizon de la prévision (+0,7 % au deuxième trimestre de 2008, après +0,8 % au premier).

### Baisse attendue du taux d'épargne en 2008

En tout début d'année 2007, le taux d'épargne des ménages a fortement progressé (cf. graphique 2). Cette hausse s'explique en partie par l'importance des gains de pouvoir d'achat sur le premier trimestre : comme à l'accoutumée, les ménages n'ont pas consommé l'intégralité de ce surplus de revenu par rapport à leur revenu permanent. La hausse du taux d'épargne est même allée au-delà de ce que ce comportement de lissage des fluctuations de leur revenu impliquait. A contrario, le ralentissement du revenu attendu à l'horizon de la prévision devrait inciter les ménages à puiser dans leur épargne pour maintenir leur consommation. Cette baisse serait également soutenue par la pos-

#### 2 - Contributions à l'évolution du taux d'épargne des ménages



sibilité de débloquer, avant la date normale et dans la limite de 10 000 € par salarié, les fonds détenus dans les plans d'épargne salariale<sup>(1)</sup>. Le taux d'épargne des ménages diminuerait ainsi graduellement pour revenir à 16,1 % à la mi-2008. ■

(1) En comptabilité nationale, le déblocage de l'épargne salariale n'a pas d'effet sur le revenu des ménages, car il s'agit de revenus qui, bien que bloqués, ont déjà été affectés aux ménages. La part des fonds débloqués qui passent en consommation (que l'on peut estimer, sur la base des évaluations qui figurent dans la note de conjoncture de mars 2005, p. 101, à environ 1 milliard d'euros soit 0,2 point de consommation au premier semestre de 2008) contribue ainsi à diminuer le taux d'épargne.

### Dépenses de consommation et investissement des ménages

évolution en %

	Variations trimestrielles																Moyennes annuelles		
	2005				2006				2007				2008				2005	2006	2007
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
	0,6	0,0	0,6	0,7	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	2,3	2,0
<b>Dépenses totales de consommation des ménages</b>	0,6	0,0	0,6	0,7	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	2,3	2,0
dont :																			
Alimentation (17 %)	0,7	-0,8	0,5	0,4	0,8	0,0	0,0	0,1	0,5	0,6	-0,9	0,8	0,0	0,1	0,0	0,1	0,9	1,3	0,8
Énergie (8 %)	0,6	-2,1	-0,9	0,4	3,9	-3,7	-1,1	-3,8	-1,4	2,9	1,5	1,8	-0,5	0,3	-0,9	-1,1	-2,5		
Services (48 %)	0,5	0,5	0,7	0,8	0,7	1,0	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,3	0,7	0,6	2,4	3,1	2,4		
Produits manufacturés (27 %)	0,7	0,1	0,8	0,8	0,4	1,0	0,6	0,8	1,2	0,3	2,1	-0,2	1,0	0,9	3,2	2,7	3,5		
<b>Dépenses individualisables des administrations</b>	0,3	0,4	0,6	-0,1	0,6	0,6	0,2	0,5	0,3	0,6	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	1,6	1,7
<b>Consommation effective totale</b>	0,5	0,1	0,6	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	2,0	2,1	1,9
<b>Investissement des ménages</b>	1,2	2,4	0,7	1,2	1,4	1,0	0,9	-0,4	0,3	0,4	0,1	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	6,2	4,5	1,3

■ Prévision

Source : Insee

N.B. : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2005.

# Investissement des entreprises

Les dernières enquêtes de conjoncture suggèrent un investissement aussi dynamique au quatrième trimestre (+1,2 %) qu'au troisième (+1,0 %). Les investissements des entreprises devraient ainsi avoir augmenté de 5,1 % en 2007 (après +2,7 % en 2005 et +4,6 % en 2006) et le taux d'investissement serait porté à 18,8 % au quatrième trimestre de 2007. En 2007, l'accélération des investissements en biens manufacturés compenserait le ralentissement des investissements en services.

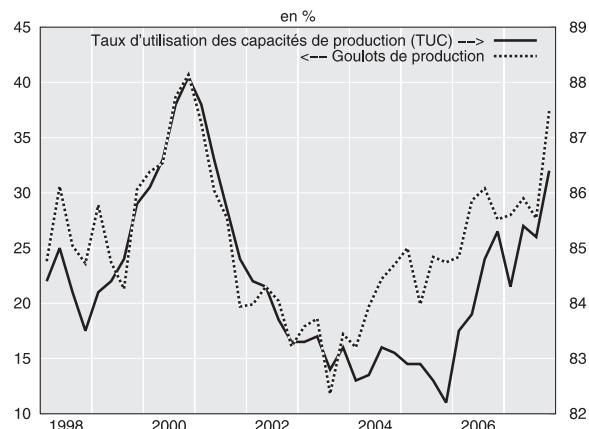
Sur la première moitié de 2008, le ralentissement de la demande et le durcissement des conditions de financement freineraient les investissements : ils augmenteraient de 0,8 % puis de 0,7 % aux premier et deuxième trimestres de 2008.

## Un quatrième trimestre de 2007 dans la lignée du troisième

Au quatrième trimestre, l'investissement des entreprises serait de nouveau dynamique (+1,2 % après +1,0 % au troisième, cf. tableau). L'appareil productif apparaît en effet toujours fortement sollicité, ce qui pousse les entreprises à maintenir leurs efforts d'investissement : en octobre, le taux d'utilisation des capacités de production de l'industrie manufacturière a continué de progresser à 86,4 %, et dépasse de 2,5 points sa moyenne de longue période (cf. graphique 1).

Interrogés en octobre, les chefs d'entreprises industrielles prévoient d'ailleurs d'accroître significativement leurs investissements au second

### 1 - Tensions sur les capacités de production



Sources : Insee, enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie et comptes trimestriels

semestre de 2007 : l'indicateur de révision des investissements<sup>(1)</sup> et le solde d'opinion concernant la croissance semestrielle des investissements progressent tous deux fortement (cf. graphique 2). Le second indicateur atteint notamment un niveau bien supérieur à sa moyenne de longue période (+27 contre +7).

L'investissement en produits manufacturés ralentirait toutefois après le rebond du troisième trimestre (+1,4 % après +1,9 %), du fait des investissements en automobile. En effet, aux deuxième et troisième trimestres, les achats de véhicules utilitaires légers

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

Tableau

## Investissements des entreprises non financières (ENF)

variation par produit aux prix chaînés de l'année précédente, en %

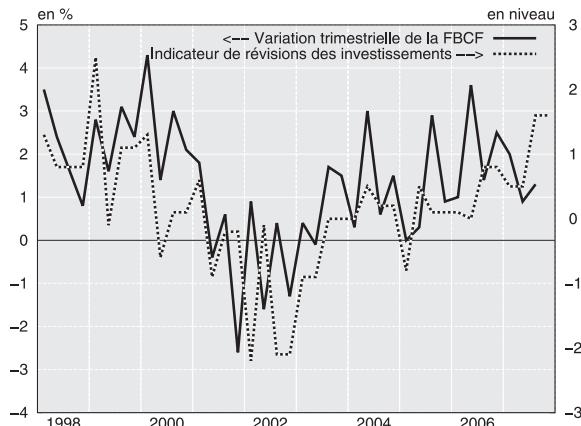
	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008*
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
Produits manufacturés	-1,0	2,8	0,6	0,5	2,3	0,2	1,9	1,4	0,8	0,5	3,0	5,2	3,2
Bâtiment et travaux publics	1,6	3,5	0,6	3,6	2,2	0,6	0,1	1,2	0,7	0,6	7,0	7,0	2,3
Autres services	0,8	1,7	1,2	2,5	-1,0	0,7	0,6	1,0	1,0	1,0	5,1	3,0	3,0
<b>Ensemble des ENF</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>2,9</b>

Prévision

\* Acquis de croissance à la fin du premier semestre

Source : Insee

## 2 - Indicateur des révisions dans l'industrie manufacturière



Source : Insee, enquête trimestrielle sur l'activité dans l'industrie

ont été fortement stimulés par l'offre renouvelée de plusieurs constructeurs (+3,2 % après +1,3 % pour l'automobile). Au quatrième trimestre, un certain retour à la normale de l'investissement en automobiles est donc attendu.

Les dépenses en biens d'équipement, qui constituent les deux-tiers des investissements en biens manufacturés, se sont redressées après le passage à vide du deuxième trimestre : +1,7 % en moyenne au troisième trimestre. Cette croissance se prolongerait jusqu'à la fin de l'année. En effet, dans l'enquête bimestrielle de conjoncture dans le commerce de gros, les intentions de commandes en biens d'équipement demeurent à un niveau élevé au mois de novembre. Depuis plusieurs enquêtes, le solde d'opinion se maintient nettement au-dessus de sa moyenne de longue période.

Les investissements en bâtiment et travaux publics (BTP) des entreprises non financières (ENF) décélèrent depuis le début de l'année 2007. Après un troisième trimestre atone, les entreprises augmenteraient leur formation brute de capital fixe (FBCF) en BTP au quatrième trimestre (+1,2 %). Les inves-

tissements en bâtiment accéléreraient (+1,4 % après +1,1 % au troisième trimestre) et les dépenses en travaux publics rebondiraient au quatrième trimestre après la contraction du troisième, au cours duquel l'avancée des travaux avait été contrariée par une météo pluvieuse.

Enfin, les autres investissements, en services informatiques pour l'essentiel, progresseraient à la fin de l'année 2007 (+1,0 % en moyenne trimestrielle) comme le suggèrent les perspectives d'activité du secteur « activité informatique » relevées dans l'enquête de conjoncture dans les services du mois de novembre (cf. graphique 3).

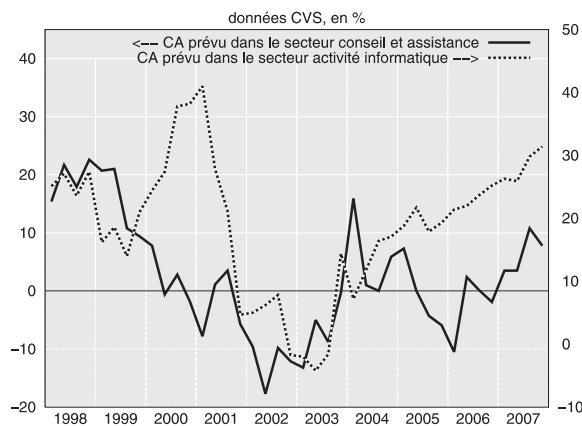
## En 2007, une croissance tonique des investissements des entreprises

Sur l'ensemble de l'année 2007, et en dépit d'une faiblesse passagère au deuxième trimestre, la FBCF des ENF augmenterait de 5,1 %. Elle dépasserait ainsi la performance de l'année passée (+4,6 % en moyenne annuelle en 2006), du fait notamment du dynamisme des dépenses en produits manufacturés jusqu'au troisième trimestre de 2007 (+5,2 % en 2007 après +3,0 % en 2006). La FBCF en biens d'équipement, notamment mécaniques, devrait avoir été particulièrement vigoureuse.

Malgré un ralentissement progressif, l'investissement en construction aurait conservé une croissance élevée en moyenne annuelle (+7,0 % en 2007). Le ralentissement serait plus marqué pour les dépenses en services qui croîtraient de 3,0 % en moyenne annuelle, soit 2,1 points de moins que l'année précédente.

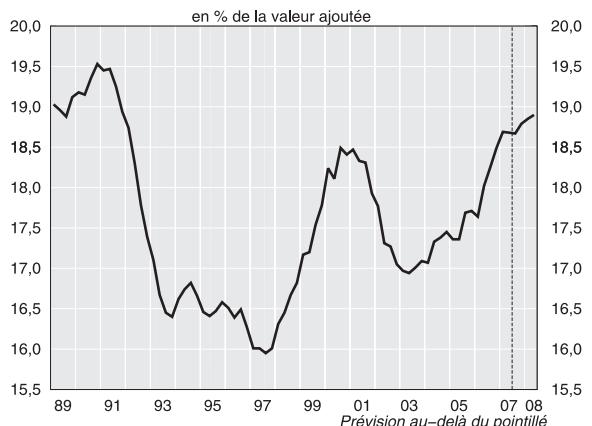
Au total, le taux d'investissement progresserait encore en 2007, atteignant en moyenne 18,7 % sur l'ensemble de l'année contre 18,1 % sur l'année précédente (cf. graphique 4).

## 3 - "Activité informatique" et "Conseil et assistance" : chiffres d'affaires (CA) prévus



Source : Insee, enquête mensuelle dans les services

## 4 - Taux d'investissement des entreprises non financières



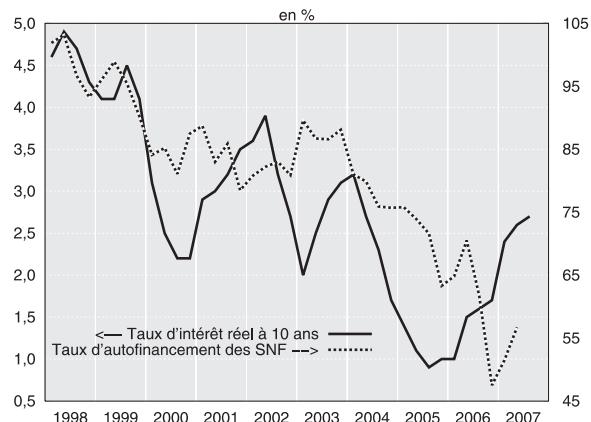
Source : Insee

## Un premier semestre de 2008 moins favorable aux investissements

Au début de l'année 2008, l'investissement ralentirait (+0,8 % au premier trimestre et +0,7 % au deuxième). D'une part, le ralentissement de l'activité limiterait les perspectives de demande. D'autre part, les conditions de financement apparaissent nettement moins favorables à la réalisation de nouveaux projets. En particulier, les taux d'intérêt réels remontent continûment depuis le début de l'année 2006 (cf. graphique 5 et fiche « Financement de l'économie ») et les banques ont commencé à resserrer les conditions de crédit en direction des entreprises non financières, selon l'enquête d'octobre de la Banque de France sur la distribution du crédit par les banques. D'ailleurs, les chefs d'entreprises industrielles anticipent une poursuite de ce renchérissement du crédit en 2008 selon les résultats de l'enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie d'octobre 2007.

Le ralentissement de la FBCF affecterait essentiellement les dépenses d'investissement en biens manufacturés (+0,8 % et +0,5 % aux premier et deuxième trimestres de 2008). La réduction des dépenses en travaux publics (voie, réseaux et distribution) freinerait à nouveau la croissance des dépenses en construction (+0,7 % et +0,6 % aux

## 5 - Taux d'autofinancement des SNF\* et taux réel à 10 ans\*\*



\* Le taux d'autofinancement des sociétés non financières (SNF) est le ratio de l'épargne des sociétés non financières rapportée à leurs investissements.

\*\* Le taux réel à 10 ans est le taux de l'obligation assimilable du trésor (OAT) à 10 ans, déflaté par l'indice des prix à la production de l'ensemble des biens et services.

Sources : Insee, comptes trimestriels et Banque de France

premier et deuxième trimestres), malgré le dynamisme des investissements en bâtiment (+1,5 % en moyenne par trimestre).

Malgré le ralentissement de l'investissement total, le taux d'investissement augmenterait toutefois légèrement, à 18,9 % à la fin du premier semestre de 2008. ■

# Stocks

Au troisième trimestre de 2007, la contribution des stocks à la croissance a été nulle. Cette neutralité résulte d'une compensation entre la contribution positive de 0,3 point de croissance des produits manufacturés et celle, négative, des produits énergétiques.

Au quatrième trimestre de 2007, la contribution des stocks à la croissance serait de nouveau nulle, une contribution légèrement positive des stocks de produits énergétiques serait compensée par un ajustement à la baisse des stocks de produits agro-alimentaires. Sur l'ensemble de l'année 2007, les variations de stocks seraient neutres sur la croissance.

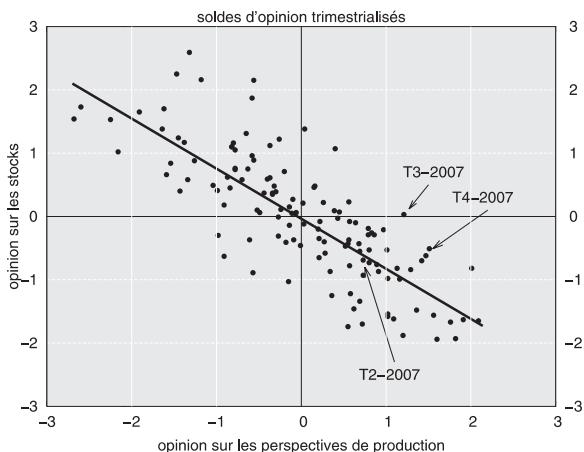
Au premier semestre de 2008, le niveau élevé des perspectives de production, réaffirmé par les chefs d'entreprise aux dernières enquêtes de conjoncture dans l'industrie, conduit à retenir une contribution de +0,1 point des stocks à la croissance sur le premier trimestre, puis une contribution nulle sur le deuxième.

## Neutralité des stocks sur la croissance du troisième trimestre...

Au troisième trimestre de 2007, la variation des stocks a eu une contribution nulle à la croissance (cf. tableau 1). La contribution nettement positive des stocks de produits manufacturés (+0,3 point) a été totalement compensée par une contribution négative des produits énergétiques (-0,3 point).

La contribution positive des stocks de produits manufacturés, notamment de biens d'équipement, est conforme aux résultats des enquêtes de conjoncture dans l'industrie de cet été. En effet, les chefs d'entreprise avaient alors jugé leurs stocks en hausse pour le troisième trimestre de 2007 (cf. graphique 1). La contribution négative des stocks de produits énergétiques s'explique pour l'essentiel par la forte amélioration du solde commercial énergétique au cours du troisième trimestre : les entreprises ont puisé dans leurs stocks de produits raffinés afin de faire face à la forte hausse de la demande étrangère, américaine et britannique notamment.

## 1- Opinion des industriels sur leurs stocks et sur leurs perspectives de production



Note de lecture :  
chaque point trimestriel représente la moyenne de trois enquêtes mensuelles de conjoncture. La droite représentée en gras indique que les industriels jugent globalement leurs stocks en ligne avec l'état des perspectives de production. Le point correspondant au troisième trimestre de 2007 s'en éloigne sensiblement : les industriels jugent leurs stocks relativement lourds au regard des perspectives de production exprimées.

Source : Insee

Tableau 1  
**Contribution des variations de stocks à la croissance du troisième trimestre 2007**

	en points de PIB <b>T3 - 2007</b>
<b>Produits agricoles et agro-alimentaires</b>	0,0
<b>Produits manufacturés</b>	0,3
dont : Biens de consommation	0,0
Automobile	-0,1
Biens d'équipement	0,4
Biens intermédiaires	0,0
<b>Produits énergétiques</b>	-0,3
<b>Autres (construction, services)</b>	0,0
<b>TOTAL (1)</b>	0,0

(1) Les variations de stocks ne comprennent pas les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

## ... et du quatrième

Les variations de stocks devraient de nouveau être neutres au quatrième trimestre (cf. tableau 2). D'une part, les stocks de produits énergétiques pourraient contribuer positivement car les importations augmenteraient sensiblement dans ce secteur en contrecoup du trimestre précédent. D'autre part, le rebond de la consommation en produits agro-alimentaires nécessiterait un ajustement des stocks à la baisse dans ce secteur qui annulerait la contribution des stocks de produits énergétiques.

Au total, la contribution des stocks à la croissance serait ainsi nulle sur l'ensemble de l'année 2007.

les prix de production ont retrouvé une dynamique à la hausse au cours de l'année 2007, rendant plus rentable la décision de produire et stocker aujourd'hui pour revendre demain, d'autant que la relative stabilisation des conditions monétaires et financières de court terme (cf. fiche « Financement de l'économie ») laisserait inchangé le coût de détention des stocks.

Finalement, la contribution des variations de stocks à la croissance s'établirait à +0,1 point pour le premier trimestre et serait à nouveau nulle au deuxième (cf. graphique 2). Pour 2008, l'acquis à l'issue du premier semestre de la contribution des stocks à la croissance atteindrait +0,1 point. ■

## Faible contribution limitée au premier trimestre

Les évolutions des déterminants traditionnels des stocks sont de faible ampleur mais vont dans le sens d'un accroissement. D'abord, à l'enquête de conjoncture dans l'industrie d'octobre, les entrepreneurs anticipent une bonne tenue de la demande corroborée par le niveau élevé des perspectives de production en novembre. Ensuite,

## 2 - Contribution des variations de stocks aux évolutions du PIB

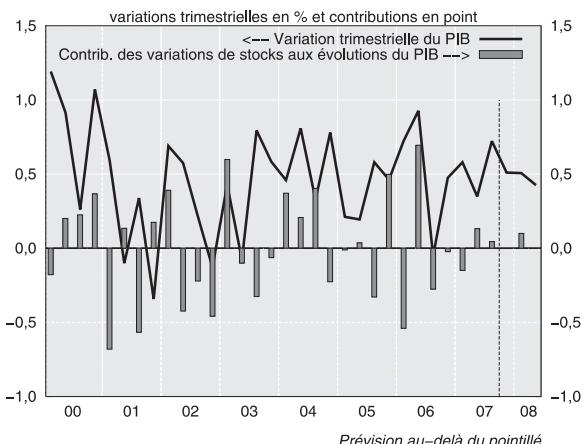


Tableau 2  
Contribution des variations de stocks à la croissance

	Évolutions trimestrielles												Évolutions annuelles		
	2006				2007				2008				2006	2007	2008 acq.
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.					
Contribution des stocks <sup>(1)</sup> à l'évolution du PIB	-0,6	0,7	-0,3	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

Prévision

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

# Production

Après un deuxième trimestre décevant, la production de l'ensemble des branches a accéléré au troisième trimestre de 2007 (+0,9 %). Cette accélération est principalement imputable au rebond de la production manufacturière (+1,3 % après -0,3 % au deuxième trimestre) et au dynamisme des services marchands.

Le climat des affaires, qui tend à se stabiliser selon les dernières enquêtes de conjoncture, suggère que la croissance de la production devrait se poursuivre à un rythme proche de la tendance de ces deux dernières années : +0,5 % au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008 puis +0,4 % au deuxième. Ainsi, la croissance de la production s'établirait à 2,2 % en 2007, et l'acquis pour 2008 serait de +1,7 % à la fin du premier semestre.

Le ralentissement de la production concerne presque toutes les branches, notamment la production manufacturière et l'activité commerciale. Seul le secteur de la construction serait épargné : il accélérerait fortement au quatrième trimestre, soutenu par les rebonds de l'investissement en logement des ménages et l'investissement en travaux publics. La branche transports marquerait le pas en fin d'année 2007, sous l'effet

des grèves de la mi-novembre ; elle rebondirait nettement, par contrecoup, au premier trimestre de 2008.

## Un ralentissement de l'activité industrielle en fin d'année 2007 qui s'amplifierait en 2008

Au cours du troisième trimestre de 2007, la production manufacturière a augmenté de 1,3 % après un recul de 0,3 % au trimestre précédent (cf. tableau). Cette reprise est essentiellement imputable au redressement de l'activité dans l'industrie des biens d'équipement (+4,4 %). Les chefs d'entreprise interrogés dans l'enquête de conjoncture dans l'industrie avaient d'ailleurs fait état d'une nette augmentation des carnets de commande globaux et étrangers au cours de cet été. Dans l'industrie des biens de consommation, la production a également rebondi, mais dans une moindre mesure (+1,1 %). En revanche, dans les autres branches de l'industrie manufacturière, l'activité s'est révélée atone.

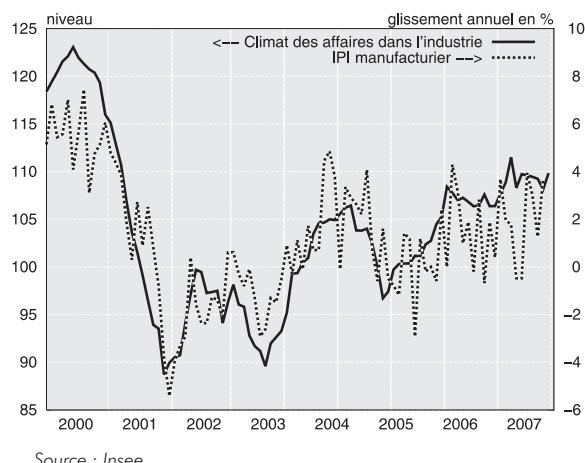
La stabilité du climat des affaires dans l'industrie à un haut niveau en fin d'année 2007, suggère une croissance de la production manufacturière de +0,6 % au quatrième trimestre, supérieure à la

### Production par branche

	Variations trimestrielles										Moyennes annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acq.
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.			
Agroalimentaire (6,4 %)	-0,3	-0,2	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	0,2	0,3
Produits manufacturés (20,2 %)	0,8	2,0	-1,7	0,4	1,3	-0,3	1,3	0,4	0,3	0,0	1,7	1,7	1,3
Énergie (4,0 %)	1,6	-0,6	-0,3	-1,2	-0,1	1,8	1,9	1,1	-0,2	0,2	1,7	1,3	2,2
Construction (6,6 %)	0,8	1,6	0,3	1,4	1,2	0,3	0,3	1,0	0,7	0,5	3,9	3,5	2,0
Commerce (10,0 %)	1,2	1,4	0,0	0,6	1,0	0,6	1,3	0,5	0,5	0,5	3,6	3,1	2,1
Transports (4,5 %)	0,3	1,3	0,7	0,9	0,6	0,5	0,5	0,1	1,2	0,6	3,2	2,5	2,1
Activités financières (5,1 %)	0,4	1,3	0,6	1,1	1,3	1,1	1,1	0,7	0,7	0,6	2,8	4,4	2,5
Autres services marchands (28,6 %)	0,7	1,1	0,2	0,8	0,6	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	3,0	2,5	2,2
Services non marchands (14,5 %)	0,6	0,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	1,4	1,4	1,1
<b>Total</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>

Prévision  
Source : Insee

## 1 - Climat des affaires et indice de la production industrielle



Source : Insee

tendance des deux dernières années (cf. graphique 1). La grève dans les transports devrait toutefois amputer quelque peu la production manufacturière (effet estimé à -0,2 point) qui resterait donc finalement sur la tendance au quatrième trimestre de 2007 (+0,4 %). À l'inverse, la croissance de la production serait soutenue par la disparition de cet effet « grèves » (à hauteur de +0,2 point) au premier trimestre de 2008. Mais le ralentissement des demandes globale et étrangère dont font part les industriels interrogés dans l'enquête de conjoncture d'octobre commencerait à se manifester, si bien que la progression de la production manufacturière resterait modeste (+0,3 %). Au deuxième trimestre de 2008, le ralentissement de la demande, lié notamment à l'appréciation de l'euro, se ferait de nouveau sentir (+0,0 %). Si on neutralise l'impact de la grève, le ralentissement de la production manufacturière serait marqué à l'horizon de la prévision : +0,6 % au quatrième trimestre de 2007, puis +0,1 % et +0,0 % aux premier et deuxième trimestres de 2008 respectivement.

Sur l'ensemble de l'année 2007, la production manufacturière devrait ainsi croître de 1,7 %, comme en 2006. L'acquis de croissance pour 2008 serait de +1,3 % à la fin du premier semestre.

### Retour à un rythme tendanciel pour la production de services marchands

Au troisième trimestre de 2007, la production de services marchands (autres que commerce, transport et activités financières) s'est renforcée (+0,8 % après +0,5 % au deuxième trimestre). L'activité a été vigoureuse dans les services aux entreprises (+1,0 % après +0,7 % au deuxième trimestre) mais est restée morose dans les services aux particuliers (+0,3 %). Dans les services aux entreprises, les activités de conseil et d'assistance ont notamment profité de l'embellie générale de la

conjонcture. En outre, les activités immobilières ont continué de progresser à un rythme soutenu au cours du troisième trimestre de 2007 (+0,7 %, après +0,6 %). En revanche, dans les services aux particuliers, la diminution des dépenses des ménages en hôtellerie-restauration, due à un été peu ensoleillé, a presque neutralisé l'explosion de la consommation des ménages en activités récréatives, culturelles et sportives (probablement liée à la Coupe du monde de rugby).

À partir du quatrième trimestre de 2007, la production de services marchands retrouverait un rythme proche de sa tendance des deux dernières années (+0,6 % par trimestre). Les perspectives générales sont en effet un peu moins favorables dans les services marchands d'après l'enquête de conjoncture de novembre 2007 : le solde d'opinion correspondant perd deux points même s'il demeure bien au-dessus de sa moyenne de long terme. En moyenne annuelle, la croissance des services marchands s'établirait à 2,5 % en 2007 (après +3,0 % en 2006) et l'acquis pour 2008 serait de +2,2 %.

Au troisième trimestre de 2007, la production de services non marchands a progressé de 0,5 % (après +0,3 % au deuxième trimestre), stimulée par une nette accélération des dépenses de consommation des ménages en santé (+2,6 % après -0,1 % au deuxième trimestre de 2007). Au cours du trimestre suivant, la production de services non marchands reviendrait sur sa croissance de long terme (+0,3 %) et elle progresserait de nouveau à ce rythme sur la première moitié de l'année 2008.

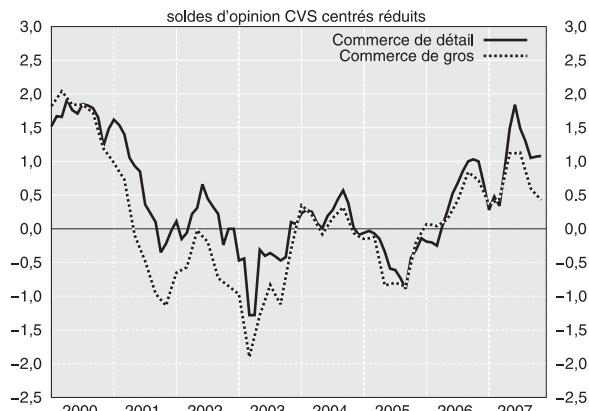
### Une activité commerciale toujours dynamique en 2007

L'activité commerciale a fortement accéléré au troisième trimestre de 2007 (+1,3 % après +0,6 % au deuxième trimestre), soutenue par des dépenses de consommation des ménages vigoureuses (cf. fiche « Consommation et investissement des ménages »).

D'après les dernières enquêtes de conjoncture, les ventes sont toujours soutenues dans le commerce de détail, même si les intentions de commandes restent ternes. Ces intentions se redressent toutefois dans le commerce spécialisé, plus particulièrement dans les secteurs de l'équipement du foyer et de l'aménagement de l'habitat. Les perspectives générales d'activité se maintiennent à un niveau élevé, quoiqu'un peu plus faible qu'en milieu d'année (graphique 2).

Dans le commerce de gros, la conjoncture est légèrement moins porteuse d'après les chefs d'entreprises interrogés en novembre. Les ventes et les perspectives générales d'activité sont un peu moins bien orientées même si les intentions de commandes demeurent soutenues. En particulier,

## 2 - Perspectives générales d'activité dans le commerce



Source : Insee

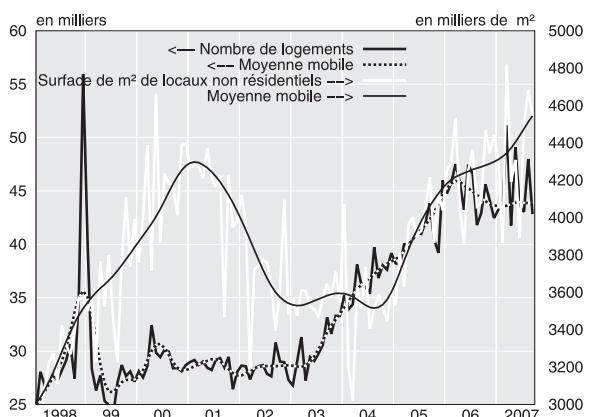
les ventes du commerce de biens d'équipement perdent en vigueur selon les grossistes, ce qui laisse augurer un ralentissement de l'investissement des entreprises (cf. fiche « *Investissement* »).

Au total, après avoir été particulièrement soutenue au cours des trois premiers trimestres de 2007, l'activité commerciale croîtrait sur un rythme plus modéré, de l'ordre de 0,4 % à 0,5 % par trimestre, en raison du ralentissement de la demande intérieure.

### Reprise temporaire du secteur de la construction

Au troisième trimestre de 2007, la production dans le secteur de la construction a faiblement progressé (+ 0,3 %, comme au trimestre précédent, après + 1,2 % au premier trimestre de 2007). L'activité dans le secteur du bâtiment est restée dynamique, alors qu'elle a continué de se replier dans les travaux publics. Parallèlement, l'investissement en construction a marqué le pas : l'investissement des ménages en logement et celui en travaux publics

### 3 - Permis de construire



Sources : DAEI, Insee

ont reculé, alors que l'investissement des entreprises non financières en bâtiments non résidentiels est resté vigoureux.

À la fin de l'année 2007 et au début de l'année 2008, le secteur de la construction retrouverait une croissance plus élevée (+ 1,0 % au quatrième trimestre de 2007 et + 0,7 % au premier trimestre de 2008). Le segment du logement rebondirait, grâce au redressement des mises en chantier intervenu au troisième trimestre et à la bonne tenue des permis de construire délivrés récemment (cf. graphique 3) ; parallèlement, le dynamisme de l'investissement non résidentiel perdurerait. Dès lors, l'activité dans le bâtiment resterait également soutenue, comme l'attestent les dernières enquêtes de conjoncture : les carnets de commandes et les prévisions d'activité des entrepreneurs pour les prochains mois se maintiennent à des niveaux élevés. L'activité dans les travaux publics se redresserait nettement au quatrième trimestre mais se contracterait en début d'année 2008. Au deuxième trimestre de 2008, le secteur de la construction retrouverait une croissance plus tendancielle (+ 0,5 %) du fait d'un nouveau ralentissement du secteur du logement et d'une poursuite du repli dans les travaux publics.

Sur l'ensemble de l'année 2007, la croissance de la production serait légèrement moindre qu'en 2006 dans le secteur de la construction (+ 3,5 %, contre + 3,9 % l'an passé). Elle serait plus faible en 2008, l'acquis s'établissant à + 2,0 % à la fin du deuxième trimestre.

### Croissance heurtée à cause des grèves dans les transports

La branche transports connaîtrait un profil heurté à cause des grèves de l'automne dans les transports publics (cf. encadré « *Impact des grèves dans les transports sur l'activité du quatrième trimestre de 2007* »). Sa production marquerait ainsi le pas au quatrième trimestre de 2007 (+ 0,1 %), sous l'effet des grèves de la mi-novembre, mais rebondirait nettement par contrecoup au premier trimestre de 2008 (+ 1,2 %). La production de transports retrouverait au deuxième trimestre une croissance proche de sa tendance de long terme (+ 0,6 %).

### Énergie : après l'accélération de fin 2007, retour à la normale au premier semestre de 2008

La production énergétique a continué de croître à un rythme élevé au troisième trimestre de 2007 (+ 1,9 %, après + 1,8 % au deuxième trimestre). Elle ralentirait au quatrième trimestre de 2007 mais resterait encore soutenue (+ 1,1 %), du fait de températures inférieures aux normales saisonnières en octobre et novembre. Par contrecoup, la production d'énergie reculerait légèrement au pre-

mier trimestre de 2008 (-0,2 %) avant de retrouver au deuxième trimestre un rythme de croissance plus tendanciel (+0,2 %).

### Croissance en 2007 pour les branches agricole et agro-alimentaire

La production des branches agricole et agro-alimentaire a continué d'augmenter au troisième trimestre de 2007 (+0,1 %, comme au deuxième trimestre), l'accroissement de la production de viande et de lait ayant un peu plus que compensé la baisse de la production des autres industries agro-alimentaires. L'augmentation se poursuivrait au cours des prochains trimestres et les branches agricole et agro-alimentaire renoueraient avec la croissance en 2007 (+0,2 %, contre -0,8 % en 2006). Les perspectives pour 2008 sont également positives, l'acquis de croissance pour 2008 s'établissant à +0,3 % à la fin du deuxième trimestre.

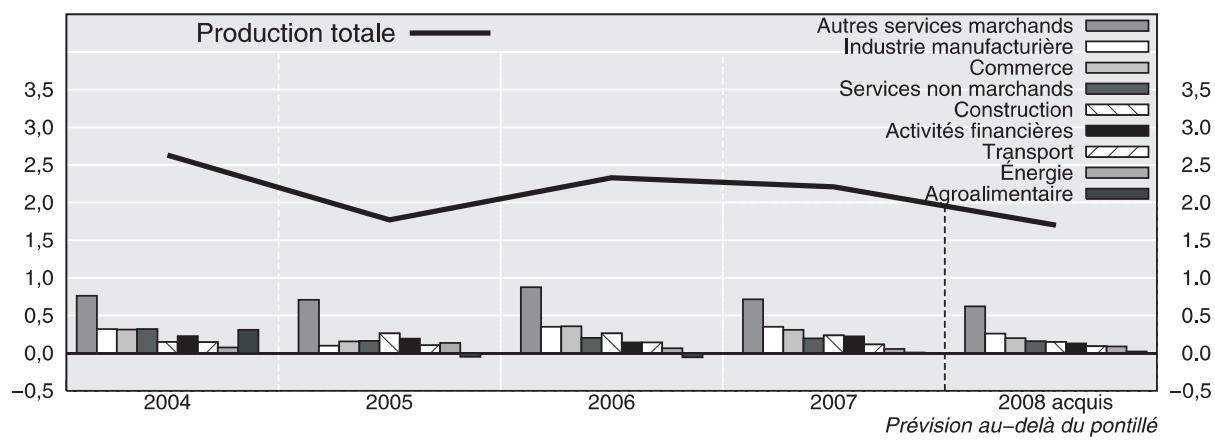
### Rythme toujours soutenu pour la production totale en 2007, ralentissement attendu début 2008

La production totale a augmenté de 0,9 % au troisième trimestre de 2007. La production manufacturière contribue à hauteur de 0,3 point et explique, à elle seule, près des trois quarts de l'accélération entre le deuxième et le troisième trimestre.

Au cours des prochains trimestres, la production totale ralentirait et croîtrait à des rythmes de l'ordre de 0,4 % à 0,5 %. Pour 2007, la croissance s'établirait ainsi à 2,2 %, après 2,3 % en 2006 et l'acquis de croissance pour 2008 à la fin du premier semestre serait de +1,7 %.

En 2007 comme en 2008, toutes les grandes branches auraient contribué positivement à la croissance (cf. graphique 4). Les services continuaient néanmoins à être le moteur principal de l'économie et expliqueraient au total plus de la moitié de la croissance (plus de 0,7 point en 2007 pour les seuls services marchands autres que commerce, transports et activités financières). ■

4 - Décomposition de la croissance de la production totale



Sources : Insee

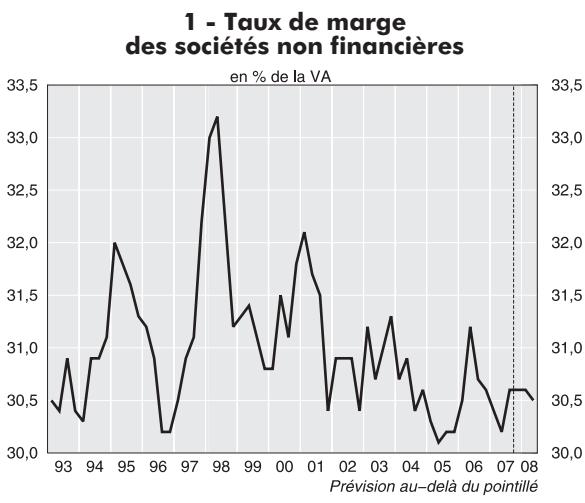
# Résultats des entreprises

En 2007, le taux de marge des sociétés non financières aurait à nouveau baissé (30,4 % après 30,8 % en 2006 et 30,2 % en 2005). Les gains de productivité, en net recul, seraient devenus très inférieurs à la hausse du salaire réel moyen par tête. Le taux de marge aurait toutefois remonté au second semestre de 2007, à 30,6 %, en raison de l'accélération de l'activité et du ralentissement des créations d'emploi.

Au premier semestre de 2008, le taux de marge serait globalement stable. Il bénéficierait de gains de productivité de nouveau supérieurs à la croissance du salaire réel, mais il pâtiendrait de la hausse des prix des matières premières importées.

## Un taux de marge en baisse en 2007

En 2007, le taux de marge des sociétés non financières devrait avoir à nouveau baissé (30,4 % après 30,8 %). La contribution des gains de productivité (+0,3 %), devrait en effet avoir été très inférieure à celle du salaire réel moyen par tête (+1,2 %, calculée avec les prix à la consommation) alors qu'elles étaient du même ordre en 2006. Les effectifs auraient accéléré (+1,4 % après +0,8 % en 2006, cf. fiche « Emploi ») alors que la valeur ajoutée ralentissait légèrement (+1,8 % après +2,1 %). Toutefois, l'écart entre les prix à la



consommation, déterminants dans la formation des salaires, et les prix de valeur ajoutée, déterminants pour la formation du résultat des entreprises, a joué en faveur du taux de marge : les prix du pétrole en euros entre 2006 et 2007 ont été stables, et ont donc freiné la croissance des salaires nominaux tout en cessant de peser sur les coûts des consommations intermédiaires des entreprises<sup>(1)</sup> (cf. tableau).

Au second semestre de 2007, le taux de marge aurait légèrement remonté, à 30,6 % : face à une activité sans ralentissement, des créations d'emploi moins importantes se traduirraient par une nette accélération de la productivité.

## Stabilité attendue du taux de marge début 2008

Au premier semestre de 2008, le taux de marge serait quasi stable (cf. graphique 2), les facteurs défavorables et favorables se compensant globalement. D'un côté en effet, les prix de la valeur ajoutée croîtraient moins vite que les prix à la consommation du fait de la hausse des prix des matières premières importées, énergétiques et alimentaires. De l'autre, les gains de productivité devraient continuer d'excéder la croissance des salaires réels. Bien qu'encore dynamiques, les

(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<sub>VA</sub>/P<sub>C</sub>), qui jouent positivement ;  
- les évolutions du salaire moyen par tête réel (SMPT/P<sub>C</sub>) et du taux de cotisation employeur (W/SMPT), qui jouent négativement.

Cette décomposition (cf. dossier de la note de conjoncture de juin 2003) est synthétisée dans l'équation suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{VA}} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{SMPT}{P_C} \frac{P_C}{P_{VA}}$$

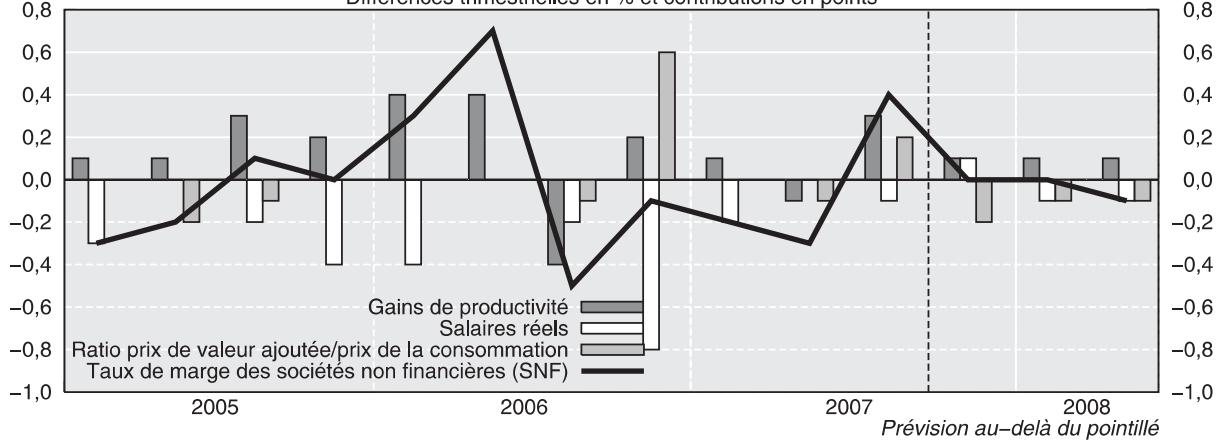
Le niveau du taux de marge des sociétés non financières est plus faible en base 2000 qu'en base 1995. En effet, les consommations intermédiaires des SNF incluent dorénavant des consommations en services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) et sont donc revues à la hausse. Comme les 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.

créations d'emploi seraient en effet moins vives qu'au début 2007, tandis que la valeur ajoutée ralentirait à peine. La croissance des salaires réels serait par ailleurs modérée par l'amélioration

moins forte du marché du travail et par de moins-distributions de bonus dans le secteur financier (cf. fiche « Salaires »). ■

## 2 - Contribution à la variation du taux de marge

Différences trimestrielles en % et contributions en points



Source : Insee

## Décomposition du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

en %

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2006				2007				2008		2006	2007	2008 acquis
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>nd</sup> T.	3 <sup>rd</sup> T.	4 <sup>th</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>nd</sup> T.	3 <sup>rd</sup> T.	4 <sup>th</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>nd</sup> T.			
<b>Taux de marge (en niveau)</b>	30,5	31,2	30,7	30,6	30,4	30,2	30,6	30,6	30,6	30,5	30,8	30,4	30,5
<b>Variation du taux de marge</b>	0,3	0,7	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	0,4	0,0	0,0	-0,1	0,6	-0,4	0,1
<b>Contributions à la variation du taux de marge</b>													
des gains de productivité	0,4	0,4	-0,4	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,4
du salaire par tête réel	-0,5	0,0	-0,1	-0,9	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-1,1	-1,2	-0,2
du taux de cotisation employeur	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,2
Autres éléments	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,6	0,1	0,1
Rappel													
Valeur ajoutée en volume	0,7	0,9	-0,1	0,5	0,6	0,3	0,7	0,5	0,5	0,4	2,1	1,8	1,6
Emploi des SNF	0,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,4	1,0
Salaire moyen par tête	1,3	0,5	0,4	1,3	1,0	0,7	0,3	0,8	0,8	0,7	3,5	3,2	2,3
Prix de la consommation	0,6	0,5	0,3	0,0	0,4	0,7	0,3	0,8	0,6	0,5	1,9	1,5	1,9
Prix des consommations intermédiaires	0,9	0,8	0,3	0,0	0,3	0,6	0,4	1,1	0,8	0,5	3,0	1,7	2,4
Prix de production	0,8	0,8	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,9	0,6	0,5	2,6	1,8	2,1
Prix de la valeur ajoutée	0,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,9	2,0	1,7

■ Prévision

Source : Insee