

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

JUILLET 2005

139

AVIS AU LECTEUR

Madame, Monsieur,

Le *Bulletin de la Banque de France* se modernise.

Vous allez découvrir ce mois-ci une nouvelle maquette, privilégiant les différents niveaux de lisibilité, la navigation interne et la cohérence graphique, renforcée par l'utilisation de la quadrichromie.

Cette nouvelle présentation est mise au service d'un contenu enrichi : des encadrés thématiques accompagnent la partie sur l'actualité économique, elle-même renouvelée, le cahier statistique est recentré sur les données propres à la Banque de France, de nouvelles rubriques sont créées.

Nous profitons de cette occasion pour procéder à une mise à jour de nos fichiers de destinataires. Le *Bulletin* est en effet disponible sur le site internet (www.banque-france.fr) ; vous pouvez accéder librement à son contenu en vous affranchissant des délais d'acheminement et des contraintes de stockage. Si vos coordonnées postales ont changé, ou si vous ne souhaitez plus le recevoir sous forme papier, eu égard à l'accès par internet, veuillez le signaler (un modèle de coupon-réponse est disponible à l'avant-dernière page).

En vous remerciant de l'intérêt que vous portez à nos publications, nous vous prions, Madame, Monsieur, d'agréer nos salutations les plus distinguées.

Le directeur de la publication
MARC-OLIVIER STRAUSS-KAHN

SOMMAIRE

| ÉDITORIAL

Productivité et politique monétaire

| ACTUALITÉ

Sommaire	I
Faits saillants	3
1 La situation économique de la France	5
2 La monnaie, les placements et les financements	8
3 Les marchés de capitaux	11

| ÉTUDES

Sommaire	19
Un siècle de productivité globale des facteurs en France	21
Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix	31
Productivité et politique monétaire : synthèse des travaux du quatrième forum de politique économique	41
La situation du système bancaire et financier français en 2004	51
Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon centrale de bilans	61
Coût du crédit aux entreprises	73

| STATISTIQUES

Sommaire	77
Situation économique générale	S1
Monnaie, placements et financements	S5
Marchés de capitaux et taux d'intérêt	S23
Autres statistiques	S29
Notices méthodologiques	S34
Arborescence de la rubrique statistique du site internet	S35
Adresses internet des séries chronologiques	S39

| DIVERS

Documents publiés	I
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 79 de juillet 2005	VII

Achevé de rédiger le 25 juillet 2005

Site internet : www.banque-france.fr

Productivité et politique monétaire

L'analyse des déterminants et des tendances de la productivité est centrale pour la conduite de la politique monétaire, en raison de l'influence majeure de cette grandeur sur des variables telles que la croissance potentielle, l'inflation, au travers des coûts salariaux unitaires notamment, ou encore les prix des actifs. Ce thème connaît une actualité particulière depuis le début de la décennie quatre-vingt-dix et a fait l'objet d'une abondante littérature économique dans le contexte d'inflexions de la productivité dans des sens différents aux États-Unis, où elle a très nettement accéléré, et dans un grand nombre d'autres pays industrialisés ¹, en particulier européens, où elle a souvent décéléré.

Si les mécanismes de long terme de la productivité sont généralement bien appréhendés par la théorie, la lecture en temps réel de son évolution demeure un exercice difficile. La diversité des sources des chocs de productivité explique en partie cet écueil : effets du progrès technique ou de la qualification de la main-d'œuvre, localisation des gains dans des secteurs exposés ou non à la concurrence internationale... L'impact sur l'offre et la demande peut alors être très différent, ainsi que les réactions des agents. Les articles de ce *Bulletin* s'attachent à étudier plusieurs périodes d'inflexion de la productivité en France, en Europe et aux États-Unis afin d'affiner le diagnostic.

Ces articles livrent des messages convergents.

- L'évolution de la productivité est beaucoup plus favorable aux États-Unis qu'en Europe. Cet écart souligne l'insuffisance du développement des technologies de l'information et de la communication (TIC), particulièrement en Europe et en France ;
- La perception en temps réel des inflexions de la productivité étant difficile, les décideurs économiques, y compris les banques centrales, doivent être guidés par une grande prudence dans leur analyse et dans leur réaction éventuelle.

L'étude « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », proposée par G. Cette, Y. Kocoglu et J. Mairesse, s'appuie sur une décomposition comptable de la productivité du travail dans les économies marchandes française et américaine. Les résultats de cette étude soulignent les différences relatives à l'évolution de la productivité en France et aux États-Unis. Tout d'abord, les gains ne sont pas de même nature : de manière générale, les périodes de forte croissance de la productivité s'expliquent par une contribution importante de la productivité globale des facteurs (PGF) en France et plutôt par de l'intensité capitalistique aux États-Unis. Par ailleurs, ces inflexions interviennent à des périodes distinctes : l'accélération de la productivité tendancielle américaine a eu lieu dès le début du XX^e siècle. Enfin, leur ampleur n'est pas la même : les gains sont supérieurs aux États-Unis depuis 1995, en raison probablement d'une diffusion des TIC plus importante.

L'analyse de G. Cette, L. Frey et G. Moëc intitulée « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix » confirme la difficulté du diagnostic des chocs de productivité en temps réel. La majeure partie de la littérature de l'époque a, en effet, attribué la baisse du taux de chômage sans tensions inflationnistes apparentes à un niveau inférieur aux estimations alors courantes du *Non-accelerating inflation rate of unemployment* (NAIRU)

¹ Voir à cet égard, le numéro 121 du Bulletin de la Banque de France de Janvier 2004 consacré spécialement à la productivité

à un abaissement transitoire de ce dernier. Une décomposition comptable du taux de marge montre aujourd'hui que le NAIRU n'aurait pas diminué ; il aurait même augmenté, l'absence de tensions inflationnistes étant due à la baisse transitoire du taux de marge. Une analyse économétrique complémentaire montre que le surajustement des salaires après 1998 a fait plus que compenser le sous-ajustement de la période précédente. Cette lecture était toutefois impossible à l'époque du fait d'un recul insuffisant et en raison de multiples révisions statistiques.

Enfin, la synthèse du forum de politique économique de la Fondation de la Banque de France, du Centre d'Études prospectives et d'informations internationales (CEPII) et de l'Institut d'Économie publique (IDEP) ayant réuni A. Blinder, C. Noyer et O. Garnier sur le sujet « Productivité et politique monétaire » est consacrée à l'impact d'un choc de productivité sur la conduite de la politique monétaire. Au travers d'analyses complémentaires, les trois intervenants ont tous insisté sur l'importance de la perception, par les agents, de l'inflexion de la productivité tendancielle et donc des anticipations qu'ils élaborent sur cette base.

L'analyse de différents épisodes de rupture tendancielle, et, en particulier, de l'accélération de la fin des années mille neuf cent quatre-vingt-dix aux États-Unis, amène au constat que la perception immédiate d'un choc de productivité et de son impact sur les prix des biens, des actifs et sur le taux de change est particulièrement délicate. L'effet sur les tensions inflationnistes dépend de la dynamique comparée de l'offre et de la demande. Si l'offre réagit directement et positivement à une accélération de la productivité, l'effet sur la demande est plus complexe. Il fait intervenir de multiples facteurs, par exemple les délais de l'indexation des salaires à la productivité.

Concernant les prix des actifs, une accélération de la productivité a pour premier effet une élévation des valorisations boursières qui, dans un second temps, rejoignent leur niveau de long terme. Or, une modification des prix d'actifs peut influencer la demande en cas d'effets de richesse dans le comportement de consommation des ménages, les entreprises pouvant de leur côté accroître leur effort d'investissement *via* les effets dits de « Q » de Tobin. Concernant la réaction du taux de change réel à l'équilibre, les effets sont plus ambigus. Il peut s'apprécier si le choc positif de productivité se localise dans les secteurs exposés et, inversement, si le choc se produit dans les secteurs abrités. Ainsi, l'amélioration de la productivité américaine, située principalement dans les secteurs des services peu exposés à la concurrence internationale, ne se serait pas traduite par une appréciation du taux de change d'équilibre réel du dollar et rendrait plus difficile la réduction du déficit extérieur américain.

Au regard de la difficulté de l'élaboration d'un diagnostic en temps réel et de la complexité des effets induits, la prudence et beaucoup de pragmatisme semblent donc bien recommandés dans toute analyse des évolutions récentes de la productivité et dans l'élaboration des réponses de politiques économiques.

Liste des sigles utilisés	2
Faits saillants	3
1 La situation économique de la France	5
1 1 Croissance et prix	5
1 2 La balance des paiements	9
2 La monnaie, les placements et les financements	11
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	11
2 2 L'endettement intérieur total	12
2 3 L'endettement sur les marchés	12
2 4 Crédits des institutions financières monétaires	12
2 5 Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	13
2 6 Flux de souscription des OPCVM	13
3 Les marchés de capitaux	14
3 1 Les marchés de change et de matières premières	14
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	15
3 3 Les marchés boursiers	17

Encadrés

1 Hausse du PIB de 0,3 % au premier trimestre	5
2 Zone euro et évolution récente de l'environnement international	6
3 Compétitivité de l'économie française	7
4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juin 2005	13
5 Le marché Alternext	17
6 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris : sélection d'indicateurs	18

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ORGANISMES ET INSTITUTIONS

BCE	Banque centrale européenne
BIT	Bureau international du Travail
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
FMI	Fonds monétaire international
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques

INDICES BOURSISERS

CAC40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'Eurostoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
EUROSTOX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City londonienne
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas.
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 ou Standard and Poor 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>).

AUTRES SIGLES

BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTf	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>
Données cjo	Données corrigées des jours ouvrés
Données cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EMTN	<i>Euro medium terms notes</i>
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PEL	Plan d'épargne logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
APU	Administrations publiques
EIT	Endettement intérieur total
CEL	Compte épargne-logement
CODEVI	Compte pour le développement industriel
FBCF	Formation brute de capital fixe
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
EI	Entreprises d'investissement
EC	Établissement de crédit
CAF-FAB	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord

Faits saillants

La situation économique de la France

- Au premier trimestre, le PIB a progressé de 0,3 %.
- La production industrielle hors bâtiment s'est accrue de 0,3 % en mai.
- La consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une baisse de 0,9 % en mai.
- Le taux de chômage au sens du BIT est resté stable en mai, à 10,2 %.
- L'indice harmonisé des prix à la consommation a progressé de 0,2 % en juin, soit de 1,8 % sur un an.
- Réduction du déficit des transactions courantes en mai, à – 29 milliards d'euro

La monnaie, les placements et les financements

- La progression annuelle de l'agrégat M3 s'est renforcée en mai, à 7,3 %.
- La progression annuelle des dépôts à vue s'est nettement accélérée, à 8,8 %.
- La progression sur un an des autres dépôts monétaires constitutifs de M2 – M1 s'est atténuée, à 4,9 %.
- La croissance annuelle des instruments négociables inclus dans M3 – M2 a enregistré un sursaut, à 6,0 %.

Les marchés de capitaux

- Les rendements à court terme ont baissé dans la zone euro et au Royaume-Uni, mais ont augmenté aux États-Unis. Dans le même temps, les rendements obligataires à long terme ont continué de baisser.
- La devise américaine s'est appréciée en particulier contre l'euro et le yen, en liaison avec l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt.
- L'affaiblissement de l'euro au cours du mois a, en outre, été favorisé par les incertitudes institutionnelles résultant des rejets français et néerlandais du projet de Traité constitutionnel européen.
- Les bourses ont enregistré un recul aux États-Unis et une progression en Europe et au Japon.

I | La situation économique de la France

I | I Croissance et prix

Progression de la production

En mai, la production industrielle hors bâtiment s'est accrue de 0,3 % sur le mois (- 0,2 % en glissement annuel). L'acquis de croissance de la production industrielle à la fin du mois de mai s'établit à - 0,5 % pour le deuxième trimestre 2005. Il est nul pour l'industrie manufacturière.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a faiblement progressé en juin, après deux mois consécutifs de hausse plus soutenue.

Le courant de commandes nouvelles s'est stabilisé sur le marché intérieur et a continué à progresser en provenance de l'étranger. Les carnets de commandes sont toujours jugés légèrement supérieurs à la normale.

L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 102 en juin, comme le mois précédent.

L'activité dans les services marchands a, selon l'enquête de la Banque de France, sensiblement progressé en juin, notamment sous l'effet de facteurs saisonniers.

Les chefs d'entreprise sont, dans l'ensemble, prudents en ce qui concerne les perspectives d'activité à court terme, tant pour l'industrie que pour les services.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au deuxième trimestre. L'acquis de croissance pour 2005 à la fin du deuxième trimestre serait de + 1,4 %.

Tassement de la consommation des ménages en mai

La consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une contraction en mai (- 0,9 %) après une hausse de 1,1 % en avril.

Ce mouvement, principalement imputable aux achats en biens d'équipement du logement, touche, dans une moindre mesure, les dépenses en biens durables.

L'indicateur de confiance des ménages de l'INSEE a enregistré un léger repli en juin et se situe à - 30, après - 29 en mai.

Investissement en immobilier résidentiel bien orienté

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours des mois de mars, avril et mai est supérieur de 10,5 % à celui de la même période de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est en hausse tant pour les logements individuels (4,6 %), que pour les logements collectifs (20,8 %).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont, quant à eux, en diminution, de 2,0 % au cours des trois derniers mois en glissement annuel.

ENCADRÉ I

Hausse du PIB de 0,3 % au premier trimestre

Selon les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels (prix de 2000, données cvs-cjo), la croissance du PIB au premier trimestre 2005 a atteint 0,3 % (révision à la hausse de 0,1 point). La consommation des ménages a progressé de 0,8 % (après 1,1 % au trimestre précédent) et la FBCF totale s'est accrue de 1,4 % (comme au quatrième trimestre de 2004), l'investissement des entreprises progressant de 1,7 %. Les exportations ont légèrement reculé (- 0,4 %, après + 0,9 %), tandis que les importations ont décéléré (0,7 %, après 1,2 %). Au total, la demande interne hors stocks a contribué pour 0,7 point à la croissance. La contribution du commerce extérieur, en revanche, a été négative de 0,3 point et la variation des stocks de 0,1 point. L'acquis de croissance pour l'année 2005, à la fin du premier trimestre, a été révisé à + 1,1 %.

Dans la zone euro, selon les premières estimations, la croissance du PIB ressort à 0,5 % au premier trimestre 2005 par rapport au trimestre précédent ; sur un an, la hausse atteint 1,3 %.

ENCADRÉ 2

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

- Relèvement du taux directeur de 25 points de base, à 3,25 %, lors de la réunion du comité du Système fédéral de réserve des 29-30 juin 2005
- Révision à la hausse de la croissance du PIB américain au premier trimestre 2005 : + 3,8 % en variation trimestrielle annualisée (précédente estimation : 3,5 %), après 3,8 % au quatrième trimestre 2004 et, en glissement annuel, 3,7 % (après 3,9 %)
- Ralentissement de l'indice des prix à la consommation en mai : 2,8 % en glissement annuel, après 3,5 % en avril et - 0,1 % en variation mensuelle (après + 0,5 %)
- Stabilité des dépenses de consommation des ménages en volume en mai : 0,0 % en variation mensuelle, après 0,2 % en avril
- En juin, hausse des indices ISM manufacturier (53,8, après 51,4 en mai) et non manufacturier (62,2, après 58,5)
- Hausse des indices de confiance du consommateur en juin : 96,0, après 86,9, selon l'Université du Michigan et 105,8, après 103,1, selon le Conference Board
- Creusement du déficit des transactions courantes au premier trimestre 2005 : 195,1 milliards de dollars (6,4 % du PIB), après 188,4 milliards au quatrième trimestre 2004 (6,3 % du PIB)
- Baisse du taux de chômage en juin : 5,0 %, après 5,1 % en mai

Japon

- Révision à la baisse de la croissance du PIB au premier trimestre 2005 : 1,2 % en variation trimestrielle (précédente estimation : 1,3 %), après 0,1 % au quatrième trimestre 2004, et 0,9 % en glissement annuel, comme au trimestre précédent
- Baisse de la production industrielle en mai : - 2,3 % en variation mensuelle, après + 1,9 % en avril
- Hausse des dépenses de consommation des ménages en mai : 0,8 % en variation mensuelle, après + 1,0 %
- Accélération de l'indice des prix à la consommation en mai : 0,2 % en glissement annuel, après 0,0 %
- Baisse de l'indice de confiance des consommateurs en juin : 46,6, après 48,3
- Hausse de l'indice PMI manufacturier en juin : 54,0 après 53,5
- Hausse de l'indicateur du climat des affaires de l'enquête du Tankan au deuxième trimestre 2005 : 1 après - 2 au premier trimestre
- Excédent commercial en mai : 297,0 milliards de yens (2,79 milliards de dollars), après 959,4 milliards de yens (8,94 milliards de dollars) en avril, en baisse de 68,3 % sur un an (après une baisse de 10,7 % en avril)
- Stabilité du taux de chômage en mai : 4,4 % comme en avril

Royaume-Uni

- Révision à la baisse de la croissance du PIB au premier trimestre 2005 : 0,4 % en variation trimestrielle (précédente estimation : 0,5 %) après 0,6 % au quatrième trimestre 2004 et 2,1 % en glissement annuel, après 2,7 %
- Stabilité du glissement annuel de l'IPCH en mai : 1,9 % comme en avril
- En juin, hausse des indices PMI manufacturier (49,6 après 47,0 en mai) et des services (55,8, après 55,1 en mai)
- Stabilité du taux de chômage en mai (en données nationales) : 2,7 %, comme en avril

Zone euro

- Hausse des ventes au détail en mai : 2,0 % en glissement annuel, après - 0,8 % en avril
- Accélération de l'IPCH en juin : 2,1 % en glissement annuel, après 1,9 % en mai
- Décélération des prix à la production en mai : + 3,5 % en glissement annuel, après + 4,3 % en avril
- Hausse des indices PMI en juin : 49,4 (PMI manufacturier), après 47,1 en mai et 48,9 (PMI des services), après 47,3 en mai
- Amélioration de l'indicateur du climat des affaires en juin : - 0,29, après - 0,37 en mai et stabilité de l'indice de confiance du consommateur : - 15, comme en mai
- Solde cumulé du commerce extérieur de janvier à avril : 7,9 milliards d'euros, contre 25,8 milliards sur la même période de 2004

Pas de signe d'amélioration du marché du travail

Le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), est resté stable en mai 2005, à 10,2 % de la population active. Sur un an, il est en hausse de 0,2 point. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, est resté stable sur le mois. Sur un an, il a augmenté de 1,8 %, soit de 50 000 personnes. Le taux de chômage de la zone euro s'est élevé, en mai 2005, à 8,8 % de la population active, contre 8,9 % le mois précédent.

Selon les résultats définitifs, l'emploi salarié du secteur concurrentiel a stagné au premier trimestre 2005.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, les effectifs industriels sont, en légère baisse, en juin.

La hausse du coût des matières premières continue de peser sur les prix

En mai, les prix à la production dans l'industrie se sont repliés de 0,3 %. Sur un an, ils ont augmenté de 2,4 %. Dans la zone euro, les prix à la production dans l'industrie ont baissé de 0,2 % par rapport à avril.

En juin, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, en euros, a augmenté de 10,9 % (31,5 % sur un an) et de 6,2 % en dollars (31,7 % sur un an).

En juin, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a progressé de 0,2 % par rapport au mois précédent et de 1,8 % sur un an. L'indice des prix à la consommation national (IPCN) est en hausse de 0,2 % sur le mois (1,7 % sur un an). Cette évolution s'explique principalement par la hausse des prix des produits pétroliers.

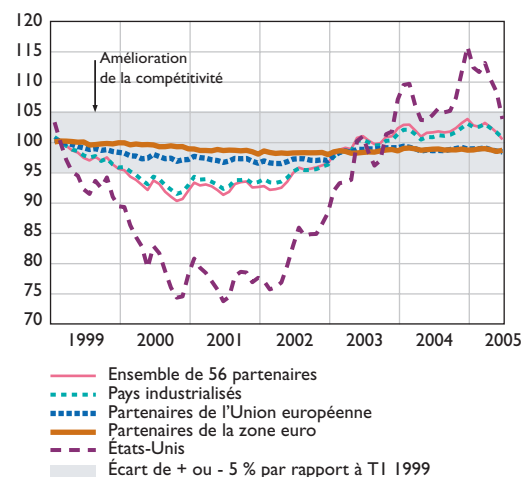
Dans la zone euro, selon Eurostat, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,1 % en juin.

ENCADRÉ 3

Compétitivité de l'économie française

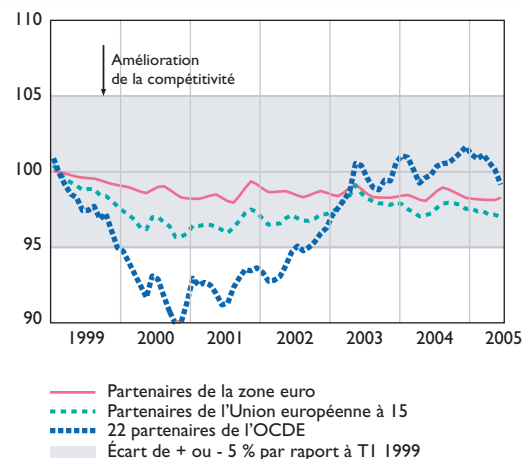
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999



Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

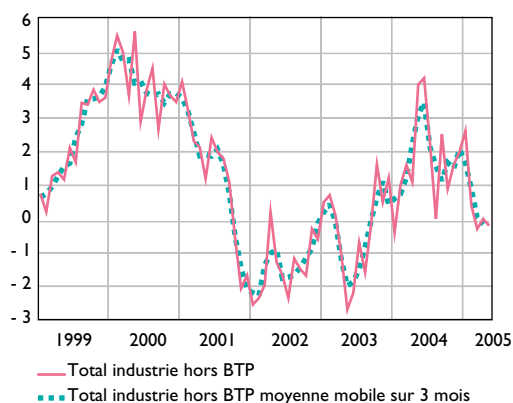


NB : la composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

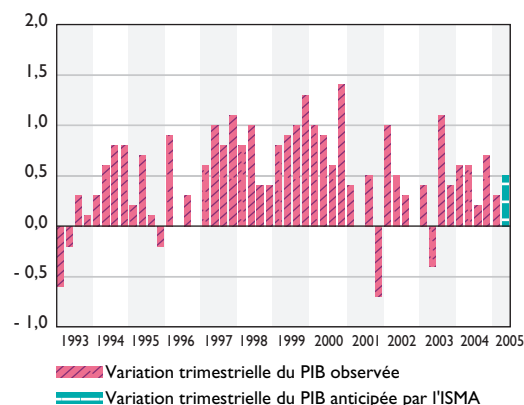
Production industrielle

(en glissement annuel, en %)



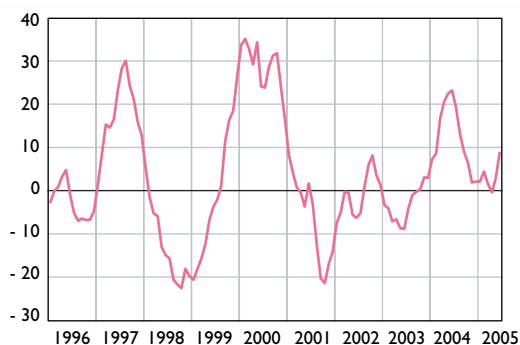
Évolution de l'ISMA et du PIB

(variation trimestrielle, en %)



Coût des matières premières importées

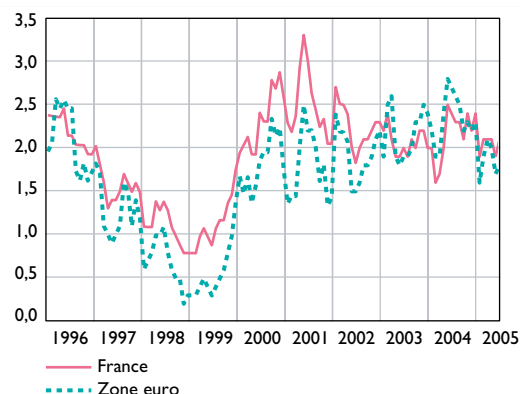
(en glissement annuel, en %)



Source : Indice Banque de France

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Eurostat

Le PIB et ses composants

(en euros constants – cvs – cjo – base 2000)

(variations trimestrielles, en %)

	2004					2005	
	T1	T2	T3	T4	Moyenne annuelle	T1	Acquis
Produit intérieur brut	0,6	0,7	0,1	0,7	2,1	0,3	1,1
Importations	0,3	3,3	2,2	1,2	6,1	0,7	3,5
Dépenses de consommation des ménages	0,9	0,5	- 0,1	1,1	2,3	0,8	1,7
Dépenses de consommation des APU	0,7	0,8	0,1	0,5	2,7	0,1	0,7
FBCF totale	- 0,5	1,0	- 0,3	1,4	2,2	1,4	2,5
dont FBCF des SQS et EI	- 0,6	1,3	- 0,6	1,9	2,4	1,7	3,2
FBCF des ménages	0,4	1,6	0,6	0,8	3,1	0,7	2,0
Exportations	0,0	0,9	0,3	0,9	2,1	- 0,4	0,7
Contributions à la croissance							
Solde extérieur	- 0,1	- 0,7	- 0,6	- 0,1	- 1,1	- 0,3	- 0,8
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,7	- 0,1	1,0	2,3	0,7	1,6
Variation des stocks	0,1	0,7	0,7	- 0,3	0,8	- 0,1	0,3

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 2000

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en mai 2005

En mai 2005, le déficit cvs des transactions courantes semble en voie de stabilisation, à un niveau dégradé de - 2,9 milliards d'euros. Les échanges de biens enregistrent une réduction de leur déficit sous l'effet d'une nette reprise des exportations, mais les transferts courants nets au profit des non-résidents s'accroissent de 0,4 milliard d'euros. Les services hors voyages et les revenus dégagent des soldes équilibrés en données cvs, tandis que l'excédent cvs des voyages se maintient autour de 0,8 milliard d'euros.

Compte tenu de la révision des résultats du premier trimestre, les transactions courantes affichent un déficit de 13 milliards sur les cinq premiers mois de l'année. La forte dégradation par rapport à la période équivalente de 2004 provient, en premier lieu, du creusement du déficit des biens et, dans une moindre mesure, de l'augmentation des transferts courants, ces deux mouvements étant partiellement compensés par une remontée du solde des revenus d'investissements.

Le compte financier présente un solde créditeur de 2,2 milliards d'euros en mai 2005.

Les investissements directs français à l'étranger se montent à 4 milliards d'euros et sont constitués à plus de 85 % de prêts et flux de trésorerie à destination des non-résidents. Les investissements directs étrangers en France se soldent par des entrées de 0,6 milliard, dues essentiellement aux opérations immobilières des non-résidents.

Les investissements de portefeuille font apparaître des sorties nettes de 13,6 milliards d'euros, presque doubles de celles d'avril. Les résidents ont acheté pour 21,2 milliards de titres étrangers, dont 6,6 milliards d'euros d'actions, principalement émises dans la zone euro, et 11,9 milliards d'obligations, émises essentiellement hors de la zone euro. Pour leur part, les non-résidents ont acquis 13,9 milliards d'euros de titres de dette, dont 8,6 milliards émis par les administrations publiques résidentes, mais vendu des actions pour le deuxième mois consécutif (à hauteur de 6,3 milliards).

Au sein des « Autres investissements », les engagements nets des institutions financières monétaires vis-à-vis de l'extérieur se sont accrus de 13,9 milliards d'euros en mai et de 26,9 milliards au total depuis le début de l'année.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	2003 (a)	2004 (b)	12 mois à mai 2005 (b)	5 mois 2004 (b)	5 mois 2005 (c)	Mars 2005 (c)	Avril 2005 (c)	Mai 2005 (c)
Compte de transactions courantes (d)	7,0	- 6,8	- 20,2	0,0	- 12,9	- 2,3	- 3,5	- 2,9
Biens	2,9	- 6,3	- 17,9	1,7	- 10,8	- 2,4	- 3,2	- 2,2
Services hors voyages	2,4	0,5	0,2	0,1	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1
Voyages	11,6	9,8	9,4	4,1	4,1	0,9	0,8	0,8
Revenus	7,1	6,9	7,6	1,6	2,9	1,0	0,4	0,4
Transferts courants	- 16,9	- 17,6	- 19,6	- 7,4	- 9,0	- 1,7	- 1,4	- 1,8
Compte de capital	- 7,7	1,7	1,5	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1
Compte financier	9,7	1,6	13,7	- 11,7	0,5	- 8,0	- 0,1	2,2
Investissements directs	- 9,4	- 18,9	- 24,8	- 7,4	- 13,3	- 0,1	- 2,6	- 3,3
– Français à l'étranger	- 47,1	- 38,5	- 42,2	- 19,7	- 23,5	- 9,8	- 1,3	- 4,0
– Étrangers en France	37,7	19,6	17,4	12,3	10,1	9,6	- 1,3	0,6
Investissements de portefeuille	5,8	- 45,1	- 32,2	- 46,4	- 33,5	15,5	- 7,3	- 13,6
– Avoirs	- 170,6	- 140,9	- 133,4	- 89,3	- 81,9	2,2	- 8,2	- 21,2
– Engagements	176,4	95,8	101,2	42,9	48,3	13,3	0,9	7,6
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,1	4,5	3,8	3,2	- 3,5	5,1	2,2
Autres investissements	21,6	64,0	69,6	37,7	43,3	- 21,1	6,4	15,6
dont IFM	31,1	40,7	35,7	31,9	26,9	- 21,2	4,1	13,9
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	- 3,3	0,6	0,8	1,3	- 1,7	1,4

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

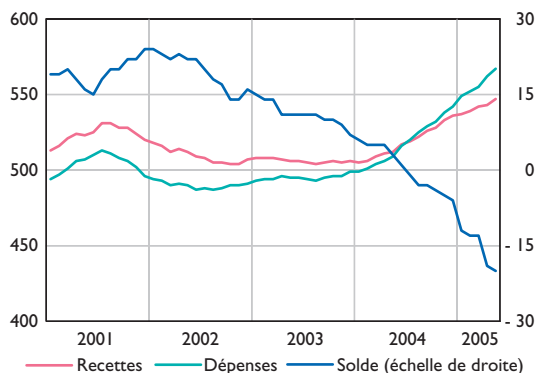
(c) Chiffres provisoires

(d) Données brutes pour les années et le cumul sur 12 mois; données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 5 mois.

Transactions courantes

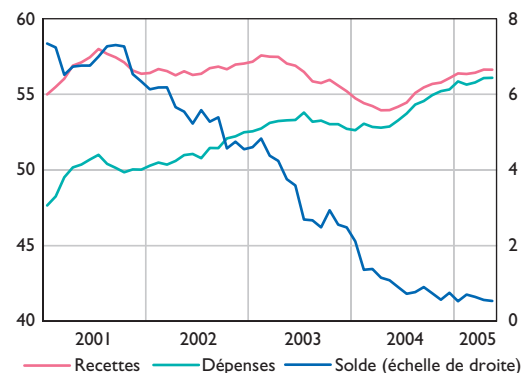
Soldes (cvs)

(en milliards d'euros)


Services hors voyages

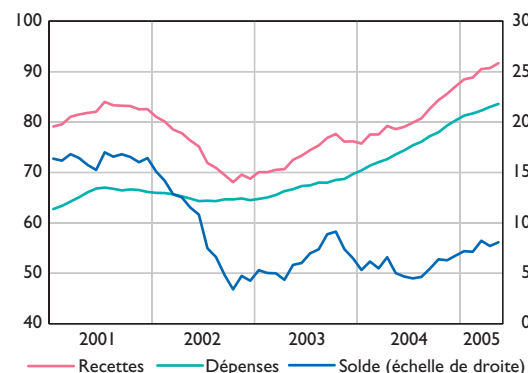
Douze mois glissants (cvs)

(en milliards d'euros)


Revenus

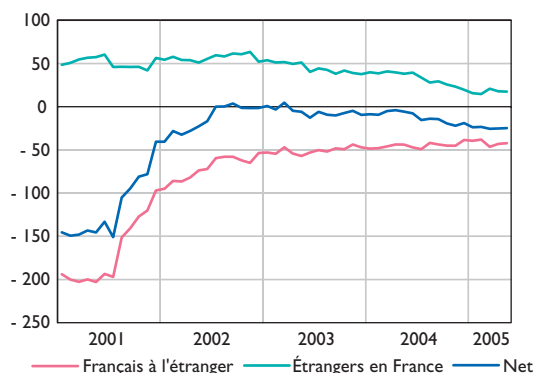
Douze mois glissants (cvs)

(en milliards d'euros)


Investissements directs

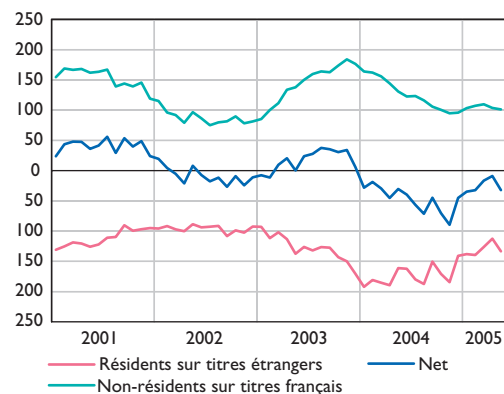
En signe de balance – Douze mois glissants

(en milliards d'euros)


Investissements de portefeuille

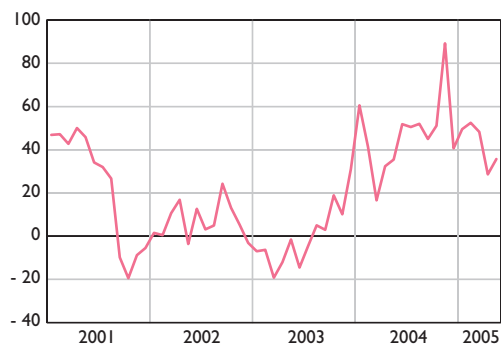
En signe de balance – Douze mois glissants

(en milliards d'euros)


Autres investissements nets des IFM

En signe de balance – Douze mois glissants

(en milliards d'euros)



2| La monnaie, les placements et les financements

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'est établi à 7,3 % en mai, après 6,8 % en avril. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 s'est élevée à 6,9 % pour la période allant de mars à mai, au lieu de 6,6 % pour la période précédente.

Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé a légèrement progressé en mai (7,8 %, après 7,7 % en avril).

En France, les variations annuelles des avoirs monétaires des résidents ont présenté en mai les caractéristiques suivantes :

- la croissance annuelle des dépôts à vue s'est nettement ralentie, à 5,8 %, après 8,2 % ;
- le taux de croissance annuel de l'ensemble des comptes sur livret a légèrement augmenté à 7,3 %, après 7,2 %, en avril ;
- la croissance annuelle des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans s'est notablement ralentie, s'établissant à 3,6 %, après 7,0 % le mois précédent ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires s'est renforcée, atteignant 12,9 % au lieu de 7,9 % ;

Tendances monétaires et financières – Zone euro et France (en euros constants – cvs–cjo – base 2000)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

	Encours	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro
		Avril 2005	Mai 2005	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	486,9	17,5	17,0	
+ Dépôts à vue	2562,3	7,9	8,8	
= M1	3049,2	9,3	10,1	
+ Autres dépôts monétaires	2704,4	5,3	4,9	
= M2	5753,7	7,4	7,6	
+ Instruments négociables	975,3	3,2	6,0	
= M3	6728,9	6,8	7,3	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	7770,9	7,4	7,6	
Créances sur le secteur privé (en données cvs)	8979,7	7,7	7,8	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	395,3	8,2	5,8	15,4
Comptes sur livret	386,9	7,2	7,3	23,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	48,6	7,0	3,6	4,7
Titres d'OPCVM monétaires	308,0	7,9	12,9	48,5
Instruments du marché monétaire	60,2	0,1	14,1	71,1
Crédits au secteur privé (c)	1311,2	7,5	8,1	16,9

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

Source : BCE et Banque de France

- le taux de croissance des instruments du marché monétaire a fortement augmenté, à 14,1 %, après 0,1 %.

2|2 L'endettement intérieur total

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a été tiré à la baisse en mai 2005 par le ralentissement de la croissance de l'endettement des sociétés non financières. En revanche, le rythme de progression de l'endettement des ménages s'est quelque peu renforcé, alors que celui des administrations publiques est resté inchangé.

La progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est légèrement accélérée. En revanche, celle des financements de marché et, surtout, celle des crédits obtenus auprès des non-résidents se sont modérées.

Endettement intérieur total par agents

(taux de croissance annuel en %)

	Mai 2004	Avril 2005	Mai 2005
Endettement intérieur total	4,7	6,8	6,5
Sociétés non financières	0,2	6,1	5,3
Ménages	8,5	9,4	9,7
Administrations publiques	7,6	5,9	5,9

Endettement intérieur total par sources de financement

(taux de croissance annuel en %)

	Mai 2004	Avril 2005	Mai 2005
EIT total (a)	4,7	6,8	6,5
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	5,4	6,0	6,3
Crédits obtenus auprès des non-résidents	- 0,8	12,4	9,5
Financements de marché	5,2	6,3	6,1

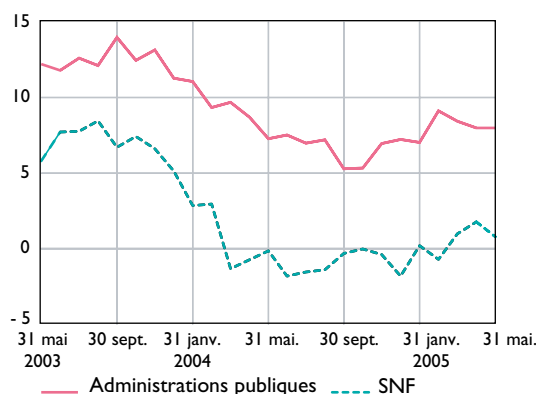
(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques se rapportant aux crédits.

2|3 L'endettement sur les marchés

La croissance de l'endettement des sociétés non financières sur les marchés a quelque peu ralenti, notamment sur le compartiment des émissions à long terme. Le taux de croissance de l'endettement des administrations publiques n'a pas varié.

Endettement des sociétés non financières et des APU sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



2|4 Crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est accélérée, pour s'établir à 6,5 %, après 6,0 % le mois précédent.

La croissance annuelle des prêts au secteur privé s'est renforcée, tandis que la contraction des crédits aux administrations publiques s'est légèrement accentuée. La progression des crédits aux ménages s'est accélérée pour les crédits de trésorerie comme pour les crédits à l'habitat. Le renforcement de la croissance des crédits aux sociétés non financières a été plus marqué pour les crédits de trésorerie que pour les crédits d'investissement.

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Mai 2004	Avril 2005	Mai 2005
Crédits des IFM	6,8	6,0	6,5
aux APU	12,6	- 7,2	- 7,4
au secteur privé	6,2	7,5	8,1
dont :			
Crédits des EC aux ménages	8,6	9,5	9,8
dont : Trésorerie	4,7	4,3	5,0
Habitat	11,5	12,2	12,4
Crédits des EC aux SNF	0,6	5,9	6,1
dont : Trésorerie	- 8,0	4,4	5,4
Investissement	4,4	5,6	5,8

2 | 5 Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Les taux des crédits observés sur les opérations nouvelles ont en moyenne peu varié en mai, aussi bien pour les sociétés non financières que pour les ménages.

- Le taux moyen des crédits aux ménages est en très légère baisse (4,90 %, après 4,91 % en avril). Hormis le taux des découverts qui marque un rebond (9,92 %, après 9,57 %) pour retrouver son niveau du mois de mars, les taux des crédits aux ménages varient modérément : le taux des crédits à la consommation enregistre une baisse (6,00 %, après 6,12 %) un peu plus importante que celle des crédits à l'habitat de PFIT supérieure ou égale à 1 an (3,80 % après 3,83 %) ; les taux des crédits à l'habitat de PFIT inférieure à 1 an marquent une très légère remontée (3,46 %, après 3,43 %).

- Le taux moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières s'établit à 3,79 %, après 3,78 % en avril. Le sens et l'amplitude des évolutions de taux varient toutefois selon les catégories de concours :

baisse modérée pour les découverts (3,68 %, après 3,74 %), remontée assez sensible pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,00 %, après 2,82 %), mais légère baisse pour les crédits de PFIT supérieure ou égale à 1 an (4,06 %, après 4,14 %).

2 | 6 Flux de souscription des OPCVM

Apprécies en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes des différentes catégories d'OPCVM ont augmenté. Cet accroissement est particulièrement marqué pour les OPCVM monétaires.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Déc. 2003	Déc. 2004	Avril 2005	Mai 2005
OPCVM monétaires	9,3	6,5	6,6	10,0
OPCVM obligations	- 4,6	0,1	1,1	2,6
OPCVM actions	1,4	2,7	3,0	3,5
OPCVM diversifiés	- 1,1	4,4	3,5	3,0

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 4

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juin 2005

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2004	Juin 2004 à mai 2005	Juillet 2004 à juin 2005	Juin 2005	Juin 2004 à mai 2005	Juillet 04 à juin 2005	Juin 2005	À fin juin 2005
SNF	- 17,4	- 9,2	- 8,4	- 0,4	5,4	5,4	0,7	104,8
État	39,0	44,9	42,0	6,5	75,1	75,1	6,5	577,0
Autres APU	7,9	15,2	12,4	0,1	18,5	18,5	0,1	54,6
IFM	- 1,4	- 4,9	- 3,5	- 0,5	18,4	18,4	1,7	155,5
IFNM	- 1,2	- 0,8	- 0,6	0,3	0,6	0,6	0,3	23,9
Total	27,0	45,5	41,8	5,8	117,9	117,9	9,3	915,9

Les émissions obligataires des résidents dont le règlement est intervenu au cours du mois de juin 2005, ont totalisé 9,3 milliards d'euros, contre 8,0 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (3,5 milliards d'euros contre 0,9 milliard en mai), les émissions nettes se sont élevées à 5,8 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté plus de 70 % du total émis sur la place de Paris. À fin juin, l'État a réalisé plus des trois-quarts de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2005 (61 milliards d'euros prévus dont 11 milliards sur les lignes indexées).

3| Les marchés de capitaux

En juin, le dollar a poursuivi son mouvement général d'appréciation, sous l'effet d'un différentiel de taux d'intérêt à court terme de plus en plus favorable, vis-à-vis de l'euro et du yen, et de perspectives de croissance toujours soutenues aux États-Unis. La détente des rendements à long terme s'est poursuivie aux États-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni où des anticipations d'assouplissement monétaire se sont, en outre, affirmées. Enfin, les indices boursiers se sont inscrits en hausse en Europe et au Japon, bénéficiant de la bonne tenue des valeurs exportatrices, en liaison avec l'appréciation du dollar.

3| I Les marchés de change et de matières premières

Le dollar s'est apprécié contre les principales devises dans un contexte d'accentuation des différentiels de taux d'intérêt à court terme anticipés. Alors que l'activité économique est restée soutenue aux États-Unis, les données économiques publiées tant au Royaume-Uni, au Japon qu'en zone euro ont été plus mitigées.

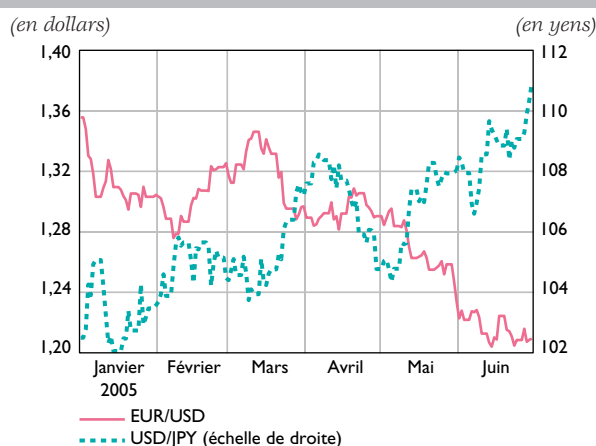
L'euro s'est déprécié de 2,0 % contre dollar en juin, passant de 1,2338 à 1,2094 dollars. Ce recul a, en premier lieu, été alimenté par les incertitudes institutionnelles européennes après

les rejets français et néerlandais du projet de Traité constitutionnel européen et l'échec des négociations budgétaires. En outre, les indicateurs de croissance aux États-Unis et en zone euro ont connu des évolutions divergentes. La conjoncture américaine est, en effet, restée solide (PIB du premier trimestre révisé à la hausse à 3,8 %). *A contrario*, la BCE a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2005 et 2006 (de, respectivement, 1,6 % à 1,4 % et 2,1 % à 2,0 %). La décision du 30 juin du Système fédéral de réserve de relever les taux directeurs de 25 points de base, à 3,25 %, ainsi que le communiqué accompagnant cette décision ont validé les anticipations d'accroissement du différentiel de taux à court terme.

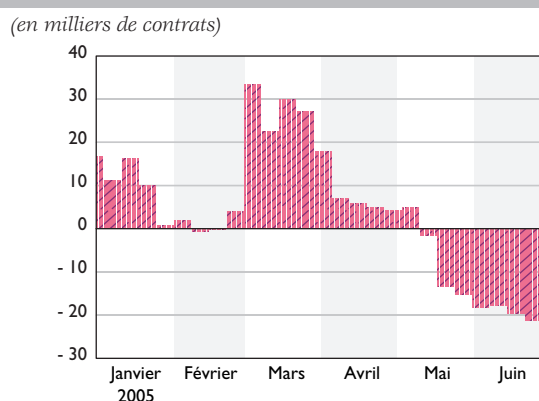
En conséquence, les *risk reversal* sur l'EUR/USD, devenus négatifs fin mai pour les échéances d'options de 1 mois à 1 an, se sont stabilisés entre - 0,5 % et - 1,0 %, traduisant une demande de couverture contre la baisse de l'euro supérieure à la demande de couverture contre sa hausse. La détérioration du sentiment de marché vis-à-vis de l'euro s'est, en outre, traduite par une augmentation significative des positions spéculatives à la baisse de l'euro.

Le yen s'est déprécié contre dollar et est resté stable contre euro. Alors que les perspectives de réévaluation du yuan renminbi, traditionnellement favorables à la devise japonaise, demeurent très incertaines, les prix élevés du pétrole et une conjoncture peu porteuse (PIB du premier trimestre à 1,2 %, contre 1,4 % attendu) ont pesé sur le yen.

Appréciation du dollar contre euro et contre yen



Accentuation des positions spéculatives pariant sur une baisse de l'euro



NB : Hors mention spécifique, les graphiques des parties 1, 2 et 3 de ce chapitre sont constitués à partir de données extraites des bases Reuter et Bloomberg.

La livre sterling s'est dépréciée contre dollar et euro au cours du mois de juin, en liaison avec le renforcement des anticipations de baisse de taux de la Banque d'Angleterre après la publication de données économiques décevantes et la publication le 22 juin des minutes de la réunion du 9 juin du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre.

Les prix du pétrole ont rebondi au cours du mois de juin, gagnant 13,10 % de 48,78 dollars le baril à 55,17 dollars pour la référence *Brent*. Cette hausse est intervenue malgré la décision de l'OPEP prise mi-juin de porter le plafond de production du cartel à 28 millions de barils par jour. Cette nouvelle hausse ne semble pas avoir été alimentée par la spéculation (comme en atteste la faiblesse des positions spéculatives longues sur le Nymex) mais procède d'inquiétudes persistantes sur la capacité des pays producteurs à satisfaire une demande mondiale soutenue, notamment en provenance de l'Asie. La hausse des cours a en outre pu être accentuée par le contexte géopolitique au Moyen-Orient.

Les cours de l'or ont également nettement progressé, à la fois contre dollar (4,4 %, à 435,50 dollars l'once) et contre euro (l'or a atteint un plus haut niveau depuis 12 ans, à 367 euros l'once le 24 juin et a progressé de plus de 6,5 % sur le mois). Cette hausse a été, notamment, alimentée par la résurgence de craintes inflationnistes (hausse du cours des matières premières), mais sans doute également par l'accentuation des positions spéculatives longues.

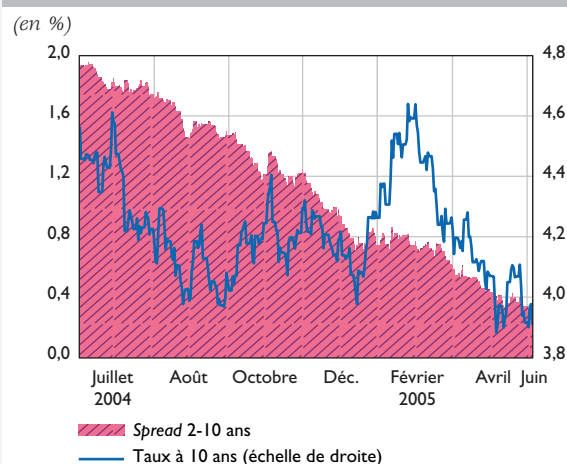
3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

Hausse des taux à court terme aux États-Unis

Aux États-Unis, le rendement obligataire souverain à 2 ans s'est inscrit en hausse de 6 points de base, à 3,63 %, tandis que le rendement à 10 ans a perdu 7 points de base, à 3,91 %. La courbe des taux s'est donc sensiblement aplatie : l'écart de rendement entre les obligations à 10 ans et 2 ans est passé de 41 points de base à 28 points de base.

La remontée des rendements à court terme a été consécutive à la publication de données économiques plutôt satisfaisantes (révision à la hausse de la croissance du PIB pour le premier

Hausse des taux à court terme et aplatissement de la courbe aux États-Unis



trimestre 2005, fermeté des commandes de biens durables). La décision, largement anticipée, du FOMC du 30 juin de relever de 25 points de base le taux directeur du Système fédéral de réserve à 3,25 %, accompagnée d'un communiqué soulignant le caractère toujours accommodant de la politique monétaire, a confirmé les anticipations de poursuite de hausse du taux directeur américain. De fait, fin juin comme fin mai, le marché anticipait des taux directeurs à 4 % à la fin de l'année, soit trois hausses de 25 points de base supplémentaires.

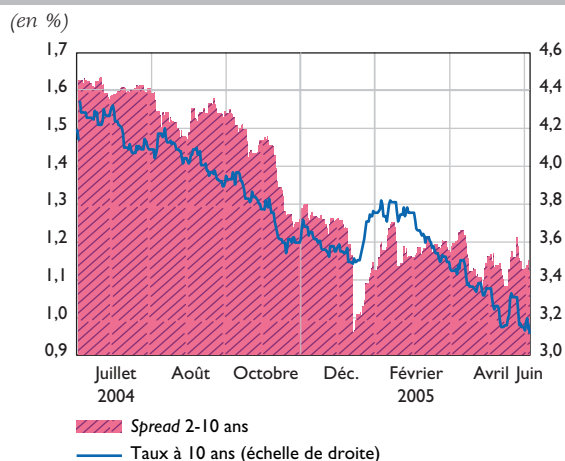
Dans ce contexte, la poursuite de la baisse des taux à long terme américains apparaît difficile à expliquer. Parmi les facteurs pouvant y contribuer figurent, notamment, l'accroissement des investissements des fonds de pension en valeurs du Trésor américain à long terme ainsi que l'accumulation de réserves de change par les banques centrales asiatiques.

Baisse des taux d'intérêt en zone euro

Dans la zone euro, une baisse des taux a été observée sur toutes les échéances. Les rendements des obligations souveraines françaises à 2 ans et à 10 ans ont perdu 16 points de base pour se situer en fin de mois à, respectivement, 2,03 % et 3,13 %. Les chiffres mitigés de croissance ainsi que la révision en baisse des perspectives d'activité pour le second semestre 2005 expliquent cette évolution.

Les taux implicites des contrats Euribor décembre 2005 et mars 2006 sont ainsi

Baisse des taux d'intérêt et aplatissement de la courbe dans la zone euro



punctuellement passés sous le niveau de 2 %, le taux minimum de soumission aux appels d'offre de la BCE. Ce mouvement a pu être accentué par le renforcement des anticipations de baisse de taux au Royaume-Uni et par l'ampleur (50 points de base) de l'assouplissement monétaire décidé en Suède au mois de juin. Par la suite, la croissance rapide des agrégats monétaires en zone euro, publiée à la fin du mois, ainsi que la prise en compte de l'assouplissement des conditions monétaires induit par la dépréciation de l'euro, ont permis aux participants de marché de revenir partiellement sur ce scénario de baisse de taux. Au total, à la fin du mois de juin, les participants de marché anticipaient le maintien du *statu quo* monétaire au cours de la prochaine année.

Baisse des primes de signature sur les émetteurs privés dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	1 ^{er} juillet 2005	1 ^{er} juin 2005	Variation
Corporates AAA 5-7 ans	15	15	0
Industrielles AA 5-7 ans	26	29	- 3
Financières AA	78	83	- 5
Corporates BBB 5-7 ans	29	32	- 3
Industrielles AA	22	24	- 2
Telecom	54	62	- 8

Source : Merrill Lynch, échéance cinq ans

Les incertitudes politiques issues du rejet français et néerlandais du Traité constitutionnel européen, les discussions infructueuses quant au projet de budget 2007-2012 ainsi que le relâchement de la discipline budgétaire de certains États membres ont entraîné une discrimination plus marquée des risques de crédit souverains. Les primes de CDS des émetteurs souverains de la zone euro ont, en conséquence, connu des évolutions divergentes au cours du mois de juin : celles de l'Allemagne et de la France sont demeurées stables (aux alentours d'environ 3 points de base), tandis que celles du Portugal, de l'Italie et de la Grèce ont progressé à, respectivement, 8 points de base, 15 points et 16 points.

Sur le marché des émetteurs privés, les révisions à la baisse des perspectives économiques n'ont eu aucune conséquence pénalisante en termes d'accès au financement. Les écarts de rendement par rapport au taux sans risque (lui-même en baisse sur la période) se sont réduits.

Autres mouvements en Europe

Au Royaume-Uni, bien que la Banque d'Angleterre ait maintenu inchangé son taux directeur (à 4,75 %), les taux d'intérêt ont reculé sous l'effet du constat d'une décélération de l'activité économique : la plupart des enquêtes sur le marché immobilier ont montré des baisses de prix et les ventes de détail ont enregistré un net affaiblissement. Le rendement à 2 ans a perdu 18 points de base à 4,06 %, le taux à 10 ans 14 points de base, à 4,17 % et celui à 30 ans 12 points de base, à 4,20 %. À la fin du mois de juin, les participants de marché anticipaient une baisse des taux de 50 points de base d'ici à la fin de l'année.

Le 20 juin, la banque centrale de Suède a baissé son taux directeur de 50 points de base à 1,50 %. Ce mouvement, dont l'ampleur était inattendue, résulte de la poursuite de la baisse de l'inflation anticipée à un niveau très inférieur à la cible de 2 %. La révision des prévisions de croissance à la baisse a également été invoquée par la banque centrale de Suède.

A contrario, la banque centrale de Norvège a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 2,00 %, le 30 juin, mettant un terme au cycle d'assouplissement monétaire entamé en 2002.

Parmi les nouveaux membres de l'Union européenne, on note une baisse des taux directeurs en Pologne le 29 juin, de 50 points de base à 5,50 %, soit un plus bas niveau historique, en raison tant du ralentissement économique que du repli des perspectives d'inflation. Une baisse de 25 points de base est intervenue sur le taux directeur hongrois, à 7,00 %, le 20 juin, également rendue possible par une diminution de l'inflation.

3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers se sont inscrits en hausse en Europe et au Japon, tandis qu'ils ont reculé aux États-Unis. L'appréciation du dollar contre euro et yen a favorisé les exportateurs européens et japonais, tandis que les perspectives de poursuite du resserrement monétaire aux États-Unis ont pesé sur le cours des actions américaines. Les entreprises du secteur pétrolier ont connu parmi les meilleures performances.

Indices boursiers : recul aux États-Unis et progression en Europe et au Japon

(variation en %)

	Niveau au 30 juin 2005	Variation/ 31 mai 2005	Variation/ 31 déc. 2004.
CAC 40	4 229,35	2,6	10,7
DAX	4 586,28	2,8	7,8
DJ euroStoxx 50	3 036,54	3,5	9,4
FTSE	5 113,20	3,0	6,2
Nasdaq	2 056,96	- 0,5	- 5,4
Dow Jones	10 275,00	- 1,8	- 4,7
Nikkei	11 584,01	2,7	0,8

ENCADRÉ 5

Le marché Alternext

Sur la période récente, Euronext a lancé un système multilatéral de négociation organisé, Alternext, qui vise principalement les petites et moyennes entreprises de la zone euro. Ses règles d'organisation ont été approuvées le 3 mai 2005 par l'Autorité des marchés financiers. Ce marché nouveau vise à concilier, d'une part, un assouplissement de la réglementation, et donc des coûts pour les émetteurs, et, d'autre part, la sécurité et la transparence recherchées par les investisseurs :

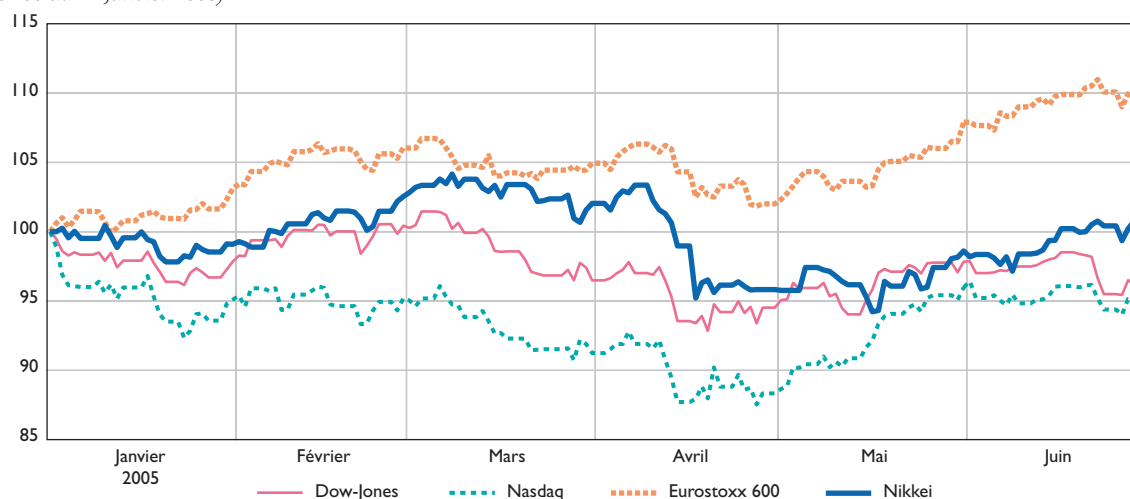
- l'admission peut prendre la forme d'un appel public à l'épargne ou d'un placement préalable privé, avec des montants minimaux respectifs de 2,5 et 5 millions d'euros. Les investisseurs ont le choix du mode de négociation : soit le market making, soit le carnet d'ordres central ;

- les sociétés ont des obligations d'information (comptes annuels et semestriels), mais ne sont pas tenues de rendre publics leurs comptes trimestriels ni même de faire auditer les comptes semestriels qu'elles publient. La communication de leurs comptes selon les normes IFRS n'est pas obligatoire. Elles doivent disposer de manière continue d'un introducteur agréé (listing sponsor). Enfin, il convient de noter qu'un mécanisme de garantie de cours est mis en œuvre au bénéfice des actionnaires minoritaires et que les dispositions relatives aux abus de marché seront applicables.

À fin juin 2005, huit introductions ont déjà été réalisées. Les récentes mesures fiscales prises par le gouvernement français en faveur des investisseurs devraient contribuer au développement de ce marché.

Performance différenciée des indices boursiers

(base 100 au 1^{er} janvier 2005)



ENCADRÉ 6

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris

Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Juin 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	457,0	65,6	455,8	65,7
Pensions à taux fixe	191,6	27,5	188,7	27,2
Pensions à taux variable	265,4	38,1	267,1	38,5
BTAN	163,9	23,5	167,6	24,1
Pensions à taux fixe	54,1	7,8	52,5	7,6
Pensions à taux variable	109,8	15,8	115,1	16,6
BTF	75,4	10,8	70,6	10,2
Pension à taux fixe	18,2	2,6	16,5	2,4
Pensions à taux variable	57,2	8,2	54,1	7,8
Total	696,3	100,0	694,0	100,0
Pensions à taux fixe	263,8	37,9	257,7	37,1
Pensions à taux variable	432,5	62,1	436,3	62,9

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 juin	31 mai	Variation
1 mois	2,02	2,02	0
3 mois	2,01	2,02	- 1
6 mois	1,99	2,01	- 2
12 mois	1,98	2,04	- 6
2 ans	2,03	2,19	- 16
5 ans	2,46	2,62	- 16

Émission de TCN

(en milliards d'euros)

	Émissions en juin 2005		Encours à fin juin 2005
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	521,3	- 14,4	359,4
Certificats de dépôt négociables	465,3	- 12,5	229,4
BMTN	0,8	0,1	52,0
Billets de trésorerie	55,2	- 2,0	78,0

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	28 mai au 3 juin	4 au 10 juin	11 au 17 juin	18 au 24 juin
1 jour	2,15	2,06	2,13	2,13
10 jours	—	2,15	—	2,23
30 jours	2,16	2,16	2,17	2,17
90 jours	2,18	2,16	2,19	2,19
180 jours	2,23	2,15	2,18	—

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	28 mai au 3 juin	4 au 10 juin	11 au 17 juin	18 au 24 juin
1 jour	2,11	2,03	2,11	2,10
10 jours	2,06	2,06	2,09	2,07
30 jours	2,12	2,10	2,10	2,11
90 jours	2,15	2,15	2,14	2,14
180 jours	2,17	2,15	2,12	2,24

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A-1+/F1+, A-1/P-1/F1, A-2/P-2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+, A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Avril 2005	1	4	10	5
Mai 2005	1	4	11	4
Juin 2005	1	5	13	5
3 mois				
Avril 2005	6	8	14	8
Mai 2005	5	8	18	8
Juin 2005	4	8	14	7

(a) Conduits chargés du refinancement, par billets de trésorerie, de structures de titrisation

Le mois de juin se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission (écart de plus ou moins 1 point de base par rapport au mois précédent), à l'exception des émetteurs non notés qui enregistrent une baisse de 4 points de base pour le 3 mois et une hausse de 2 points pour le 1 mois.

Un siècle de productivité globale des facteurs en France 21

Gilbert CETTE

Direction des Études économiques et de la Recherche

Yussuf KOCOGLU

Université de la Méditerranée

Jacques MAIRESSE

Institut national de la Statistique et des Études économiques

Centre de Recherche en économie et statistique

Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix 31

Gilbert CETTE

Direction des Études économiques et de la Recherche

Laure FREY

Gilles MOËC

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'Études sur les économies étrangères

Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique 45

Laure FREY

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'Études sur les économies étrangères

La situation du système bancaire et financier français en 2004 51

Catherine GOUTEROUX

Direction de la surveillance générale du système bancaire

Service des Études bancaires

Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans 61

Dominique LEFILLIÂTRE

Direction des Entreprises

Observatoire des Entreprises

Le coût du crédit aux entreprises 73

Direction de la Conjoncture

Service des Synthèses conjoncturelles

Un siècle de productivité globale des facteurs en France

Gilbert CETTE

Banque de France
Direction des études
économiques et de la Recherche

Yusuf KOCOGLU

Université de la Méditerranée

Jacques MAIRESSE

INSEE
Centre de Recherche
en économie et statistique

Les approches dites de comptabilité de la croissance du PIB ou de la productivité du travail distinguent usuellement deux grands facteurs explicatifs de la croissance de long terme : l'intensification capitaliste et la productivité globale des facteurs (PGF), généralement calculée par solde. Diverses lectures de la PGF sont proposées dans la littérature économique :

- mesure du progrès technique,
- expression de gains de productivité induits par l'activité économique, via par exemple des effets d'externalités ou d'économies d'échelle,
- index de notre ignorance des sources de la croissance du PIB ou de la productivité.

La présente étude propose une analyse comptable de la croissance sur longue période (depuis la fin du XIX^e siècle) de la productivité du travail en France, en distinguant les contributions de la PGF, d'une part, et de l'augmentation générale de l'intensité capitaliste, d'autre part. Cette évaluation pour la France est comparée à une évaluation sur l'économie américaine.

Des écarts intéressants distinguent la France des États-Unis. Les trois principaux sont que :

- les périodes de forte croissance de la productivité s'expliquent comptablement par une forte contribution de la PGF en France et plutôt de l'intensité capitaliste aux États-Unis. Cela peut signifier que le rattrapage des niveaux de productivité américains opérés en France sur l'après seconde guerre mondiale nécessitait essentiellement d'autres ajustements et transformations qu'une intensification en capital des techniques de production ;
- la période de grand dynamisme de la PGF et de la productivité en France est celle s'étendant de l'après seconde guerre mondiale au premier choc pétrolier tandis que celle de grand dynamisme de l'intensité capitaliste et de la productivité aux États-Unis s'étend de l'après première guerre mondiale jusqu'à la crise de la fin des années vingt. Cette précocité américaine explique les potentialités mêmes du processus de rattrapage qui a suivi la seconde guerre mondiale ;
- sur la période la plus récente (depuis 1995), l'économie américaine bénéficie à la fois d'une contribution de l'intensité capitaliste et d'une contribution de la PGF aux gains de productivité supérieures à celles observées en France. Ces écarts peuvent sans doute en partie s'expliquer par une plus forte diffusion des TIC concernant la contribution de l'intensité capitaliste et par des dépenses en recherche et développement supérieures concernant la contribution de la PGF.

Mots clés : productivité, productivité globale des facteurs, croissance, progrès technique, investissement, accumulation
Code JEL : O47, J24, E22

Les approches dites de comptabilité de la croissance du PIB ou de la productivité du travail distinguent usuellement deux grands facteurs explicatifs : l'intensification capitaliste et la PGF, généralement calculée par solde (cf. encadré). Mais que mesure la PGF ? Lipsey et Carlaw (2000, 2004) distinguent, dans la littérature économique, trois principales lectures de la PGF. Une première lecture, sans doute la plus courante, considère la PGF comme une mesure du progrès technique. Une seconde lecture appréhende la PGF comme l'expression de gains de productivité induits par l'activité économique, *via* par exemple des effets d'externalités ou d'économies d'échelle, et non appréhendés par les facteurs de production usuellement retenus. Ainsi, pour Hulten (2000), la PGF représente une manne qui tombe du ciel « *Manna from Heaven* », c'est-à-dire des améliorations sans coûts. Dans cette même logique, Jorgenson et Griliches (1967) avancent qu'une bonne mesure des facteurs et une bonne spécification de la fonction de production devrait aboutir à une PGF nulle ou presque. Enfin, la troisième lecture est celle des sceptiques sur toute interprétation de ce que mesurerait la PGF. Pour Abramovitz (1956) repris par Griliches (1996), la PGF serait un index de notre ignorance (« *a measure of our ignorance* ») des sources de la croissance de la productivité. Les difficultés de mesure des *inputs*, de l'*output* et des interactions entre les différentes variables macroéconomiques en jeu sont telles que la PGF intégrerait les effets de facteurs non identifiés. Une hausse de la PGF refléterait ainsi des progrès technologiques aussi bien que d'autres avancées liées par exemple à l'organisation du travail, à l'amélioration des circuits de distribution, à l'apprentissage par la pratique, aux économies d'échelle, aux externalités de recherche, etc. Ces avancées permettent aux travailleurs d'être plus productifs à intensité capitaliste identique.

Les comptes nationaux s'efforcent souvent de tenir compte des améliorations de la qualité des équipements dans le partage volume-prix des séries d'investissement en valeur et les évaluations de stocks de capital (cf. Cette, Mairesse et Kocoglu, 2000). Si les prix des biens d'investissement sont ainsi estimés à qualité constante, à une hausse de leurs performances correspondra une baisse de leur prix relatif. Dans ce cadre, l'intensification capitaliste (effets de « *capital deepening* ») c'est-à-dire, à un niveau très agrégé, l'évolution du volume de capital

productif fixe rapporté au volume de la force de travail mobilisée, intégrera des effets de progrès technique. La PGF ne captera alors, entre autres effets, qu'une partie des gains de performance induits par le progrès technique. L'évolution extrêmement rapide des performances des produits des technologies de l'information et de la communication (TIC), notamment des microprocesseurs, a soulevé des difficultés particulièrement aiguës pour l'application des approches de comptabilité de la croissance. Il apparaît ainsi que le prix des matériels informatiques à qualité constante, tel qu'il peut être appréhendé par des méthodes hédoniques, aurait baissé de plus de 15 % par an aux États-Unis sur les trois dernières décennies¹. La prise en compte des gains de performances des produits d'investissement dans les comptes nationaux est cependant encore très partielle, récente et peu harmonisée entre pays. Seuls quelques produits TIC sont principalement concernés, ce qui rend les comparaisons de comptabilité de la croissance dans le temps et entre pays particulièrement délicates.

On le voit : la mesure des effets de la recherche, de l'innovation et du progrès technique sur la croissance du PIB ou de la productivité est nécessairement difficile et complexe ; elle ne peut se résumer à la seule PGF ni même à un petit nombre d'indicateurs. Dans ce contexte, l'ambition du présent article est très limitée. Nous présentons d'abord (section 1) un essai d'analyse comptable de la croissance sur longue période (depuis la fin du XIX^e siècle) de la productivité du travail en France, en distinguant les contributions de la PGF et de l'augmentation générale de l'intensité capitaliste. Cette évaluation pour la France est ensuite comparée (section 2) à une évaluation sur l'économie américaine récemment proposée par Ferguson et Wascher (2004).

I | Évaluation sur l'économie française

L'approche dite de la comptabilité de la croissance repose sur des hypothèses simplificatrices fortes (cf. encadré). Il convient de garder à l'esprit que, compte tenu de ces hypothèses et en raison des fortes incertitudes des évaluations notamment sur les périodes anciennes, particulièrement celles

¹ Les méthodes hédoniques reposent sur des estimations économétriques des différences de prix de produits d'une même famille (par exemple micro-ordinateurs ou voitures) en fonction de leurs caractéristiques (par exemple vitesse d'horloge, consommation d'essence au km, ...). Cf. sur ce thème Cette, Mairesse et Kocoglu (2000)

ENCADRÉ

Le principe de la comptabilité de la croissance

L'approche comptable de la croissance a été inaugurée notamment par Solow (1956, 1957). Les possibilités de production sont supposées être représentables par une fonction de production globale avec un terme de productivité globale des facteurs PGF (ou terme de progrès technique autonome). La production (ou output noté Y) peut s'écrire :

$$(1) Y = PGF \cdot F(K_j, L_i)$$

où K_j et L_i représentent respectivement les services du capital de type j et du travail de type i en volume (ou inputs). En adoptant comme approximation de la fonction de production la fonction de Cobb-Douglas, linéaire en logarithme et en l'écrivant en différences premières (ou de façon pratiquement équivalente en taux de croissance), on obtient la relation :

$$(2) \Delta y = \Delta pgf + \sum_j \alpha_j \Delta k_j + \sum_i \beta_i \Delta l_i$$

où y , k_j , l_i et pgf représentent les logarithmes du volume de l'output, du capital de type j , du travail de type i et de la PGF, où Δ indique une différence première (ou taux de variation annuel) et où les α_j et β_i sont les élasticités de l'output par rapport aux inputs K_j et L_i . Il est supposé en général que les rendements d'échelle sont unitaires (constants) : soit $\sum_j \alpha_j + \sum_i \beta_i = 1$.

Le taux de croissance de l'économie se décompose ainsi en une somme du taux de croissance de chacun des inputs pondéré par leur élasticité de production et du taux de croissance de la PGF. La comptabilité de la croissance peut être aussi présentée de façon strictement équivalente en termes de comptabilité de la productivité du travail en écrivant (sous l'hypothèse habituelle de rendements d'échelle constants) :

$$(3) (\Delta y - \Delta l) = \Delta pgf + \sum_j \alpha_j (\Delta k_j - \Delta l) + \sum_i \beta_i (\Delta l_i - \Delta l)$$

où L est une mesure du travail moyen (par exemple effectif total ou nombre d'heures travaillées totales, toutes catégories de travailleurs prises ensemble), $(\Delta y - \Delta l)$ la mesure correspondante du taux de croissance de la productivité du travail et où $\sum_j \alpha_j (\Delta k_j - \Delta l)$ représente la contribution de l'évolution de l'intensité capitalistique et $\sum_i \beta_i (\Delta l_i - \Delta l)$ celle liée des effets de composition du travail (par exemple de qualification).

La mise en œuvre de la comptabilité de la croissance demande que l'on dispose d'évaluations de la production et de ses facteurs. Dans le cadre d'analyses macroéconomiques, celles-ci sont pour l'essentiel fournies par les comptes nationaux. Elle demande aussi que l'on connaisse les élasticités de la production par rapport aux facteurs. Outre l'hypothèse de rendements d'échelle constants, on admet très généralement que les facteurs de production sont rémunérés à leur productivité marginale (au moins de façon approximative sur moyenne et longue périodes), ce qui implique que les élasticités des facteurs puissent être estimées par les parts de leurs rémunérations (leurs coûts) dans le revenu total (ou coût total). Les coûts du travail (salaires et charges sociales liées) représentant environ les deux tiers du revenu, on trouve ainsi, par exemple, que $\sum_i \beta_i \approx 2/3$ et donc $\sum_j \alpha_j \approx 1/3$.

Au total, la PGF est obtenue comme un « résidu » : elle mesure la croissance de la production et celle de la productivité du travail qui n'est pas imputable à la croissance du volume des facteurs de production. La décomposition comptable de la croissance est surtout descriptive. Elle ne correspond pas à une explication causale de la croissance, même si elle peut être très instructive, en permettant notamment des comparaisons entre périodes et pays.

.../...

NB : Voir, par exemple, les présentations récentes de Hulten (2000) et Lipsey et Carlaw (2004) pour une description détaillée de la méthode. Sur l'histoire de la comptabilité de la croissance et de la PGF (ou « résidu ») voir Griliches (1996).

Sources des données mobilisées

Afin de construire des séries séculaires mobilisées pour construire le tableau ci-après ¹, les sources suivantes ont été retenues :

- concernant le PIB, INSEE pour la période 1949-2002, Villa (1994) pour la période 1913-1948 et Lévy-Leboyer et Bourguignon (1985) pour la période (1820-1912) ;
- concernant les séries de FBCF, nécessaires pour construire le stock de capital : INSEE pour la période 1846-2002, Lévy-Leboyer (1978) pour la période 1820-1845. La ventilation de la FBCF totale entre matériels et bâtiments est tirée des données de l'INSEE pour la période 1845-2002 et de Villa (1994) pour la période 1820-1845 ;
- enfin concernant la force de travail les données sont issues de l'Insee pour la période 1959-2002 et de Marchand et Thélot (1997) pour la période précédente.
- Les séries de capital sont construites en supposant un taux de déclassement annuel de 2,5 % pour le bâtiment et 10 % pour les équipements.

Pour la période plus récente (1980-2002), les évaluations distinguent les TIC des autres équipements, avec des hypothèses de déclassement spécifiques. Les hypothèses de calculs et les données de base mobilisées sont détaillées dans Cette, Mairesse et Kocoglu (2002).

¹ Voir Kocoglu (2001) pour plus de détails sur les sources concernant les séries du XIX^e siècle et de la première moitié du XX^e siècle.

relatives au capital, la lecture très synthétique que nous présentons ici de la croissance de l'économie française sur longue période doit être considérée avec une grande prudence ².

Le tableau ci-après fournit une décomposition de la productivité du travail dans l'économie marchande française sur la période 1890-2002. La durée du travail a connu une réduction sensible sur cette longue période, ce qui a eu un impact important sur la dynamique de la productivité du travail. Aussi, la contribution de cette variable est isolée ce qui permet de proposer une décomposition des évolutions de la productivité du travail en termes horaires ou par emploi. La périodisation retenue est celle proposée dans de nombreuses analyses sur longue période (par exemple

Maddison (1994, 2001)). Elle distingue l'avant première guerre mondiale (1890-1913), la période (1913-1950) des deux guerres mondiales et de l'entre-deux-guerres avec, au-delà les premières années de reconstruction et de démarrage de l'économie, la période (1950-1973) des « Trente Glorieuses » (ramenée ici à vingt-trois années) allant jusqu'au premier choc pétrolier, la période (1973-1980) des années venant immédiatement après le premier choc pétrolier, et celle enfin des années plus récentes (1980-2002).

Signalons que l'évaluation de la contribution de PGF à laquelle nous aboutissons est très proche, pour les sous-périodes comparables, à celle de Dubois (1985). Ce dernier chiffre en effet la contribution de la PGF à la croissance de la productivité par emploi

Décomposition de la croissance de la productivité en France dans le secteur marchand

(données de longues période, en % annuel)

	1890-1913	1913-1950	1950-1973	1973-1980	1980-1990	1990-1995	1995-2002
Productivité par emploi [a]	1,48	0,98	4,89	2,04	2,69	1,55	0,88
Productivité horaire [b]	1,91	1,65	5,28	3,07	3,29	1,75	1,77
Contributions :							
Intensité capitaliste par emploi [c]	0,54	0,31	1,18	1,21	1,29	1,68	0,57
Intensité capitaliste par heure [d]	0,68	0,53	1,31	1,56	1,49	1,74	0,87
Durée du travail [e]	- 0,29	- 0,45	- 0,26	- 0,68	- 0,40	- 0,14	- 0,59
PGF [f]	1,23	1,12	3,97	1,51	1,80	0,01	0,90

NB : On vérifie les deux égalités comptables : [a] = [c] + [e] + [f] et [b] = [d] + [f]

Calculs des auteurs

² Pour des approches comparables sur longue période, voir Carré, Dubois et Malinvaud (1972) ou Dubois (1985)

dans l'ensemble de l'économie marchande française à 1,4 % sur la sous-période 1896-1913, 1,4 % sur la sous-période 1913-1951, et 4,2 % sur la sous-période 1951-1973.

La périodisation proposée permet de bien caractériser les différentes grandes phases de la progression de la productivité du travail par emploi :

- la productivité du travail ralentit à partir de 1913 (0,50 point par an), principalement du fait d'un ralentissement de l'intensité capitaliste (0,23 point), mais aussi de la PGF (0,11 point), à quoi s'ajoute une réduction plus rapide du temps de travail (0,16 point),
- la productivité accélère fortement à partir de 1950 (3,91 points) du fait principalement d'une accélération de la PGF (2,85 points), mais aussi de l'intensité capitaliste (0,87), à quoi s'ajoute une réduction moins rapide du temps de travail (0,19),
- la productivité ralentit après le premier choc pétrolier, en 1973 (2,85 points), du fait, principalement, d'un ralentissement de la PGF (2,46 points), mais aussi d'une réduction plus rapide de la durée du travail (0,42 point), la contribution de l'intensité capitaliste demeurant presque inchangée,
- la productivité accélère en 1980 (0,65 point) du fait d'une accélération de la PGF (0,29 point), d'une réduction moins rapide de la durée du travail (0,28 point) et d'une légère accélération de l'intensité capitaliste (0,08 point),
- la productivité ralentit en 1990 (1,15 point), du fait d'un ralentissement de la PGF (1,79 point) en partie contrebalancé par une accélération de l'intensité capitaliste (0,39 point) et par une moindre réduction du temps de travail (0,26 point),
- enfin, la productivité ralentit à nouveau en 1995 (0,67 point) du fait d'un ralentissement de l'intensité capitaliste (1,11 point) et d'une réduction plus rapide du temps de travail (0,45 point), en partie contrebalancés par une accélération de la PGF (0,89 point) ;
- sauf sur l'avant-dernière sous-période (1990-1995), la contribution de la PGF à la croissance de la productivité est supérieure à celle de la croissance

de l'intensité capitaliste. L'écart est particulièrement important sur la période 1950-1973 de forte croissance de la productivité correspondant elle-même à un dynamisme remarquable de la PGF. Cependant, la faible contribution de la PGF sur la sous-période 1990-1995 s'explique très largement par un effet cyclique (cf. Cette, Mairesse et Kocoglu, 2002) ;

- les forts gains de productivité de la période 1950-1973 correspondent essentiellement à d'importants gains de PGF, la contribution de l'intensité capitaliste étant globalement stable sur les trois premières sous-périodes (1950-1973, 1973-1980, 1980-1990) d'après la seconde guerre mondiale ;

- la contribution de l'intensité capitaliste est assez régulière et faible (0,3 à 0,5 point par an dans le calcul par emploi) sur les deux premières périodes (1890-1913, 1913-1950). Elle augmente ensuite très fortement et demeure stabilisée à un rythme annuel supérieur à un point, sauf à partir de 1995. Ainsi, le ralentissement de la productivité du travail après le premier choc pétrolier est induit par un ralentissement de la PGF et non par un ralentissement de l'intensité capitaliste. Le ralentissement de l'intensité capitaliste à partir de 1995 s'explique en partie par le déploiement des politiques d'allègements de charges sociales ciblées sur les bas salaires (cf. Cette, 2004). Pour autant, malgré sa faiblesse comparée aux autres sous-périodes de l'après seconde guerre mondiale, la contribution de l'intensité capitaliste aux gains de productivité est supérieure, sur la dernière sous-période 1995-2002, à celles observées sur les sous-périodes d'avant la seconde guerre mondiale.

2| Comparaison avec les États-Unis

Peu d'analyses permettent une comparaison sur une aussi longue période avec d'autres pays industrialisés. Ferguson et Wascher (2004) proposent une telle décomposition de la croissance de la productivité horaire dans le secteur marchand non-agricole de l'économie américaine, avec une périodisation un peu différente de celle retenue ci-dessus pour l'économie française. Les résultats en

Décomposition de la croissance de la productivité horaire du travail aux États-Unis dans le secteur marchand non agricole

(en % annuel)

	1890-1917	1917-1927	1927-1948	1948-1973	1973-1995	1995-2003
Productivité horaire [b]	1,5	3,8	1,8	2,9	1,4	3,0
Contributions :						
Intensité capitaliste [d]	0,8	2,8	1,7	1,9	0,4	1,4
PGF [f]	0,7	1,0	0,1	1,0	1,0	1,6

NB : On vérifie l'égalité comptable : $[b] = [d] + [f]$

Source : Fergusson et Wascher (2004)

en sont résumés dans le tableau ci-dessus. Ils amènent aux observations suivantes :

- les périodes de forte croissance de la productivité sont celles de la décennie 1917-1927, contrairement à la France, de l'après seconde guerre mondiale jusqu'au premier choc pétrolier comme pour la France, et les années les plus récentes contrairement encore à ce qui est observé pour la France ³ ;
- à l'exception des dernières années (1995-2003), la contribution de la PGF à la croissance de la productivité du travail apparaît toujours inférieure ou équivalente aux États-Unis à celle observée en France ;
- sauf à nouveau sur les dernières années, les périodes de forte croissance de la productivité se distinguent par un accroissement rapide de l'intensité capitaliste. C'est là une différence notable avec la situation observée pour la France où les forts gains de productivité de l'après seconde guerre mondiale s'expliquent principalement par le dynamisme de la PGF. Les forts gains de productivité réalisés

traduiraient donc des mécanismes différents dans les deux pays : l'intensification capitaliste aux États-Unis et surtout d'autres sources de gains de productivité en France, correspondant largement en fait à un rattrapage des États-Unis.

La comparaison qui précède est établie au niveau agrégé de l'ensemble de l'économie marchande. Il n'est pas inutile de rappeler ici que les écarts de productivité constatés entre les deux pays résultent en partie des modifications de structures sectorielles des économies nationales. Le tableau ci-dessous tiré de l'étude de Card et Freeman (2002) montre ainsi que la contraction tardive, en France et en Allemagne par rapport au Royaume-Uni et aux États-Unis, de l'importance du secteur agricole dans l'économie y a permis de forts gains de productivité relative (environ 0,3 à 0,4 point par an) sur les décennies soixante et soixante-dix et plus faibles (environ 0,1 point par an) sur les décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Cet impact traduit bien sûr le fait que le niveau de productivité dans l'agriculture était moins élevé en moyenne que celui des autres secteurs.

Place de l'agriculture dans l'emploi et productivité

(en %)

	Part de l'emploi agricole dans l'emploi total			Impact comptable sur la productivité du changement de la part de l'emploi agricole	
	1960	1979	1998	1960-1979	1979-1998
France	23,2	8,8	4,2	0,52	0,12
Allemagne (a)	13,9	5,2	2,8	0,38	0,09
États-Unis	8,5	3,6	2,6	0,11	0,01
Royaume-Uni	4,7	2,7	1,7	0,07	0,02

(a) Allemagne de l'Ouest

Source : Card et Freeman (2002)

³ Voir Cette (2004) pour des commentaires plus détaillés

3| Remarques conclusives

La comparaison qui vient être proposée entre la France et les États-Unis concernant les effets respectifs de l'intensité capitaliste et de la PGF sur la productivité du travail aboutit à montrer des écarts intéressants.

Les trois principaux nous semblent les suivants :

- les périodes de forte croissance de la productivité s'expliquent comptablement par une forte contribution de la PGF en France et plutôt de l'intensité capitaliste aux États-Unis. Cela peut signifier que le rattrapage des niveaux de productivité américains opérés en France sur l'après seconde guerre mondiale nécessitait, essentiellement, d'autres ajustements et transformations qu'une intensification en capital des techniques de production ⁴ ;
- la période de grand dynamisme de la PGF et de la productivité en France est celle s'étendant de l'après seconde guerre mondiale au premier choc pétrolier, tandis que celle de grand dynamisme de l'intensité capitaliste et de la productivité aux États-Unis est celle s'étendant de l'après première guerre mondiale jusqu'à la crise de la fin des années vingt. Cette précocité américaine explique les potentialités même du processus de rattrapage qui a suivi après la seconde guerre mondiale ;
- sur la période la plus récente (depuis 1995), l'économie américaine bénéficie à la fois d'une contribution de l'intensité capitaliste et d'une contribution de la PGF aux gains de productivité supérieures à celles observées en France. Ces écarts

peuvent sans doute en partie s'expliquer par une plus forte diffusion des TIC concernant la contribution de l'intensité capitaliste ⁵ et par des dépenses en recherche et développement supérieures concernant la contribution de la PGF.

Bien que la contribution des TIC à la croissance de la productivité en France soit déjà importante, elle demeure deux à trois fois inférieure à celle évaluée pour l'économie américaine. Ce constat paraît relativement robuste, même lorsqu'on cherche à tenir compte des incertitudes notables sur les évaluations en valeur des investissements en TIC des entreprises, et non seulement sur l'évolution de leurs prix (cf. Cette, Mairesse et Kocoglu (2002, 2004a). L'écart constaté entre la France et les États-Unis semble refléter réellement une diffusion des TIC moins rapide en France, comme d'ailleurs dans beaucoup d'autres pays. Pour inquiétant que ce constat ait pu paraître, il ne l'est pas autant que celui moins patent du ralentissement de l'effort national de recherche et développement et de ses conséquences probables sur la croissance et la productivité. En effet, dans un travail récent dans un cadre de comptabilité de la croissance, Kocoglu et Mairesse (2004), résumé dans Cette, Mairesse et Kocoglu (2004b), montrent que la situation est différente dans les deux pays, et sans doute plus inquiétante en matière de recherche et développement que pour les TIC. La France est certes en retard par rapport aux États-Unis en ce qui concerne la diffusion des TIC, mais ce retard ne s'accroît pas. En revanche, depuis plusieurs années, la France a nettement ralenti ses efforts de recherche et développement et a pris un retard sensible sur les États-Unis qui eux ont accru leurs efforts.

⁴ Cette analyse est aussi celle de Gordon (2003)

⁵ Voir Cette, Mairesse et Kocoglu (2002) pour une comparaison plus détaillée sur ce point

Bibliographie

Abramovitz (M.) (1956)

« Resource and output trends in the US since 1870 »
American Economic Review, vol. 46

Card (D.) et Freeman (R-B.) (2002)

« What have two decades of British economic reform delivered? », *Working Paper 8801*, NBER, février

Carré (J.-J.), Dubois (P.) et Malinvaud (E.) (1972)

« La croissance française », *Éditions du Seuil*, Paris

Cette (G.) (2004)

« Productivité et croissance : diagnostic macroéconomique et lecture historique », *Conseil d'Analyse Économique, Rapport*, n° 48

Cette (G.), Mairesse (J.) et Kocoglu (Y.) (2000)

« La mesure de l'investissement, en TIC : quelques considérations méthodologiques », *Economie et statistique*, n° 339-340

Cette (G.), Mairesse (J.) et Kocoglu (Y.) (2002)

« Croissance économique et diffusion des TIC : le cas de la France sur longue période (1980-2000) », *Revue française d'économie*, vol. XVI, n° 3

Cette (G.), Mairesse (J.) et Kocoglu (Y.) (2004a)

« L'effet de la diffusion de TIC sur la productivité en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 121, janvier

Cette (G.), Mairesse (J.) et Kocoglu (Y.) (2004b)

« Productivité et croissance », *Les Cahiers Français*, n° 323

Dubois (P.) (1985)

« Rupture de croissance et progrès technique », *Économie et statistique*, n° 181

Ferguson (R.W.) et Wascher (W. L.) (2004)

« Distinguished lecture on economics in Government: lessons from past productivity booms », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 2, printemps

Gordon (R.) (2003)

« Deux siècles de croissance économique : l'Europe à la poursuite des États-Unis », *Revue de l'OFCE*, janvier

Griliches (Z.) (1996)

« The discovery of the residual: a historical note » *Journal of Economic Literature*, vol. 34, septembre

Hulten (C.) (2000)

« Total factor productivity: a short biography », *NBER Working Paper*, n° 7471, janvier

Jorgenson (D.) et Griliches (Z.) (1967)

« The explanation of productivity change », *Review of Economic Studies*, vol. 34

Kocoglu (Y.) (2001)

« La productivité du capital productif fixe sur longue période : une analyse empirique sur la France », *Histoire, Économie et Société*, n° 1, premier trimestre

Kocoglu (Y.) et Mairesse (J.) (2004)

« An exercise in the measurement of research and development capital and its contribution to growth: comparison between France and United States and with ICT », Article présenté au « 28th Conference of International Association for Research and Income in Wealth » – Cork, Ireland – août, *Document de travail, Ceders*, à paraître.

Lévy-Leboyer (M.) (1978)

« Capital investment and economic growth in France [1820-1913] », *The Cambridge history of Europe*, Chapitre V, p. 231-295

Lévy-Leboyer (M.) et Bourguignon (F.) (1985)

« L'économie française au XIX^e siècle », *Analyse macroéconomique, Économica*

Lipsey (R.) et Carlaw (K.) (2000)

« What does total factor productivity measures », *International Productivity Monitor*, n° 1, automne 2000

Lipsey (R.) et Carlaw (K.) (2004)

« Total factor productivity and the measurement of technical change », *Canadian Journal of Economics*, vol. 37, n° 4

Maddison (A.) (1994)

« Dynamic forces in capitalist development », *Oxford University Press*

Maddison (A.) (2001)

« L'économie mondiale : une perspective millénaire », OCDE

Marchand (O.) et Thélot (C.) (1997)

« Le travail en France 1800-2000 », *Essais et Recherche*, Nathan

Solow (R.) (1956)

« A contribution to the theory of growth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70

Solow (R.) (1957)

« Technical change and the aggregate production function », *Review of Economics and Statistics*, vol. 39

Villa (P.) (1994)

« Un siècle de données macroéconomiques », INSEE Résultats, *Série Économie générale*, n° 86-87

Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix

Gilbert CETTE

Direction des Études économiques
et de la Recherche

Laure FREY

Direction des Études économiques et de la Recherche
Service des Économies étrangères

Gilles MOEC

Quels sont les effets sur l'inflation d'une accélération de la productivité ? Cette question intéresse directement la conduite de la politique monétaire dont le rôle est d'assurer la stabilité des prix. Elle a suscité un intérêt accru sur la dernière décennie dans le contexte d'une accélération de la productivité du travail aux États-Unis.

La littérature économique souligne que les anticipations des agents, c'est-à-dire leur appréciation des perspectives futures construites sur l'analyse des faits observés, jouent un rôle essentiel sur les dynamiques de l'offre et de la demande, et donc des prix dans le contexte d'une accélération de la productivité. La présente analyse compare les diagnostics des tensions inflationnistes élaborés aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix avec les faits que le recul actuel permet de caractériser avec davantage de robustesse. Cette comparaison témoigne de façon frappante des difficultés de l'élaboration d'un diagnostic en temps réel ou avec un faible recul. Les analyses proposées à cette période n'attribuaient pas l'absence de tensions inflationnistes dans le contexte d'un faible chômage à une érosion, par essence non soutenable, du taux de marge, mais plutôt un retard d'ajustement des salariés à l'accélération de la productivité. Cette érosion ne semblait d'ailleurs pas nettement révélée par les données mobilisables à l'époque. Or, sur la base des données maintenant disponibles, il apparaît clairement qu'une baisse transitoire du taux de marge a, au moins partiellement, contribué à expliquer la faiblesse des tensions inflationnistes vers la fin de la période d'accélération de la productivité.

Mots clés : productivité, choc de productivité, stabilité monétaire, inflation, NAIRU, taux de marge, répartition, coûts salariaux unitaires, États-Unis, temps réel, ajustement
Codes JEL : J24, E31, E25, E24, O47

NB : Cette note n'engage que les auteurs et en aucune façon la Banque de France. Les auteurs remercient Pierre Sicsic pour ses utiles suggestions.

Quels sont les effets sur l'inflation d'une accélération de la productivité ? Cette question intéresse directement la conduite de la politique monétaire dont la mission est d'assurer la stabilité des prix. Elle a suscité un intérêt accru sur la dernière décennie dans le contexte d'une accélération de la productivité du travail aux États-Unis.

La littérature sur le sujet est abondante. Deux publications récentes de Issing (2004) de la BCE et de Bowman, Madigan, de Michelis, Oliner, Reifschneider et Sichel (2004) du Système fédéral de réserve témoignent d'une grande proximité d'analyse, dans ces deux grandes banques centrales, des conséquences sur la stabilité monétaire et la conduite de la politique monétaire d'une accélération durable de la productivité. Les deux articles s'accordent sur l'idée que, sur le long terme, l'accélération de la productivité qui peut être induite par la diffusion des TIC doit aboutir à des niveaux plus élevés des taux d'intérêt réels. Sur le court terme, ces articles soulignent tous deux que la conduite de la politique monétaire commandée par l'objectif de stabilité des prix doit porter son attention sur la dynamique comparée de l'offre et de la demande et sur la façon dont ces deux grandeurs peuvent être différemment influencées par l'accélération de la productivité. Si l'effet sur l'offre de l'accélération de la productivité est direct, l'effet sur la demande est plus complexe. Il dépend de multiples facteurs, par exemple des délais de l'indexation des salaires sur la productivité ou encore de l'effet de l'accélération de la productivité sur les prix d'actifs, financiers en particulier. Une modification des prix d'actifs peut influencer la demande privée des ménages en cas d'effets de richesse dans le comportement de consommation et la demande des entreprises en cas d'effets du type « Q » de Tobin dans le comportement d'investissement.

Les anticipations des agents, c'est-à-dire leur appréciation des perspectives futures construites sur l'analyse des faits observés, jouent un rôle essentiel sur les dynamiques de l'offre et de la demande, et donc des prix, dans le contexte d'une accélération de la productivité. Ces aspects sont plus largement développés dans la synthèse des travaux du forum organisé à la Banque de France sur le thème « Productivité et politique monétaire » le 5 janvier 2005 publiée dans le présent *Bulletin*. L'objet de la présente analyse est de comparer les diagnostics des tensions inflationnistes élaborés

aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix (partie 1) avec les faits que le recul actuel permet de caractériser avec davantage de robustesse (partie 2). Cette comparaison amène à quelques remarques conclusives.

I | Accélération de la productivité et tensions inflationnistes aux États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix

L'analyse des effets de court terme d'une accélération de la productivité a fait l'objet d'une abondante littérature sur la dernière décennie, dans le contexte de l'accélération de la productivité aux États-Unis. En effet, cette accélération de la productivité s'est accompagnée d'une réduction du taux de chômage à des niveaux (environ 4 % en 2000) inférieurs aux évaluations les plus courantes du NAIRU à cette époque (généralement entre 5,5 et 6 %), sans pour autant que des tensions inflationnistes marquées se manifestent. De multiples travaux ont interprété cette baisse non inflationniste du chômage comme l'effet transitoire, dans le contexte d'une accélération de la productivité, d'un ajustement retardé des salaires sur la productivité. Un tel ajustement retardé amène la croissance du salaire moyen à être inférieure à celle de la productivité durant la période d'accélération de cette dernière. En conséquence, un écart croissant apparaît entre le salaire moyen et son niveau d'équilibre durant la période d'accélération de la productivité. Une fois cette phase d'accélération de la productivité terminée, la croissance du salaire moyen rattrape progressivement celle de la productivité et, en conséquence, l'écart entre le salaire moyen et son niveau d'équilibre se réduit jusqu'à s'annuler. Quand l'ajustement est réalisé et en l'absence d'autre choc, la croissance du salaire moyen est égale à celle de la productivité.

Durant toute la période transitoire où le salaire moyen est inférieur à son niveau d'équilibre, le NAIRU est abaissé et en conséquence le taux de chômage peut diminuer sans que des tensions inflationnistes se manifestent. Ce mécanisme est décrit dans de nombreux travaux, par exemple Meyer (2000), Blinder (2000), Ball et Moffit (2001), Yellen (2001) ou Ball et Mankiw (2002) ¹.

¹ Une formalisation simple de ce mécanisme est proposée par Cetto, Mairesse et Kocoglu (2005).

L'importance de cet effet transitoire, pour une même évolution de la productivité du travail, dépend de la progressivité de l'ajustement du salaire moyen sur la productivité, dont l'estimation est très fragile. Concernant les États-Unis, sous l'hypothèse d'un ajustement très progressif, Ball et Moffit (2001) aboutissent à une évaluation de l'abaissement transitoire du NAIRU consécutif à l'accélération de la productivité d'environ un point à la fin de la précédente décennie. Pour Ball et Tchaidze (2002), la baisse du NAIRU liée à l'indexation retardée des salaires sur la productivité expliquerait, en partie, la politique monétaire accommodante du Système fédéral de réserve entre 1995 et 2000.

Parallèlement, d'autres analyses de la baisse non inflationniste du chômage étaient proposées. Ainsi, Katz et Krueger (1999) ont largement développé une lecture principalement démographique de la baisse du NAIRU dans les années quatre-vingt-dix aux États-Unis, approche reprise ensuite dans quelques autres travaux, comme par exemple Baily (2001). Selon eux, quatre facteurs démographiques sont principalement en cause :

- le changement de structure de la population et la baisse de la proportion de jeunes, dont les taux de chômage sont supérieurs à la moyenne (cet effet contribuant pour 0,4 point à la baisse du NAIRU) ;
- l'augmentation de la population carcérale qui double sur la décennie quatre-vingt-dix (0,2 point) ;
- le développement des intermédiaires sur le marché du travail (0,1 point) ;
- le déclin de la syndicalisation et l'augmentation de la concurrence sur le marché du travail (0,4 point).

Contrairement à la précédente lecture de la baisse du NAIRU (indexation retardée des salaires sur la productivité), l'approche démographique de Katz et Krueger impliquerait une baisse permanente et non transitoire du NAIRU. L'analyse de Stiglitz (1997) diffère partiellement des deux précédentes. La baisse du NAIRU, qu'il évalue à environ 1,5 point, serait expliquée pour 0,5 point par une concurrence

accrue sur les marchés des biens et du travail, pour 0,5 point par des effets démographiques et, pour les 0,5 point restant, seulement par des effets d'indexation retardée des salaires sur la productivité. Ainsi, pour Joseph Stiglitz, la baisse du NAIRU serait en partie permanente (pour ses deux premières origines) et en partie transitoire (pour la troisième).

L'analyse des comptes rendus (« transcripts ») des réunions du FOMC fournit une toute autre lecture d'une éventuelle baisse du NAIRU aux États-Unis sur la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Lors de la réunion du 21 mai 1996, Alan Greenspan évoque l'effet particulier de la diffusion des TIC à l'origine de l'accélération de la productivité (cf. encadré 1). La diffusion des TIC appelle une main-d'œuvre plus qualifiée, ce qui peut expliquer une accélération transitoire des salaires, mais elle rend également plus rapide l'obsolescence du capital humain, ce qui accroît le sentiment d'insécurité des salariés, réduit leur pouvoir de négociation salariale et leur mobilité entre firmes avec en conséquence une baisse du NAIRU ² qui pourrait être durable. Alan Greenspan reprend la même analyse lors de réunions ultérieures du FOMC, malgré les difficultés à dégager un tel mécanisme par des investigations économétriques ³. Ainsi, dans cette approche, ce n'est pas une baisse transitoire du NAIRU liée à l'indexation retardée des salaires sur la productivité qui expliquerait en partie la politique monétaire accommodante du Système fédéral de réserve entre 1995 et 2000, mais plutôt un effet permanent de la diffusion des TIC sur le NAIRU.

Si ces analyses dans leur ensemble ne partagent pas la même interprétation d'une diminution du NAIRU aux États-Unis à la fin de la décennie quatre-vingt-dix, elles s'accordent cependant sur l'hypothèse d'une telle diminution qui expliquerait que la baisse du chômage, à un niveau historiquement très bas, ne se soit pas accompagnée d'une accélération de l'inflation. Le recul statistique dont nous disposons maintenant permet d'analyser de façon plus robuste cette hypothèse d'une baisse du NAIRU. Cette analyse est conduite ci-dessous à partir de celle des variations du taux de marge des entreprises et des évolutions comparées du coût salarial et de la productivité.

² L'idée d'une obsolescence plus rapide du capital humain associée à la diffusion des TIC est présente, pour la première fois, selon nos recherches, lors de la réunion du FOMC du 26 septembre 1995 (cf. encadré 1).

³ Cf. dans l'encadré 1 un extrait des minutes de la réunion du FOMC du 19 août 1997

ENCADRÉ I

Propos d'Alan Greenspan lors de réunions du FOMC**26 septembre 1995 :**

"If the capital stock is turning over increasingly rapidly, meaning that the capital stock itself feels more insecure, it is reasonable to presume that the people who work with that insecure capital stock have to feel somewhat insecure about their jobs".

21 mai 1996 :

"... the state of technology is creating a degree of sense of job obsolescence and fear that apparently –I use the word 'apparently' because we really don't know and won't know until we look at this in retrospect– has induced a tremendous shift away from increased wages and toward more job security".

4 et 5 février 1997 :

"... as I have been saying over the last year and a half, I think a very special event unique to this particular business cycle is governing what we are observing, namely, the wage-change/job-insecurity tradeoff factor. ... So, I think the argument is that job insecurity affects wages and in turn prices, and that is the process keeping inflation down".

1 et 2 juillet 1997 :

"I think that the uncertainty associated with the rapid introduction of new technology created insecurity. [...] the uncertainties stemming from the rapid introduction of technology are engendering a considerable amount of fear that has induced lower wage gains as a tradeoff for increased job security. It is very difficult not to acknowledge that that is happening in some form or other. One cannot argue, as far as I can see, that because people are saying that jobs are more plentiful and they are more confident about the job market, it therefore follows that they have significantly less job insecurity. People can be totally insecure about their jobs and still say, 'I can get another one, but I am not sure how much it will pay'. Uncertainty is essentially an irrational phenomenon, and the phenomenon of diverging views is nothing new in the world. Unless we can explain why wages are being held down below historically predicted levels for other reasons, I find technology-induced uncertainty the most credible explanation, although I grant you it is by no means a necessary explanation of that phenomenon".

19 août 1997 :

"The major sign relates to compensation per hour whose relatively subdued behavior I have attributed largely to job insecurity, a view that is subject to some controversy. I recognize that the econometric analyses are of dubious value on this issue, and I am sometimes inclined to suggest that instead of trying to find out what people believe by using detailed and indirect econometric analysis, we might try something terribly novel". *Pour autant, quelques lignes plus bas, le même compte-rendu lui attribue les propos suivants :* "So, the notion that the insecurity issue is beginning to wane is getting some statistical verification".

2| Les faits appréciés avec recul

L'examen de l'évolution du taux de marge, en particulier de la croissance comparée de la productivité et des salaires, permet, avec un recul statistique de plusieurs années, d'étudier si l'absence d'accélération de l'inflation qui a accompagné la baisse du taux de chômage entre 1998 et 2000 provient ou non d'une baisse du NAIRU induite par l'indexation retardée des salaires sur la productivité.

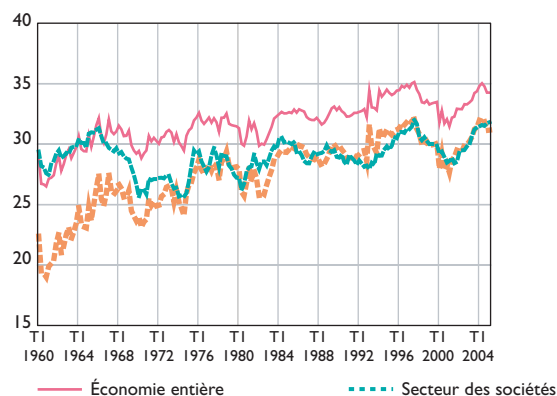
2| I Les évolutions du taux de marge

L'évolution du taux de marge aux États-Unis depuis le début des années quatre-vingt-dix se décompose en trois phases : une forte hausse entre 1993 et 1997, une baisse entre 1998 et 2000 et, enfin, une nouvelle hausse depuis 2001 (cf. annexe 1 pour le détail des méthodes de calcul et des séries utilisées).

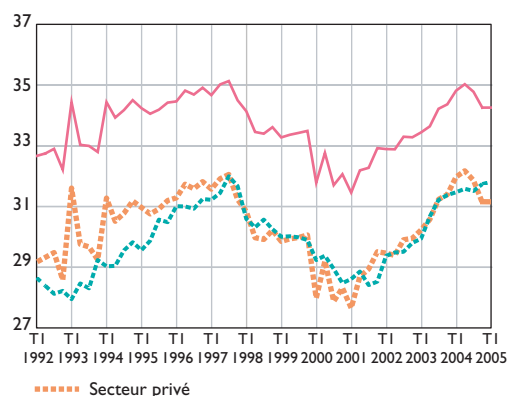
Taux de marge aux États-Unis

(en %)

Long terme



Période récente



Sources : BLS, BEA
Calculs des auteurs

Ainsi, quel que soit le champ retenu (l'économie entière, le secteur privé ou le secteur des entreprises privées non agricoles), le taux de marge a diminué à partir du quatrième trimestre de 1997 jusqu'au deuxième trimestre de 2001 pour le secteur privé et pour l'économie entière et jusqu'au quatrième trimestre de 2001 pour le secteur des entreprises

privées non agricoles, neutralisant à peu près l'augmentation de la période précédente (il a même atteint un niveau plus bas que celui de 1992 pour le secteur privé et pour l'économie entière). Pendant cette période, la productivité a pourtant fortement accéléré (8,2% entre le quatrième trimestre de 1997 et le quatrième trimestre de 2000 pour la productivité

Décomposition comptable de l'évolution du taux de marge

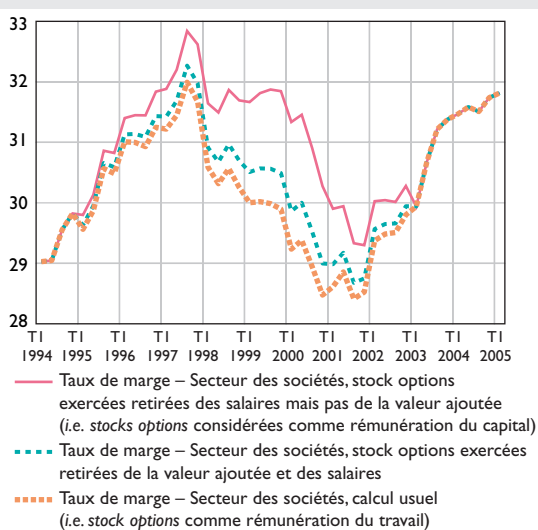
	Variation du taux de marge	Contribution des coûts salariaux unitaires	Contribution du coût réel des salaires par emploi	Contribution de la productivité par emploi	Contribution des termes de l'échange	Contribution des termes croisés
Économie entière						
1986-1990	- 0,3	2,6	- 0,3	3,0	- 3,0	0,0
1991-1997	1,6	4,7	- 3,5	8,1	- 2,7	- 0,4
1991-1995	1,6	3,2	- 1,6	4,9	- 1,5	- 0,2
1996-1997	0,1	1,2	- 1,7	2,9	- 1,1	0,0
1998-2000	- 2,2	- 0,6	- 4,5	3,9	- 1,6	0,0
2001-2004	2,0	3,0	- 3,0	6,0	- 0,7	- 0,2
Secteur privé						
1986-1990	- 0,7	2,9	- 0,4	3,2	- 3,5	0,0
1991-1997	1,6	5,5	- 4,6	10,0	- 3,4	- 0,5
1991-1995	1,5	3,9	- 2,3	6,2	- 2,2	- 0,2
1996-1997	0,0	1,3	- 2,2	3,4	- 1,2	0,0
1998-2000	- 2,6	- 0,5	- 5,4	4,9	- 2,1	0,0
2001-2004	2,6	4,2	- 2,8	7,0	- 1,3	- 0,3
Secteur des sociétés privées non agricoles						
1986-1990	- 1,1	3,1	2,1	1,0	- 4,4	0,1
1991-1997	3,4	8,5	- 3,8	12,3	- 4,3	- 0,8
1991-1995	2,2	5,4	- 1,7	7,1	- 2,9	- 0,3
1996-1997	1,2	2,6	- 1,9	4,6	- 1,3	- 0,1
1998-2000	- 3,2	- 0,7	- 6,3	5,6	- 2,5	0,0
2001-2004	3,3	6,0	- 1,3	7,2	- 2,3	- 0,4

Sources : BEA, BLS
Calculs des auteurs

ENCADRÉ 2

Estimation des taux de marge et des contributions par sous-périodes selon différents traitements des gains liés à l'exercice des stock options

L'ampleur de la variation du taux de marge entre 1997 et 2001 dans les différents champs retenus est proche. En effet, le taux de marge des entreprises du secteur



privé non agricole a décliné de 3,6 points entre le troisième trimestre de 1997 et le troisième trimestre de 2001 (respectivement point haut et point bas de la sous-période). Il a également diminué de 3,5 points sur la même période si on considère les stock options comme étant une forme de rémunération du capital. En revanche, le profil de l'évolution du taux de marge dans le temps n'est pas le même sur les trois champs retenus : l'écart entre le taux de marge calculé selon les méthodes usuelles et celui selon les deux autres types de calculs se creuse en 1999 et 2000, années qui correspondent au pic atteint dans l'exercice des stock options.

Par ailleurs, lorsque les gains liés à l'exercice des stock options sont exclus des salaires, la contribution des coûts salariaux unitaires à la variation du taux de marge devient positive entre 1998 et 2000, la baisse de ce dernier étant alors uniquement due à l'évolution des termes de l'échange. Si les stock options sont retirées à la fois de la valeur ajoutée et des salaires, la contribution des coûts salariaux unitaires reste négative, mais de plus faible ampleur.

Décomposition comptable de l'évolution du taux de marge, avec et sans tenir compte des Stock options, pour les sociétés privées non agricoles

	Variation du taux de marge	Contribution des coûts salariaux unitaires	Contribution du coût réel des salaires par emploi	Contribution de la productivité par emploi	Contribution des termes de l'échange	Contribution des termes croisés
Neutralisation des stock options exercées						
1986-1990	- 1,1	3,1	2,1	1,0	- 4,4	0,1
1991-1997	3,7	8,8	- 2,8	11,5	- 4,3	- 0,8
1991-1995	2,3	5,5	- 1,4	6,9	- 2,9	- 0,3
1996-1997	1,4	2,8	- 1,3	4,1	- 1,3	- 0,1
1998-2000	- 3,0	- 0,5	- 5,4	4,9	- 2,5	0,0
2001-2004	2,7	5,5	- 3,1	8,6	- 2,3	- 0,4
Stock options exercées retirées des salaires						
1986-1990	- 1,1	3,1	2,1	1,0	- 4,4	0,1
1991-1997	4,3	9,6	- 2,8	12,3	- 4,3	- 0,9
1991-1995	2,5	5,7	- 1,4	7,1	- 2,9	- 0,3
1996-1997	1,8	3,3	- 1,3	4,6	- 1,3	- 0,1
1998-2000	- 2,3	0,1	- 5,4	5,5	- 2,5	0,0
2001-2004	1,5	4,0	- 3,1	7,1	- 2,3	- 0,2

Sources : BEA, BLS

Calculs : Banque de France

par emploi sur le champ des entreprises privées non agricoles, soit 2,7% en croissance annuelle moyenne), laissant attendre une hausse du taux de marge.

La décomposition comptable de la variation du taux de marge sur cette période montre que la hausse des salaires par emploi a dépassé celle de la productivité par emploi (cf. tableau *infra*). La décomposition du taux de marge en termes horaires conduit à la même conclusion (cf. annexe 2).

L'hypothèse d'une baisse du NAIRU sur la période 1998-2000 ne semble donc pas confirmée, l'indexation des salaires sur la productivité ne paraissant pas avoir connu de retard. Au contraire, la progression des salaires aurait été plus forte que celle de la productivité, ce qui suggère une augmentation du NAIRU. La hausse des salaires plus importante que celle de la productivité peut s'interpréter comme un rattrapage de la période précédente. Cette hypothèse sera approfondie plus loin.

On constate que la contribution des coûts salariaux unitaires aux variations du taux de marge est négative, mais de faible ampleur, sur la période. La détérioration du taux de marge provient également de l'évolution défavorable des termes de l'échange, soit ici une augmentation des prix à la consommation supérieure à celle du déflateur de la valeur ajoutée. L'absence de compensation de la dégradation des termes de l'échange par une progression des salaires plus modérée conduit alors à une baisse du taux de marge et donc une hausse du NAIRU.

Cette analyse ne pouvait toutefois pas être conduite en temps réel, en raison du manque de recul statistique, les données alors disponibles ayant été prolongées et révisées par la suite. Comme le soulignent Himmelberg, Mahoney, Bang et Chernoff (2004) de la Banque fédérale de réserve de New York, les estimations des profits des entreprises dans les comptes nationaux ont été particulièrement fragiles pendant cette période, en raison, notamment, de pratiques comptables agressives⁴ et d'une forte hausse de l'exercice de *stock options* alors mal prise en compte⁴, donnant lieu à d'importantes révisions à la baisse jusqu'en 2002. Ainsi, les profits des entreprises ont été révisés à la baisse de 13 % pour l'année 1998 entre les différentes publications de PIB. Les évaluations du taux de marge réalisées en neutralisant, entre

1995 et 2002, les gains liés à l'exercice des *stock options* illustrent en partie ces difficultés (cf. encadré 2).

2 | 2 L'ajustement du salaire moyen sur la productivité

La réaction du taux de marge à une accélération de la productivité dépend de l'ajustement des salaires à ce choc de productivité. Si les salaires s'ajustent rapidement, c'est-à-dire s'il suffit d'un délai relativement court pour que les salariés surmontent l'asymétrie d'information et prennent la mesure de l'évolution de la productivité dans leurs revendications salariales, alors l'élévation du taux de marge n'est que très transitoire. À l'opposé, si les salaires s'ajustent lentement, alors la baisse transitoire du NAIRU pourrait justifier un biais expansif de la politique monétaire. De fait, la littérature disponible, s'agissant des États-Unis, fait plutôt ressortir la difficulté à établir empiriquement de manière robuste la réalité d'un ajustement des salaires réels aux chocs de productivité.

Blanchard et Katz (1997) proposent une formalisation très simplifiée de la formation des salaires faisant intervenir à court terme les prix à la consommation (avec un coefficient contraint à 1) et le taux de chômage, et un terme de rappel sur l'écart à une indexation parfaite des salaires réels sur la productivité (relation 1) :

$$[1] \Delta wh = a \cdot \Delta p_{-1} + b \cdot (wh_{t-1} - p_{t-1} - xhl_{t-1}) - c \cdot u_t + d$$

Avec wh le salaire horaire dans le secteur privé, p l'indice des prix à la consommation, xhl la productivité horaire corrigée du cycle (par régression sur un *trend* linéaire et son carré) et u_t le taux de chômage. Toutes les variables sont en logarithme. Les résultats de l'estimation, sur la période 1970-1995 sont reportés à l'encadré 3. Il apparaît que b est de signe positif, ce qui est absurde. Ce résultat amène Blanchard et Katz à passer d'une analyse en séries temporelles à une analyse en données de panel, à partir des évolutions propres aux différents États américains, pour poursuivre leurs investigations sur l'évolution du NAIRU. Ils signalent toutefois qu'une autre voie possible serait l'enrichissement de leur équation en intégrant d'autres variables, ou en recourant à des

⁴ « As of July 2002, the cumulative downward profit revisions for the years 1998, 1999, and 2000 totaled 11.0 percent, 9.3 percent, and 8.9 percent, respectively. » (...) « These problems seem to mirror those faced by markets and policymakers during the same period (...) »

mesures différentes des variables. C'est cette voie que nous avons empruntée.

Signalons que les estimations dont les résultats sont commentés ci-dessous sont réalisées sur une période s'étendant jusqu'en 2003, afin de prolonger la période de forte croissance de la productivité observée aux États-Unis de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix par celle du début de l'actuelle décennie. On a vérifié (équation 1 bis de l'encadré 3) que cet allongement de la période d'estimation par rapport à celle retenue par Blanchard et Katz (1997) ne modifiait que marginalement les résultats d'estimation.

Un premier changement par rapport au modèle de Blanchard et Katz (1997) a consisté à substituer aux salaires et à la productivité horaire les salaires et la productivité par tête. Tout d'abord parce que ces variables (salaires et productivité) sont mieux mesurées par personne que par heure. Ensuite, parce que, aux États-Unis, où la législation relative à la durée du travail permet une grande flexibilité de cette dernière, il est envisageable que dans l'élaboration des aspirations salariales l'indexation des salaires sur la productivité soit plus directement perçue au niveau individuel qu'au niveau horaire. Nous avons, par ailleurs, classiquement, intégré les termes de l'échange dans la relation de long terme. La relation précédente devient alors :

$$[2] \Delta w_t = a \cdot \Delta p_{t-1} + b \cdot (w_{t-1} - p_{t-1} - x_{t-1} + \text{termes}_{t-1}) - c \cdot u_t + d$$

Avec w_t salaire par tête, x_{t-1} la productivité par tête corrigé du cycle par lissage HP, termes les termes de l'échange. Toutes les variables sont en logarithme.

Le coefficient b est cette fois ci du signe attendu (négatif), mais n'est toutefois pas significativement non nul (au sens du test de Student).

Un second changement a consisté, d'une part, à accroître la fréquence des données (passage en données trimestrielles), dans la mesure où cette information est disponible et, d'autre part, à utiliser non plus la productivité lissée, mesure d'ailleurs dépendante des méthodes de lissage retenues, mais la productivité observée x_t , ce choix n'apparaissant pas déraisonnable pour la question étudiée (relation [3]).

$$[3] ga \cdot w_t = a \cdot ga \cdot p_{t-1} + b \cdot (w_{t-1} - p_{t-1} - x_{t-1} + \text{termes}_{t-1}) - c \cdot u_t + d$$

où ga représente le préfixe d'une variable indiquant le glissement annuel de la variable.

ENCADRÉ 3

Équations testées

	[1]	[1 bis]	[2]	[3]
Δp	1 (c)	1 (c)	1 (c)	1 (c)
Terme de rappel	0,05 (2,21)	0,02 (2,48)	- 0,14 (- 1,01)	- 0,33 (- 3,91)
Taux de chômage	- 0,95 (- 4,20)	- 1,1 (- 5,79)	- 0,98 (- 4,30)	- 0,38 (- 3,22)
Constante	6,75 (4,20)	3,69 (3,00)	0,15 (0,30)	- 0,86 (- 2,78)
Période d'estimation	1970-1995	1970-2003	1970-2003	1970-2003
R ²	0,72	0,71	0,42	0,36
DW	1,38	1,54	1,07	0,29

c : « contraint ».

Les nombres entre parenthèses sous les coefficients estimés correspondant à la valeur de t de Student.

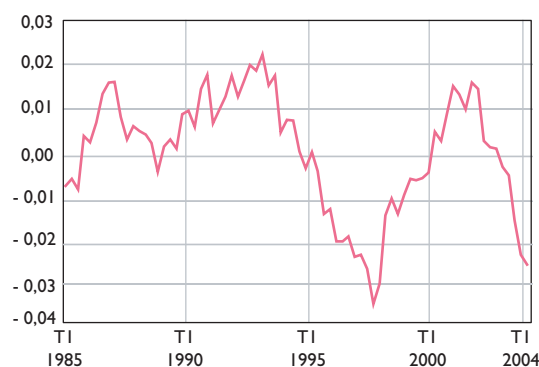
Le coefficient estimé b est du signe attendu (négatif) et significatif au sens du test de Student. Il semble donc que l'on ne puisse exclure un ajustement relativement rapide des salaires réels à un choc de productivité.

Les résultats d'estimation de la relation [3] indiquent, par rapport à ceux des autres relations, une forte diminution du coefficient de la variable « chômage ». La meilleure prise en compte de la productivité par tête pourrait expliquer ce changement. En effet, une accélération de l'activité provoque à la fois une hausse de la productivité et une diminution du chômage, ces effets aboutissant tous les deux à une élévation des revendications salariales. En revanche, la forte auto-corrélation des résidus (également présente, mais à un moindre degré, dans les estimations précédentes) révèle la fragilité de l'estimation.

Le graphique ci-joint montre l'écart relatif entre les salaires réels par tête et la productivité par tête, en tenant compte des termes de l'échange. Cet écart est centré sur sa moyenne observée sur l'ensemble de la période 1985-2003, en supposant implicitement qu'en moyenne sur ces presque deux décennies, il est effectivement négligeable. Sous cette dernière hypothèse, qui revient aussi à supposer une stabilité de long terme du taux de marge cible, le salaire moyen est supérieur à son niveau d'équilibre de 1986 à 1989, de 1990 à 1995 et de 2000 à 2003 et il lui est inférieur, très ponctuellement, puis en 1989, de 1995 à 2000 et en 2003.

Il apparaît que le sous-ajustement dynamique des salaires sur la productivité entre 1995 et 1998 peut se comprendre, pour environ les deux tiers, comme une compensation du surajustement observé entre le début des années quatre-vingt-dix et 1993. Par la suite, après 1998, le surajustement dynamique des salaires va au-delà de l'annulation de l'écart négatif avec le niveau d'équilibre du salaire moyen puisqu'il aboutit à l'apparition d'un écart positif (le salaire est supérieur à son niveau d'équilibre) de l'ordre de 1,5 %, à la fin de l'année 2001.

Écart (centré sur zéro) entre les salaires réels et la productivité par tête
(en tenant compte des termes de l'échange)



La comparaison des analyses des tensions inflationnistes élaborées aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix avec les faits, que le recul actuel permet de caractériser avec davantage de robustesse, témoigne de façon frappante des difficultés de l'élaboration d'un diagnostic en temps réel ou avec un faible recul. Les analyses proposées à cette période n'attribuaient pas l'absence de tensions inflationnistes dans le contexte d'un faible chômage à une érosion, par essence non soutenable, du taux de marge. Cette érosion ne semblait d'ailleurs pas nettement révélée par les données mobilisables à l'époque. Un tel constat suggère une extrême prudence dans l'élaboration d'un diagnostic en temps réel des transformations associées à une inflexion de la productivité, en particulier si ce diagnostic doit aider à la conduite de la politique monétaire. Compte tenu des incertitudes évoquées, cette conduite devra toujours faire la part entre les deux risques polaires : faire tardivement le constat d'une véritable modification des tensions inflationnistes ou au contraire croire durablement à tort à une telle modification.

Bibliographie

Baily (M.) (2001)

« Macroeconomic implications of the New Economy », *Symposium Jackson Hole*, 30 août

Ball (L.) et Mankiw (G.) (2002)

« The NAIRU in theory and practice », *NBER Working Paper*, 8940, mai

Ball (L.) et Moffit (R.) (2001)

« Productivity growth and the Phillips curve », *NBER Working Paper*, 8421, août

Ball (L.) et Tchaidze (R.) (2002)

« The Fed and the New Economy », *NBER Working Paper*, 8485, février

Blanchard (O.) et Katz (L.F.) (1997)

« What do we know and not know about the natural rate of unemployment », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 1, hiver

Blinder (A.) (2000)

« The Internet and the New Economy », *Brookings Institution Policy Brief*, 60, juin

Bowman (D.), Madigan (B.), de Michelis (A.), Oliner (S.), Reifschneider (D.) et Sichel (D.) (2004)

« Productivity growth, information technology and monetary policy », *Économie internationale*, n° 98, deuxième trimestre

Cette (G.), Mairesse (J.) et Kocoglu (Y.) (2005)

« ICT diffusion and potential output growth », *Economics Letters*, vol. 87, Issue 2

Himmelberg (C.), Mahoney (J.), Bang (A.) et Chernoff (B.) (2004)

« Recent revisions to corporate profits : what we know and when we knew it », *Current issues in economics and finance*, vol. 10, n° 3, mars

Issing (O.) (2004)

« New technologies, productivity and monetary policy », *Économie internationale*, n° 98, deuxième trimestre

Katz (L.), Krueger (A.) (1999)

« The high-pressure U.S. labor market of the 1990s », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1

Meyer (L.H.) (2000)

« The economic outlook and the challenges facing monetary policy – Remarks at the Century Club Breakfast Series », *Mimeo*, 19 octobre

Stiglitz (J.) (1997)

« Reflections on the natural rate », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 1, hiver

Yellen (J.L.) (2001)

« Overview », *Symposium Jackson Hole*, 30 août

ANNEXE I

Les sources mobilisées et le calcul des contributions

Le calcul du taux de marge

Le taux de marge, corrigé de la non-salarialisation et exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée, est calculé à partir de la relation traditionnelle :

$$TM = 100 \cdot [(P_{va} \cdot Q - W \cdot N) / P_{va} \cdot Q] \text{ soit encore :}$$

$$TM = 100 \cdot [(P_{va} \cdot Q - W \cdot NS \cdot (1 + (NNS/NS))) / P_{va} \cdot Q]$$

Où $P_{va} \cdot Q$ représente la valeur ajoutée, en valeur, qui peut être comptablement décomposée comme le produit du prix (P_{va}) et du volume (Q) de la valeur ajoutée, $W \cdot N$ représente le coût salarial global (y compris cotisations sociales) comptablement décomposé comme le produit du coût salarial par salarié (W) et de l'emploi total (N) et NS et NNS représentent respectivement le nombre de salariés et de non-salariés, avec l'égalité comptable $N = NS + NNS$.

Les sources mobilisées pour le calcul du taux de marge

Sur le champ de l'économie totale :

- la valeur ajoutée ($P_{va} \cdot Q$) est le PIB en dollars courants (table NIPA 1.1.5) auquel sont soustraits les revenus locatifs (loyers perçus et équivalents-loyers inclus, table NIPA 2.1) ;
- le coût salarial des salariés ($W \cdot NS$) (table NIPA 2.1) est corrigé de la non-salarialisation. Les non-salariés (NNS) sont les travailleurs indépendants et les travailleurs familiaux bénévoles donnés par l'enquête *household* du BLS (données mensuelles trimestrialisées). Les salariés (NS) sont également tirés de l'enquête *household* du BLS.

Sur l'ensemble du secteur privé :

- la valeur ajoutée ($P_{va} \cdot Q$) est le PIB du secteur privé (ménages, organisations à but non lucratif au service des ménages et des entreprises) en dollars courants (table NIPA 1.3.5) auquel les revenus locatifs (loyers perçus et équivalents-loyers inclus, table NIPA 2.1) sont additionnés ainsi que les taxes à la production et à l'importation nettes des subventions (table NIPA 1.12) ;

- les salaires des employés gouvernementaux (table 3.10.5) sont exclus des salaires totaux ($W \cdot NS$) (table NIPA 2.1). Concernant la correction de la non-salarialisation, tous les non-salariés (NNS) de l'enquête *household* du BLS sont considérés appartenir au secteur privé. Les salariés du secteur privé sont les salariés totaux de l'enquête *household* desquels sont retirés les salariés du gouvernement.

Sur le champ *corporate business* (i.e. entreprises soumises à l'IRS ; secteur agricole exclu de fait) :

- la valeur ajoutée ($P_{va} \cdot Q$) est le PIB du secteur des entreprises en dollars courants (table NIPA 1.14) duquel sont soustraies les taxes à la production et à l'importation nettes des subventions relatives aux entreprises (table NIPA 1.14) ;
- les salaires proviennent de la même table (table NIPA 1.14). Aucune correction de la non-salarialisation n'est appliquée puisque l'on considère qu'il n'y a pas de non salariés ($NNS = 0$) dans le champ des entreprises soumises à l'IRS.

Le calcul des contributions à la variation sur un an du taux de marge

La différentiation de la relation précédente amène à la relation comptable (en négligeant les termes de produits croisés) :

ΔTM = contribution du coût salarial unitaire :

$$[1 - TM] \cdot [(Q/\dot{N}) - W/\dot{P}_{va}]$$

+ contribution des termes de l'échange :

$$[1 - TM] \cdot [\dot{P}_{va} - \dot{P}_c]$$

soit encore, en décomposant la contribution du coût salarial unitaire :

ΔTM = contribution coût réel du travail :

$$[1 - TM] \cdot [(W/\dot{P}_{va})]$$

+ contribution de la productivité

(par tête ou par heure) : $[1 - TM] \cdot [(Q/\dot{N})]$

+ contribution des termes de l'échange :

$$[1 - TM] \cdot [\dot{P}_{va} - \dot{P}_c]$$

Où P_c représente l'indice des prix à la consommation ; Δ devant une variable désigne sa variation d'une période à l'autre et le symbole $^{\circ}$ au dessus d'une variable désigne son taux de croissance.

La présence d'une contribution des termes de l'échange vient du fait que l'indice de prix mobilisé pour le calcul du coût réel du travail et de la productivité n'est pas le même : indice des prix à la consommation pour le coût réel du travail, indice des prix de la valeur ajoutée pour la productivité. La productivité et le coût salarial peuvent être simultanément exprimés soit par la tête soit en termes horaires.

Les sources statistiques complémentaires mobilisées pour le calcul des contributions

Sauf indication contraire, les séries utilisées sont les mêmes, pour une même variable, que pour le calcul du taux de marge.

Sur le champ de l'économie totale :

- pour le calcul de la contribution du coût réel du travail par tête, le déflateur utilisé est l'indice des prix à la consommation du BLS, le CPI-U, rebasé en 2000. Concernant le calcul de la contribution du coût réel du travail horaire, les heures sont les heures travaillées dans les entreprises domestiques (données annuelles des tables NIPA 6.9B/C/D trimestrialisées) ;
- pour le calcul de contribution de la productivité (par tête ou horaire), la valeur ajoutée est déflatée par le déflateur implicite du PIB (table NIPA 1.1.9).

Sur l'ensemble du secteur privé :

- pour le calcul de la contribution du coût réel du travail horaire, les heures sont les heures travaillées dans les entreprises domestiques moins celles des employés du gouvernement (données annuelles de la table NIPA 6.9B/C/D trimestrialisées) ;
- pour le calcul de contribution de la productivité par tête (resp. horaire), la valeur ajoutée est déflatée par le déflateur implicite du PIB du secteur privé (calculé à partir des tables NIPA 1.3.5 et 1.3.6).

Sur le champ du *corporate business* :

- pour le calcul de la contribution du coût réel du travail, la série d'emploi est le nombre de salariés

de l'enquête *household* du BLS dans le secteur non agricole hors employés gouvernementaux et employés des ménages. Les heures travaillées sont celles du secteur privé hors agriculture (données annuelles des tables NIPA 6.9B/C/D trimestrialisées) ;

- pour le calcul de la contribution de la productivité (par tête ou horaire), le déflateur utilisé est le déflateur implicite du secteur *non-farm business* (et *non corporate business*) (calculé à partir des tables NIPA 1.3.5 et 1.3.6).

Séries complémentaires mobilisées pour les estimations des équations de salaire

Les séries utilisées sont les mêmes, pour une même variable, que pour le calcul du taux de marge. Le taux de chômage provient de l'enquête du BLS auprès des ménages.

Séries utilisées pour le retraitement des *stock options*

Dans les calculs de retraitement des *stock options*, les estimations suivantes, reprises dans le tableau ci-après, ont été utilisées.

Ces chiffres proviennent d'un document de travail élaboré par le BEA ⁵ dans le cadre de sa réflexion sur une amélioration des comptes des entreprises dans la comptabilité nationale américaine. Ils ont été trimestrialisés par la méthode de moyenne quadratique lorsqu'ils sont utilisés pour des calculs de fréquence trimestrielle.

Estimation des gains nets liés à l'exercice de *stock options*

(en milliards de dollars)

Années	Gains nets réalisés
1995	11,3
1996	20,7
1997	36,8
1998	60,8
1999	95,0
2000	110,6
2001	57,3
2002	31,3

⁵ « Stock options » (2003), E. Wilcox, document présenté lors de la réunion du conseil consultatif du BEA du 9 mai.

ANNEXE 2

Décomposition comptable du taux de marge en termes horaires

Décomposition comptable de l'évolution du taux de marge

	Variation du taux de marge	Contribution des coûts salariaux unitaires	Contribution du coût réel des salaires horaire	Contribution de la productivité horaire	Contribution des termes de l'échange	Contribution des termes croisés
Économie entière						
1986-1990	- 0,3	2,6	0,2	2,5	- 3,0	0,0
1991-1997	1,6	4,6	- 2,7	7,3	- 2,7	- 0,3
1991-1995	1,6	3,2	- 1,2	4,4	- 1,5	- 0,1
1996-1997	0,1	1,2	- 1,4	2,6	- 1,1	0,0
1998-2000	- 2,2	- 0,6	- 4,3	3,7	- 1,6	0,0
2001-2004	2,2	2,6	- 4,0	6,6	- 0,2	- 0,2
Secteur privé						
1986-1990	- 0,7	2,8	- 0,4	2,4	- 3,5	0,0
1991-1997	1,6	5,3	- 2,7	8,0	- 3,4	- 0,3
1991-1995	1,5	3,8	- 1,0	4,8	- 2,2	- 0,1
1996-1997	0,0	1,3	- 1,7	3,0	- 1,2	0,0
1998-2000	- 2,6	- 0,5	- 4,9	4,4	- 2,1	0,0
2001-2004	2,9	4,0	- 3,9	7,9	- 0,7	- 0,4
Secteur des sociétés privées non agricoles						
1986-1990	- 1,1	3,1	1,9	1,2	- 4,4	0,1
1991-1997	3,4	8,5	- 3,5	11,9	- 4,3	- 0,8
1991-1995	2,2	5,3	- 1,3	6,7	- 2,9	- 0,3
1996-1997	1,2	2,6	- 2,0	4,7	- 1,3	- 0,1
1998-2000	- 3,2	- 0,7	- 6,6	5,9	- 2,5	0,0
2001-2004	2,9	4,9	- 2,0	6,9	- 1,6	- 0,3

Sources : BEA, BLS

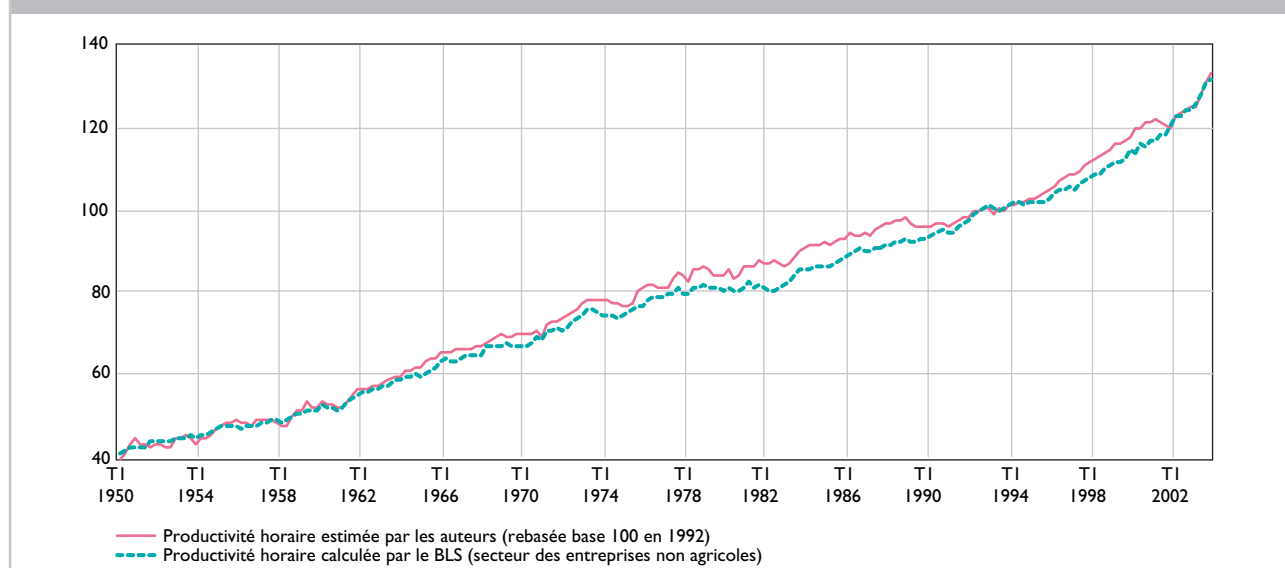
Calculs : Auteurs

ANNEXE 3

Différences entre les estimations de productivité horaire publiées par le BLS et celles de l'annexe 2 du présent document

Les estimations de la productivité horaire varient quelque peu selon la méthode de calcul (cf. graphique infra). En prenant le PIB comme mesure de l'*output*, on retrouve une estimation de productivité horaire similaire à celle du BLS. La différence tient notamment aux retraitements effectués sur le PIB (qui représente la valeur ajoutée au prix de base) pour obtenir la valeur ajoutée au coût des facteurs, c'est-à-dire en l'espèce la soustraction des taxes à la production et l'ajout des subventions.

Comparaison des différentes estimations de productivité horaire



Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique

Laure FREY

Direction générale des Études et des Relations internationales

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service des Études sur les économies étrangères

Le quatrième forum de politique économique, organisé conjointement par la Fondation Banque de France, le CEPII et l'IDEP sur le thème « Productivité et politique monétaire », s'est déroulé le 19 janvier 2005.

Comment une banque centrale doit-elle réagir face à une inflexion de la productivité tendancielle ? De quel cadre d'analyse dispose-t-elle ? Ces questions prennent une dimension particulière dans un contexte d'inflexions très contrastées de la productivité en Europe et aux États-Unis dans la décennie quatre-vingt-dix.

Alan Blinder a introduit ce débat, tirant profit de son double cursus de professeur et directeur du centre de recherche de l'université de Princeton depuis 1990 et de vice-président du Système fédéral de réserve de 1994 à 1996, expériences qui lui ont permis de développer une expertise particulière sur les sujets de politique économique et, plus spécialement, sur le thème des relations entre productivité et politique monétaire¹. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, et Olivier Garnier, directeur général adjoint de Société générale Asset Management, ont ensuite fait part des remarques et observations que l'analyse d'Alan Blinder leur avait suggérées.

Mots clés : productivité, choc de productivité, stabilité monétaire, inflation, NAIRU, taux de marge, TIC, taux de change, prix des actifs
Code JEL : J24, E58, E44, E31, O47

¹ Blinder (2000) "The internet and the new economy", Brookings Institution, Policy Brief, n°60, janvier

I | Productivité et politique monétaire : enseignements de l'expérience américaine

Alan Blinder distingue trois scénarios possibles associés à un choc de productivité favorable, puis les met en relation avec trois épisodes d'inflexion tendancielle de la productivité américaine afin d'en tirer des enseignements pour la politique monétaire. Dans tout son exposé, il situe le cœur de la relation entre choc de productivité et politique monétaire au niveau de la perception des agents.

I | I Les trois scénarios possibles d'accélération de la productivité tendancielle

Ces scénarios permettent d'illustrer le mode de transmission d'un choc de productivité à l'économie ainsi que l'action de la banque centrale dans ce cadre. Ils se différencient par le degré de perception du choc par les différents agents, mais présentent comme similitudes une hausse de la croissance potentielle et une hausse des taux d'intérêt réels à long terme. Par ailleurs, les phénomènes d'inertie, plus ou moins importants selon les acteurs, est central dans les trois scénarios.

L'accélération de la productivité est immédiatement perçue par l'ensemble des acteurs économiques.

Ce scénario, irréaliste en raison de la difficulté à porter en temps réel un diagnostic robuste sur la situation économique, sert toutefois de référence théorique pour l'ensemble de la réflexion.

Le choc sur la productivité tendancielle a pour premier effet d'augmenter la croissance potentielle de l'économie et, du fait de l'inertie des comportements de demande, d'accroître lentement l'écart de production. Pendant la période où le taux de croissance des salaires réels n'a pas encore rattrapé celui de la productivité, le NAIRU diminue donc. Par ailleurs, la cible d'inflation n'a pas besoin d'être ajustée et la croissance des salaires nominaux et réels n'a pas d'impact inflationniste. Le taux de chômage n'est modifié, lui aussi, que de manière transitoire.

L'accélération de la productivité est perçue immédiatement par la banque centrale et avec retard par les autres agents.

Dans cette situation, la période transitoire décrite précédemment est rallongée par le retard de diagnostic de la situation de la part du secteur privé.

La banque centrale peut alors choisir, de manière temporaire (*i.e.*, jusqu'à ce que le secteur privé réagisse), entre un taux de chômage plus bas ou une inflation plus faible, selon son désir éventuel de poursuivre une politique de désinflation.

L'accélération de la productivité n'est perçue qu'avec retard par tous les acteurs.

Ce cas, sans doute le plus réaliste selon Alan Blinder, peut se décliner différemment selon le type d'instrument utilisé par la politique monétaire. Si la banque centrale utilise une cible de croissance monétaire, une cible de taux d'intérêt à court terme ou une règle favorisant la croissance potentielle, elle resserre sa politique monétaire ou, au mieux, la laisse inchangée face à un choc de productivité favorable. Dans le cas d'une cible d'inflation, elle est amenée à desserrer sa politique monétaire en réponse à la baisse de l'inflation, dans un délai important toutefois, en raison des délais de transmission. Quel que soit l'instrument utilisé, le biais est celui d'une politique monétaire trop stricte dans un premier temps.

I | 2 Les enseignements de l'expérience américaine

Le ralentissement de la productivité des années soixante-dix

La productivité a fortement et durablement décéléré dans les années soixante-dix dans l'ensemble des zones économiques industrialisées, sans que cela soit immédiatement perçu par les acteurs. Il s'agit du troisième cas décrit par Alan Blinder appliqué à un choc défavorable de productivité. La politique monétaire est donc restée trop accommodante pendant une période importante, entraînant une accélération des prix.

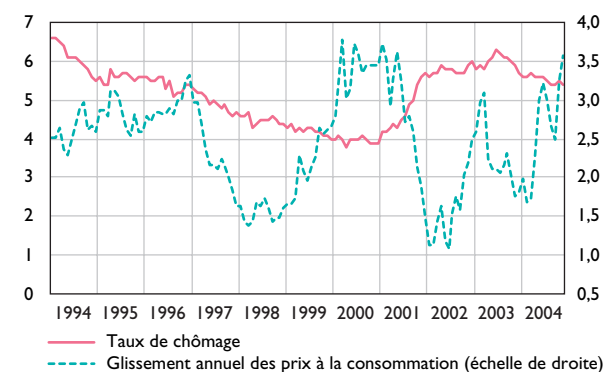
L'accélération de la productivité de la fin des années quatre-vingt-dix

La productivité a fortement accéléré aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt-dix. Ce choc favorable est imputable, pour moitié environ, à une accélération de la substitution de capital en TIC au travail et, pour moitié, à une accélération de la productivité globale des facteurs dans le secteur des TIC.

Cette accélération de la productivité tendancielle s'est traduite à la fois par une diminution de l'inflation et par une baisse du taux de chômage en dessous de toutes les estimations du NAIRU de cette époque. La plupart des membres du FOMC n'avaient pas discerné ce choc et, craignant que la faiblesse du taux de chômage n'entraîne une accélération des prix, recommandaient un resserrement de la politique monétaire, à la différence d'Alan Greenspan qui défendait la thèse d'un choc technologique. Le FOMC dans son ensemble, sous l'impulsion d'Alan Greenspan, s'est donc retrouvé dans une situation proche du deuxième cas décrit précédemment. En effet, les chiffres n'ont mis en évidence, de façon robuste, ce choc de productivité favorable qu'à partir de 1998. Le taux de croissance des salaires réels n'a pas rattrapé celui de la productivité, à l'exception de quelques années pendant lesquelles le marché du travail était particulièrement tendu (1998 à 2000).

Inflation et chômage avant et après le choc de productivité

(en %)



Source : BLS

Productivité et partage de la valeur ajoutée aux États-Unis

(Productivité et rémunération en variation annuelle en %, part en %)

	Productivité horaire	Rémunération totale horaire	Écart des variations	Part des salaires dans la valeur ajoutée
	(1)	(2)	(1) - (2)	(3)
1995	0,5	- 0,3	0,8	65,0
1996	2,7	0,7	2,0	64,2
1997	1,6	0,9	0,7	63,9
1998	2,7	4,5	- 1,8	64,7
1999	2,8	2,5	0,3	65,0
2000	2,8	3,6	- 0,8	65,7
2001	2,5	1,1	1,4	66,2
2002	4,4	1,6	2,8	65,8
2003	4,4	1,7	2,7	65,0

Source : BEA

L'accélération de la productivité du début des années deux mille

Au début des années deux mille, la productivité a de nouveau sensiblement accéléré aux États-Unis. Ce choc a, toutefois, des origines très différentes du précédent : l'intensification de la substitution du capital au travail et la productivité globale des facteurs dans le secteur des TIC ont moins contribué aux gains de productivité sur cette période que sur la précédente. L'accélération de la productivité provenait intégralement de la productivité globale des facteurs en dehors du secteur des TIC. Cette évolution a été une surprise pour l'ensemble des acteurs économiques : pour les salariés, comme le montre la diminution de la part des salaires dans la valeur ajoutée, mais aussi pour le FOMC et Alan Greenspan. Il s'agit donc à nouveau d'une illustration du troisième cas théorique d'Alan Blinder, dans le sens cette fois d'un choc de productivité favorable.

N'ayant pas perçu le choc, le Système fédéral de réserve n'a pas pu choisir, par le changement éventuel de sa cible d'inflation et de son taux d'intérêt réel, entre la part de baisse de l'inflation et la part de diminution du chômage à retirer de ces gains de productivité. Étant donné le ralentissement économique de 2000 et 2001, le résultat de l'accélération de la productivité a été une inflation plus faible sans gain d'emplois. La désinflation s'est poursuivie jusqu'en 2004 ; il est d'ailleurs possible de s'interroger sur la cause de ce retournement et sur sa signification.

2| Productivité et politique monétaire : l'expérience américaine de la fin des années quatre-vingt-dix

Les analyses de la BCE et du Système fédéral de réserve étant très proches sur ce sujet ², Christian Noyer a davantage insisté sur la lecture de l'expérience américaine de la fin des années quatre-vingt-dix et les leçons à en tirer pour l'Europe.

2|1 Une lecture avec le recul de l'expérience américaine de la fin des années quatre-vingt-dix

À la fin des années quatre-vingt-dix, la plupart des auteurs s'accordait à diagnostiquer une baisse du NAIRU aux États-Unis, due pour certains à l'accélération de la productivité, pour d'autres à des facteurs démographiques ou structurels. Dès 1995, Alan Greenspan évoquait l'effet particulier de la diffusion des TIC comme un facteur à l'origine de l'accélération de la productivité. Toutefois, les données disponibles aujourd'hui amènent à s'interroger sur la réalité d'une baisse du NAIRU à la fin des années quatre-vingt-dix. En effet, le taux de marge des entreprises a diminué entre 1998 et 2000,

sous l'effet d'une croissance des salaires plus forte que la somme des croissances de la productivité et de la baisse des termes de l'échange. À taux de marge constant, l'inflation aurait augmenté.

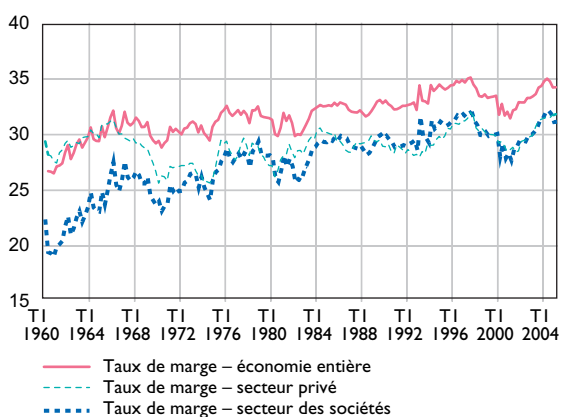
Cette évolution du taux de marge n'était cependant pas discernable en temps réel, en raison d'importantes révisions des statistiques de profit. Celles-ci constituent un poste particulièrement fragile des comptes nationaux car elles s'appuient principalement sur les liasses fiscales des entreprises, disponibles avec retard. Cette fragilité était d'autant plus forte à la fin des années quatre-vingt-dix que les pratiques comptables étaient plus « agressives » et que la hausse brutale du volume de *stock options* exercées a été mal appréhendée ³.

2|2 Les enseignements pour l'Europe

Alors que le choc sur la productivité subi dans les années soixante-dix a été dans le sens d'une décélération de la productivité tendancielle, tant en Europe qu'aux États-Unis, ces deux zones ont connu des expériences très différentes à la fin des années quatre-vingt-dix. La productivité accélère alors aux États-Unis, mais elle décélère en Europe, avec la mise en place généralisée de politiques d'enrichissement de la croissance en emplois (réductions de charges sociales ciblées sur les bas salaires, réduction du temps de travail, etc.), de plus grandes rigidités structurelles ainsi qu'une plus faible production et diffusion des TIC. Lors de la décennie à venir, la productivité pourrait toutefois accélérer en Europe du fait de l'atténuation des facteurs précédemment cités. L'Europe restera cependant probablement pénalisée par un secteur producteur de TIC plus restreint qu'aux États-Unis et par des rigidités structurelles qui seront longues à disparaître.

S'il semble avéré qu'il est plus probable de ne pas percevoir un choc de productivité existant que d'en percevoir un à tort, il est légitime de s'interroger sur le coût en bien-être collectif engendré par ces deux erreurs. La littérature est peu concluante sur le sujet. Il semble cependant probable que la perception à tort d'un choc sur la productivité soit plus coûteuse, en termes de stabilité monétaire, que l'absence de diagnostic lors d'un choc de productivité avéré.

Taux de marge aux États-Unis



Sources : BLS, BEA

Calculs : Banque de France

² Cf. la proximité des analyses de Bowman, Madigan, de Michelis, Oliner, Reifschneider et Sichel du Système fédéral de réserve et de Issing de la BCE (2004) : "Productivity growth, information technology and monetary policy", *Économie Internationale*, n° 98, deuxième trimestre.

³ Himmelberg, Mahoney et Chernoff (2004) : "Recent revisions to corporate profits: what we know and when we knew it", *Current Survey*, Banque fédérale de réserve de New York, vol. 10, n° 5, mars.

Les situations des années soixante-dix dans le monde et de la fin des années quatre-vingt-dix aux États-Unis montrent bien que les chocs structurels de productivité étaient généralement appréhendés avec retard et que le troisième des cas d'Alan Blinder était donc le plus probable. Il convient alors, pour une banque centrale, d'être pragmatique et de prendre en compte les facteurs technologiques dans l'analyse des tensions inflationnistes, *i.e.* d'être attentive aux évolutions techniques dont la visibilité n'est pas nécessairement immédiate et qui sont susceptibles d'affecter la productivité.

3| Productivité et prix des actifs : implications pour la politique monétaire

Olivier Garnier s'est intéressé à l'impact des chocs de productivité sur les prix des actifs, aspect souvent négligé, mais qui importe pour la politique monétaire. En effet, les prix des actifs peuvent être des indicateurs avancés de la productivité puisqu'ils s'ajustent rapidement aux conditions économiques courantes et futures ; par ailleurs, ils constituent un canal de transmission des chocs à la demande agrégée ; enfin, ils influent sur la stabilité financière.

À la fin des années quatre-vingt-dix, l'accélération de la productivité américaine a été l'un des principaux facteurs alors avancés pour justifier l'envolée des valorisations boursières ainsi que celle du taux de change du dollar. Or, depuis lors, les cours des actions et du dollar ont fortement chuté, tandis que les gains de productivité sont restés très élevés. Deux hypothèses sont *a priori* envisageables pour expliquer cette convergence, puis cette divergence entre productivité et prix des actifs :

- soit les marchés ont surestimé l'impact d'un choc de productivité sur les prix d'équilibre des actifs ;
- soit les marchés anticipent désormais que le supplément de productivité enregistré au cours des années récentes constitue un phénomène temporaire et qu'un retour sur la tendance qui prévalait avant le milieu des années quatre-vingt-dix est à venir.

Selon Olivier Garnier, la première hypothèse est la plus plausible aussi bien dans le cas des actions que du dollar.

3| I Choc de productivité et valorisations boursières

Les marchés ont surestimé l'impact d'un choc de productivité sur les valorisations boursières pour deux types de raisons.

Premièrement, ils ont exagéré le supplément de profits à long terme induit par l'augmentation des gains de productivité. En effet, l'augmentation initiale des marges bénéficiaires tend, progressivement, à s'estomper à mesure que les salaires et les prix s'ajustent : le bénéficiaire final du choc de productivité est, non pas l'actionnaire, mais le consommateur.

Deuxièmement, les marchés ont aussi exagéré l'effet d'un supplément de croissance des profits sur les valorisations boursières. Cette surestimation tient largement à l'arithmétique trompeuse du modèle de valorisation le plus utilisé par les praticiens : le modèle de dividendes actualisés. En régime stationnaire de long terme, ce modèle revient à la célèbre formule de Gordon : le rendement actuariel d'un placement en actions est exprimé comme la somme du taux de dividendes (ratio dividende par action/cours) et du taux de croissance du dividende par action et est comparé au taux d'intérêt (à une prime de risque près). Ainsi, toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation du taux de croissance à long terme des profits — et donc des dividendes — entraîne une hausse équivalente du rendement attendu des actions et donc, *in fine*, une hausse du prix des actions si la prime de risque reste inchangée. La faille de ce raisonnement se trouve dans le « toutes choses égales par ailleurs », c'est-à-dire dans l'utilisation en équilibre partiel de cette formule. En effet, en équilibre général, une hausse du taux de croissance va s'accompagner d'une baisse du taux de dividendes (car il faut distribuer moins de dividendes par action pour financer le supplément d'investissement que requiert une croissance plus élevée) et d'une hausse du taux d'intérêt (pour restaurer l'équilibre épargne-investissement) ; d'où, en fin de compte, un impact beaucoup plus faible — voire nul ou même négatif dans certains cas — sur le prix d'équilibre des marchés d'actions.

En définitive, l'éclatement de la bulle boursière ne signifie pas que l'accélération de la productivité américaine était une chimère. Cela montre plutôt que les conséquences de ces chocs sur les profits et les valorisations boursières ont été très mal appréhendées et fortement surestimées.

3 | 2 Choc de productivité et taux de change

L'impact de l'accélération de la productivité américaine sur le taux de change du dollar a lui aussi été surestimé. En théorie, dans un modèle à prix fixes de type Mundell-Fleming-Dornbusch, un choc permanent sur la productivité conduit à une appréciation temporaire du taux de change réel, mais ne modifie pas la valeur d'équilibre à long terme de celui-ci. En revanche, dans un modèle d'équilibre général, l'impact d'un choc de productivité sur le taux de change d'équilibre réel à long terme dépend de la distribution des gains de productivité entre les secteurs produisant des biens échangeables et ceux produisant des biens non échangeables : il y aura appréciation, selon l'effet Balassa-Samuelson, si ces gains ont lieu dans le secteur exposé et, au contraire, dépréciation s'ils se produisent dans le pan le plus large de l'économie, c'est-à-dire le secteur protégé.

Or, selon les travaux de Van Ark *et al.*⁴, le secteur des services serait responsable pour les deux tiers de l'accélération de la productivité américaine entre 1995 et 2000 et expliquerait l'essentiel du supplément de croissance de la productivité par rapport à l'Europe. Dans ce cas, contrairement à des thèses souvent avancées, l'amélioration de la productivité américaine ne se serait pas traduite par un relèvement du taux de change d'équilibre réel du dollar et rendrait même, au contraire, plus difficile la réduction du déficit extérieur américain.

Olivier Garnier en conclut que les banquiers centraux, comme l'ensemble des acteurs, doivent prendre garde à ne pas surestimer l'impact d'un choc de productivité sur les prix d'équilibre des actifs, qui est généralement assez faible selon la plupart des modèles économiques.

Les trois intervenants ont livré une analyse approfondie de l'impact d'un choc de productivité sur l'économie et de ses conséquences pour la politique monétaire. Ils s'accordent à situer le cœur de l'analyse dans la perception des agents de la situation économique, en particulier dans le cadre d'un système d'information asymétrique et incomplet. L'importance de cette question de la perception des agents a, d'ailleurs, également été soulignée par plusieurs des interventions dans le cadre de la discussion qui a suivi les trois présentations. En réponse à ces difficultés, les trois intervenants au forum recommandent donc aux banques centrales, mais aussi à l'ensemble des acteurs, de faire preuve de prudence et de pragmatisme dans leurs analyses.

Par ailleurs, les différentes analyses proposées par les intervenants sur les chocs de productivité les plus récents montrent que si les banques centrales bénéficient probablement de l'expérience tirée des chocs passés et d'outils d'analyse plus performants, un choc de productivité demeure toutefois difficile à appréhender en temps réel en raison d'évolutions technologiques par définition toujours différentes.

⁴ Van Ark, Inklaar et Mc Guckin (2002) : "Changing gear", productivity, ICT and services industries: Europe and the United States", Groningen Growth and Development Centre

La situation du système bancaire et financier français en 2004

Catherine GOUTEROUX

*Secrétariat général de la Commission bancaire
Direction de la Surveillance générale du système bancaire
Service des Études bancaires*

Le Rapport annuel de la Commission bancaire pour l'année 2004 présente la situation du système bancaire et financier français au travers de l'étude de l'activité et des résultats des établissements de crédit et des entreprises d'investissement qui lui sont assujettis.

Ce rapport comprend, en outre, trois études thématiques :

- *le rôle des superviseurs dans l'appréciation des systèmes de notation interne du risque de crédit ;*
- *quel traitement prudentiel pour les nouvelles normes comptables internationales ?*
- *les prêts à l'habitat.*

Les établissements de crédit français, dont l'activité est diversifiée, ont bénéficié d'une demande de financements soutenue et de la bonne tenue des marchés financiers. Une baisse très importante de l'effort de provisionnement a largement contribué à la progression significative des résultats. Pour leur part, les entreprises d'investissement ont affiché une évolution globale moins favorable.

Mots clés : système bancaire, système financier, établissement de crédit, entreprise d'investissement, concentration du système bancaire, concours à l'économie, ressources émanant de la clientèle, opérations interbancaires, portefeuille-titres, activité internationale, fonds propres, solvabilité, risque de crédit, soldes intermédiaires de gestion, marge bancaire globale

I | Évolution de la structure du système bancaire français

I | I Diminution continue du nombre d'établissements de crédit

La rationalisation des structures bancaires s'est traduite par la disparition de 48 entités (45 en France et 3 à Monaco), le nombre d'établissements de crédit assujettis s'établissant ainsi à 911 au 31 décembre 2004. Une nouvelle fois, la réduction a concerné principalement les sociétés financières et, dans une moindre mesure, les autres catégories juridiques.

Dans le même temps, le nombre de guichets bancaires permanents s'est accru de 464 unités, à 26 370, en liaison, notamment, avec le dynamisme des banques commerciales sur le marché de la banque de détail.

I | 2 Poursuite du mouvement de concentration

En 2004, la concentration du système bancaire français s'est accrue dans la quasi-totalité des compartiments étudiés. Les cinq premiers groupes bancaires ¹ représentaient en fin d'année 78 % du total de situation, plus de 74 % des crédits et plus de 83 % des dépôts. L'évolution la plus notable concerne le total de situation, largement due à l'opération de prise de contrôle de CDC Ixis et d'Eulia par le Groupe Caisse d'épargne (+ 9 points).

En revanche, on note un léger recul de la concentration dans le domaine du crédit à la consommation, sous l'effet en particulier du développement des groupes spécialisés associés aux constructeurs automobiles.

2 | Accroissement de l'activité des établissements de crédit, dans un environnement économique plus favorable

Bénéficiant d'un contexte mondial de croissance économique tirée principalement par les États-Unis et les pays asiatiques, les établissements de crédit français ont accru leur activité. Ils ont consolidé leur assise financière, à un rythme toutefois inférieur à celui du total de bilan.

2 | I Activité consolidée des grands groupes bancaires

Bilan consolidé de sept grands groupes bancaires français		
(en milliards d'euros, variation en %)		
	Décembre 2004	Variation 2004/2003
Actif		
Emplois interbancaires (y compris titres reçus en pension livrée)	82	2
Crédits à la clientèle	1 188,0	10,3
Crédit-bail, LOA et location simple	73,9	5,4
Portefeuilles-titres	919,0	7,7
Titres de participation	48,7	4,8
Autres	344,1	9,5
Passif		
Ressources interbancaires (y compris titres donnés en pension livrée)	824,7	13,6
Dépôts de la clientèle	1 128,6	6,8
Dettes représentées par un titre	539,8	16,4
dont titres de créances négociables	408,5	18,9
Autres	695,9	3,1
Fonds propres	138,7	3,5
TOTAL DE BILAN	3 327,6	8,8
Hors-bilan		
Engagements en faveur de la clientèle		
– de financement	503,6	13,1
– de garantie	203,5	12,2
Opérations sur instruments financiers à terme	38 645,8	17,6
– intérêt	35 280,9	17,3
– change	1 294,0	29,1
– autres	2 074,9	16,8

¹ Méthode des groupes économiques d'appartenance, composés d'établissements de crédit ayant des liens en capital et qui sont contrôlés par une même entité

Les données relatives à l'activité consolidée proviennent des bilans de sept grands groupes bancaires français², les variations étant calculées sur un échantillon plus restreint³.

L'activité consolidée des principaux groupes bancaires, mesurée par le total de bilan, a globalement augmenté (+ 8,8 % par rapport à 2003). À l'actif, cette évolution s'explique principalement par la forte progression des crédits à la clientèle (10,3 %) et, dans une moindre mesure, par la progression des opérations sur titres. Au passif, elle provient essentiellement des dépôts de la clientèle et des dettes représentées par un titre.

2 | 2 Progression de l'activité globale sur base sociale dans la quasi-totalité de ses composantes

La croissance de l'activité des établissements de crédit, déterminée sur base sociale, a affiché une hausse supérieure à celle enregistrée en 2003. Le total de la situation d'ensemble, toutes implantations confondues, s'affichait en effet à 4 389,4 milliards d'euros au 31 décembre 2004, en progression de 10,8 %.

Activité des établissements de crédit

(en milliards d'euros, variation en %)

	Décembre 2003	Décembre 2004	Variation 2004/2003
Total des actifs	3 960	4 389	10,8
Prêts à la clientèle	1 321	1 435	8,6
Portefeuilles-titres	711	825	16,1
Total des actifs agences à l'étranger	723	827	14,4
Dépôts de la clientèle	1 094	1 157	5,8
dont :			
– comptes ordinaires créditeurs	313	332	6,1
– comptes d'épargne à régime spécial	534	562	5,3
Engagements sur instruments financiers à terme	36 488	42 208	15,7

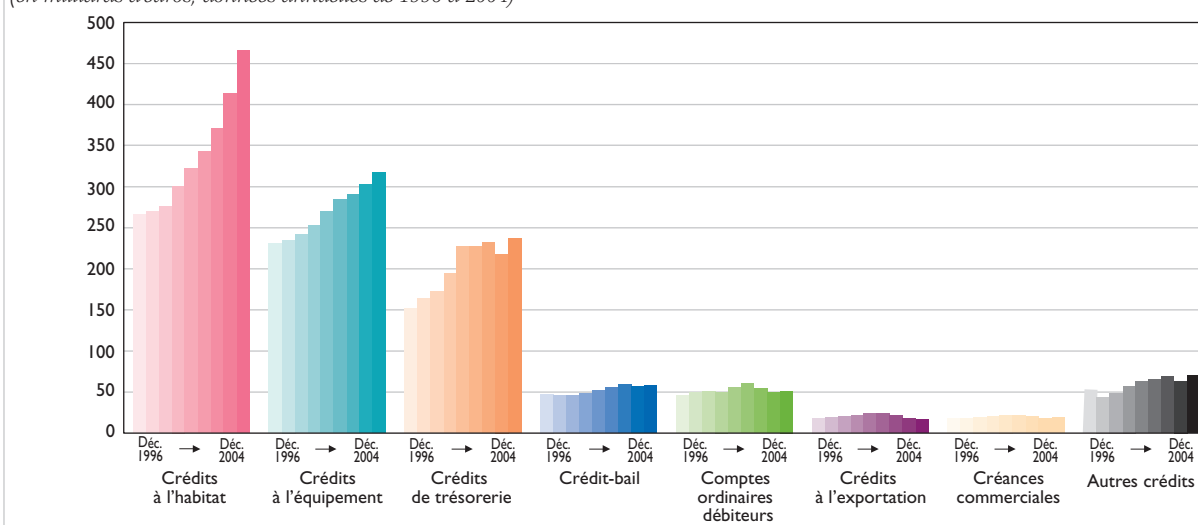
Reprise des opérations avec la clientèle

L'exercice 2004 a été caractérisé par un renforcement du rythme de croissance des opérations avec la clientèle. Les encours de crédits à la clientèle se sont accrus de 8,6 % (après 2,8 % pour l'exercice 2003 et une stagnation en 2002) et s'affichaient à 1 435,2 milliards d'euros. À l'exception des crédits à l'exportation, tous les types de concours ont enregistré un accroissement de leur encours.

Concours à l'économie par types de crédit

Activité métropolitaine – Ensemble des établissements de crédit

(en milliards d'euros, données annuelles de 1996 à 2004)



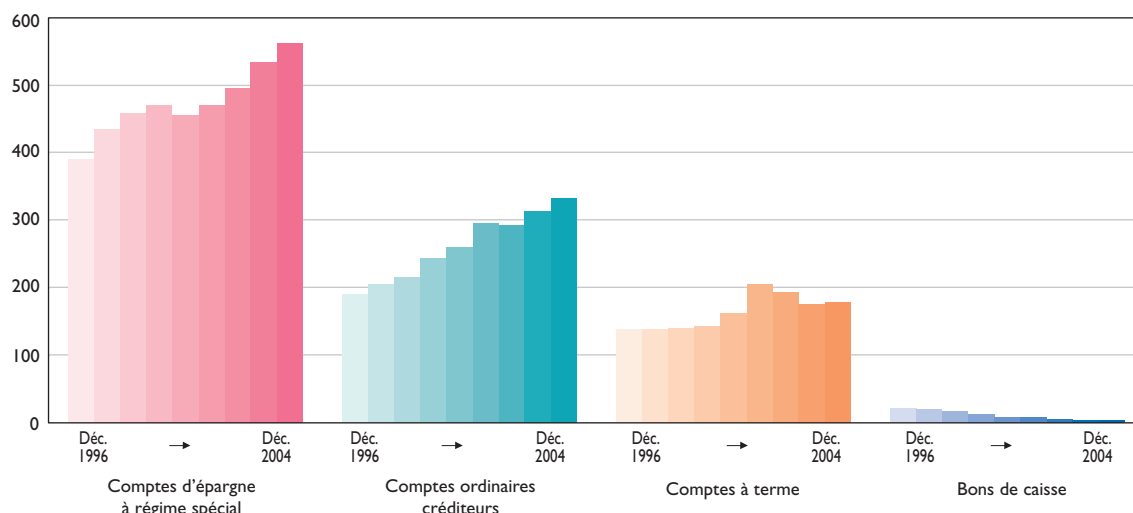
² Groupe Banque populaire, BNP Paribas, Groupe Crédit agricole, Groupe Caisse d'épargne, Crédit mutuel Centre Est-Europe, Crédit commercial de France, Société générale.

³ BNP Paribas, Crédit mutuel Centre Est-Europe, Crédit foncier de France, Banque fédérale des Banques populaires, Société générale.

Ressources émanant de la clientèle

Ensemble de l'activité – Ensemble des établissements de crédit

(en milliards d'euros)



Ce sont les crédits à l'habitat qui, une nouvelle fois, ont affiché la hausse la plus marquée (12,8 %, après 11,3 % en 2003), à 466,2 milliards d'euros. Les crédits à l'équipement ont connu une accélération de leur rythme de croissance (4,9 %, après 4,1 % pour l'exercice précédent), en liaison avec la reprise de l'investissement. Pour leur part, après avoir enregistré des reculs en 2003, les encours de crédits de trésorerie et les comptes ordinaires débiteurs ont augmenté, notamment du fait des sociétés non financières et des administrations publiques.

En progression par rapport à 2003, les ressources émanant de la clientèle ont moins augmenté que les emplois (5,8 %), affichant un encours de 1 157,2 milliards d'euros⁴. Cette situation s'explique, notamment, par une moindre progression des comptes d'épargne à régime spécial (5,3 %, après 7,9 % à la fin de 2003), des évolutions différentes étant constatées selon les produits d'épargne, les mesures prises par les Pouvoirs publics ayant eu des impacts contrastés (impact marqué sur les plans d'épargne-logement, infléchissement global modéré sur les livrets A et bleus).

Accroissement des opérations interbancaires

Au 31 décembre 2004, les opérations interbancaires au sens large (y compris titres du marché interbancaire et pensions livrées sur titres) s'affichaient en hausse de 9,3 % du côté des emplois et de 10,9 % du côté des ressources. La position nette interbancaire emprunteuse s'établissait à 170,4 milliards d'euros, en augmentation de 25,5 % par rapport à la fin de 2003.

Hausse marquée des opérations sur titres

Pour l'ensemble de l'activité, le total cumulé des quatre portefeuilles de titres (transaction, placement, investissement et activité de portefeuille) atteignait 825,1 milliards d'euros au 31 décembre 2004, en progression globale de plus de 16 % par rapport à décembre 2003.

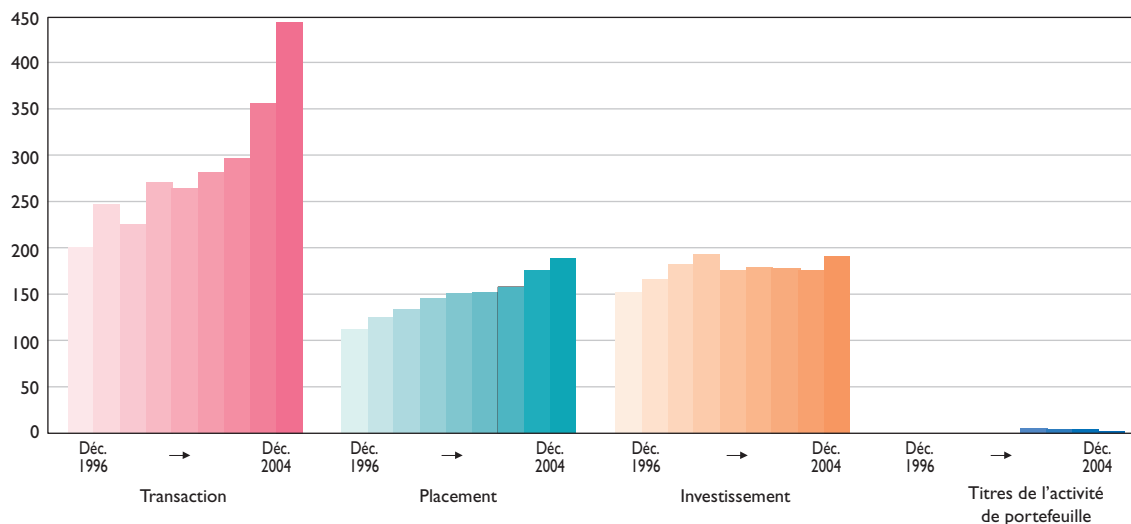
L'encours des titres de transaction, valorisés au prix de marché, s'est inscrit une nouvelle fois en forte hausse (24,8 %) pour atteindre 443,8 milliards d'euros au 31 décembre 2004, soit près de 54 % du portefeuille

⁴ Sur le territoire métropolitain, la hausse a été un peu moins marquée (4,4 %), à 1 000 milliards d'euros.

Portefeuille-titres

Ensemble de l'activité – Ensemble des établissements de crédit

(en milliards d'euros)



global. L'encours des titres d'investissement s'est accru de 8,9 %, tandis que celui des titres de placement a enregistré une hausse plus modérée de 7,4 %. Pour leur part, les titres de l'activité de portefeuille se sont repliés de plus de 57 %.

La quasi-totalité des titres détenus ont affiché une progression de leurs encours, à l'exception notable des bons du Trésor (- 50 %). Le poids des obligations reste prépondérant.

Au passif et sur l'ensemble de l'activité, l'encours des dettes représentées par un titre a sensiblement augmenté en 2004 (13,2 %), pour s'établir à 725,2 milliards d'euros. Il était toujours constitué pour près des deux tiers de titres de créances négociables.

Enfin, il convient de noter que les opérations sur instruments financiers à terme, sur l'ensemble de l'activité, ont continué de s'inscrire en forte progression (24 %). Au 31 décembre 2004, l'encours notionnel, qui ne permet toutefois pas d'apprécier les risques effectivement encourus par les établissements de crédit, s'élevait à 42 208 milliards d'euros, soit plus de neuf fois le total de la situation de l'ensemble des établissements de crédit, toutes activités confondues.

2 | 3 Accroissement de l'activité internationale

Le recensement des implantations à l'étranger, effectué chaque année, montre que, à la fin de 2003, une cinquantaine d'établissements de crédit français étaient installés dans quatre-vingt-trois pays ou zones géographiques. Ces implantations comprenaient 699 filiales et 214 succursales, soit un quasi-doublement depuis dix ans, avec une forte accélération depuis 2001.

En 2004, l'activité internationale a connu une progression marquée. Ainsi, la part dans l'ensemble de l'activité des établissements de crédit des agences installées à l'étranger a atteint, avec 18,8 %, le niveau le plus élevé depuis 2001. De même, l'ensemble des activités libellées en devises au sein de l'activité métropolitaine ont retrouvé leur poids de l'exercice 2002 (13,5 % à l'actif et 15 % au passif).

2|4 Structure financière et risques

Solidité de la structure financière

L'assise financière des établissements de crédit, analysée sur une base globale, a progressé, mais à un rythme ralenti, inférieur à celui de la progression des risques.

Les fonds propres comptables peuvent être estimés à partir des éléments de la situation globale des établissements (capital, réserves, fonds pour risques bancaires généraux, report à nouveau). Ils constituent ainsi un agrégat proche de la notion de fonds propres de base prudentiels, au sens du règlement n° 90-02 du Comité de la réglementation bancaire. Ils ont progressé de 5,2 %, soit un rythme deux fois moindre que celui de l'activité globale, pour atteindre 224,7 milliards d'euros au 31 décembre 2004. En conséquence, le rapport des fonds propres au total de la situation s'est légèrement réduit (5,1 %, contre 5,4 % à la fin de 2003).

Par ailleurs, il apparaît que les grands groupes bancaires français affichent des ratios de solvabilité sur fonds propres de base et global, respectivement de 8,8 % et 11,5 %, largement supérieurs aux minimums réglementaires et comparables à ceux de leurs homologues européens. Toutefois, une légère érosion a été constatée.

Maîtrise correcte du risque de crédit

Dans une conjoncture économique en amélioration, le risque global des établissements de crédit a nettement décru en 2004.

L'encours brut des créances douteuses sur la clientèle pour l'ensemble de l'activité a enregistré une diminution de 6,8 %, passant de 61,2 milliards d'euros à 57 milliards. La proportion des créances douteuses dans l'encours total brut des crédits à la clientèle s'est réduite de 4,8 % à 4,2 %.

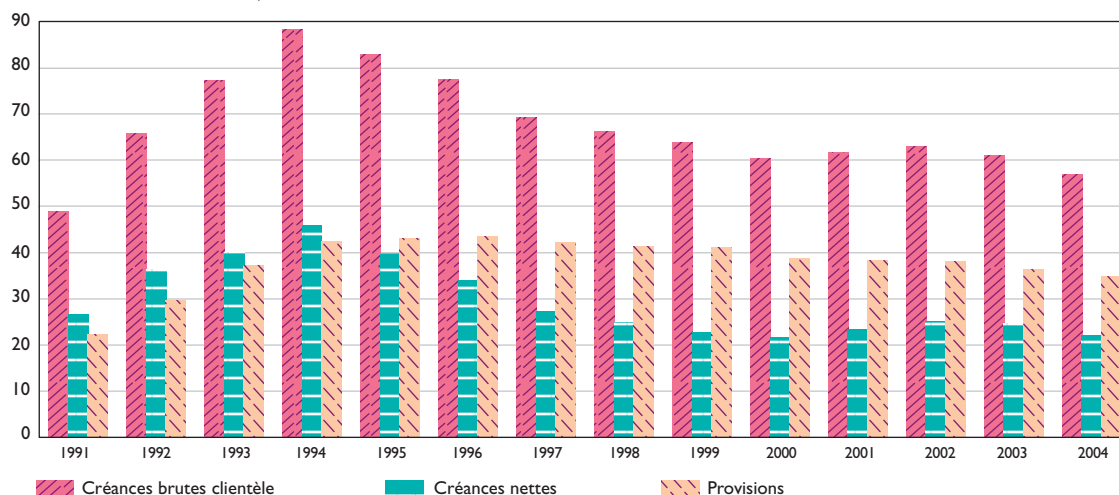
Pour sa part, le montant des encours de provisions spécifiques clientèle (figurant en déduction de l'actif) a de nouveau diminué (- 4,2 %), s'établissant à 34,9 milliards d'euros. Au total, le taux de couverture des créances douteuses sur la clientèle par des provisions est remonté à 61,3 %, après cinq années consécutives de baisse. En tenant compte des provisions de passif, le taux de couverture s'élève à 108,7 % (100 % en 2003).

Même si le risque de crédit semble avoir été maîtrisé par les établissements de crédit français, les efforts de sélection et de contrôle des risques ainsi qu'une tarification adéquate doivent être maintenus.

Créances douteuses brutes rapportées aux crédits bruts

Ensemble de l'activité – Ensemble des établissements de crédits

(en fin d'année, en milliards d'euros)



Le financement des PME-PMI s'est accru modérément

Dans un contexte économique plus favorable qui a conduit au ralentissement du nombre des défaillances d'entreprises, les petites et moyennes entreprises ont continué de limiter leurs investissements et à favoriser l'autofinancement. Ainsi, compte tenu, par ailleurs, d'une approche prudente des procédures de financement, les établissements de crédit ont vu leur encours sur ces contreparties progresser moins vite que celui relatif à l'ensemble des entreprises, le crédit-bail mobilier financé par les établissements spécialisés connaissant toutefois une progression soutenue.

Le financement des professionnels de l'immobilier a progressé sous l'impulsion des marchés du logement

Les principaux établissements de crédit finançant les professionnels de l'immobilier ont modifié la structure de leur production, en liaison avec les évolutions des deux principaux marchés de l'immobilier. Ainsi, les nouveaux concours tournés vers l'immobilier d'entreprise ont enregistré un recul global de 4,8 %, le développement des opérations à l'étranger venant compenser un repli marqué en France, tandis que la poursuite du dynamisme de l'immobilier résidentiel a entraîné une progression de 26 % des nouveaux financements aux professionnels du logement au premier semestre 2004. Cette dernière évolution fait l'objet d'une étude détaillée présentée en annexe du *Rapport annuel de la Commission bancaire* pour 2004.

Le financement du secteur public territorial a de nouveau fortement augmenté

Après plusieurs années d'érosion régulière, la reprise des concours accordés aux collectivités territoriales françaises, entamée en 2003, s'est poursuivie de façon soutenue (5 %, après 4,4 %). En effet, les dépenses d'investissement se sont nettement accrues (aménagement du territoire et environnement, mise en place du plan « Hôpital 2007 »), dans un contexte de réduction des capacités d'autofinancement, liée en particulier à l'augmentation marquée des dépenses de fonctionnement.

Le marché demeure très concurrentiel et fortement concentré sur quelques intervenants. La situation

financière des collectivités locales apparaît toujours globalement saine et les risques sensibles ne représentent qu'une faible part des concours. Par ailleurs, les principaux établissements de crédit continuent d'affiner leurs systèmes d'analyse du risque, en liaison, notamment, avec le développement de structures intercommunales parfois complexes.

Le financement hors immobilier des particuliers par les établissements de crédit spécialisés a enregistré un ralentissement

Si un ralentissement global a été enregistré, les différents types de concours ont présenté en 2004 des évolutions différentes. Les encours d'utilisation de crédits renouvelables ont progressé sensiblement, tandis que ceux des prêts personnels ont diminué. En dépit d'un marché de l'automobile atone, les établissements spécialisés ont enregistré un accroissement des financements d'achat et, de façon encore plus significative, des montants des opérations de location avec option d'achat. La charge du risque de crédit a diminué et la rentabilité est demeurée élevée, malgré un contexte toujours très concurrentiel. Les grands groupes ont poursuivi leur développement à l'étranger en s'appuyant sur la reprise de l'économie mondiale. Les opérations de titrisation, en net ralentissement en 2003, n'ont pas enregistré de reprise.

Les établissements de crédit français ont témoigné un intérêt renouvelé pour les investissements sur pays émergents

En ligne avec le regain d'intérêt des investisseurs pour le risque émergent amorcé début 2003, lié à l'amélioration des fondamentaux économiques des pays concernés et au faible rendement des placements plus traditionnels, les engagements des grands groupes bancaires français ont connu une hausse sensible (13 %). Ils sont concentrés sur des pays présentant un risque modéré (zone Asie-Pacifique, à l'exception de Hong-Kong, Europe centrale et orientale, Russie). Le montant des créances douteuses a fortement baissé, en raison, notamment, de l'assainissement des portefeuilles détenus sur plusieurs pays d'Europe centrale, pour atteindre 3 % de l'ensemble des engagements internationaux, avec un taux de provisionnement moyen de 47 %, en légère progression.

3| Résultats des établissements de crédit français

3|1 Résultats sur base consolidée des principaux groupes bancaires français

L'étude des résultats consolidés porte sur des échantillons différenciés. Le calcul des variations par rapport à 2003 porte sur un échantillon restreint afin de ne pas être faussé par les changements de périmètres intervenus sur deux groupes ⁵.

L'examen des comptes consolidés de l'échantillon retenu fait ressortir un produit net bancaire (PNB) en progression de 4,6 %. Les opérations avec la clientèle (45 % du total du PNB) ont dégagé un produit net pratiquement stable, alors que celui-ci s'est inscrit en recul pour les opérations sur titres (33 % du PNB) contrastant avec l'amélioration des performances enregistrées en hors-bilan. Les résultats sur prestations de services financiers (7 % du PNB) ont progressé de 8,3 %.

Les coûts de structure ont enregistré une hausse de 2 %, permettant d'afficher un résultat brut d'exploitation en hausse sensible et une amélioration du coefficient net d'exploitation, ramené cette année sur l'échantillon à 64,5 %. La charge du risque a diminué de plus de 30 % par rapport à 2003, s'établissant à 5,3 % du produit net bancaire (8,2 % en 2003) et 15,2 % du résultat brut d'exploitation (24 % en 2003). Cette évolution s'explique essentiellement par la forte augmentation des reprises nettes sur provisions pour créances douteuses, reflétant ainsi l'amélioration de la conjoncture mondiale depuis 2001 et 2002.

Les gains nets sur actifs immobilisés ont atteint 1,2 milliard d'euros, en recul de 3,9 %. Le résultat courant avant impôt a progressé de 20,1 %, le résultat net affichant un niveau de progression supérieur (+ 23,9 %) à la suite de reprises nettes enregistrées sur le fonds pour risques bancaires généraux.

La rentabilité des fonds propres s'est inscrite aux alentours de 15,7 % (11 % en 2003). Toutefois, il faut souligner que la croissance des résultats nets en 2004 a résulté principalement de la très forte baisse de la charge du risque.

Résultats consolidés des grands groupes bancaires français

(en milliards d'euros, variation en %)

	2004 (a)	2004 (b)	Variation 2004/2003 (c)
Produit net bancaire	83,4	45,4	4,6
Frais généraux et dotations aux amortissements	55,5	29,3	2,0
Résultat brut d'exploitation	27,8	16,1	9,7
Dotations nettes aux provisions et pertes sur créances irrécupérables	4,5	2,4	- 30,8
Résultat d'exploitation	23,3	13,7	22,6
Résultat courant avant impôt	26,8	15,7	20,1
Résultat net	17,6	10,8	23,8
Résultat net part du groupe	16,2	9,7	23,9

(a) Échantillon large
(b) Échantillon restreint
(c) Variation sur échantillon restreint

3|2 Résultats sur base sociale

L'analyse des principaux soldes de comptes de résultat a été menée, sur une base sociale, à partir d'un échantillon comprenant 765 établissements, lesquels représentaient 97,7 % du produit net bancaire total réalisé en 2003 par l'ensemble des établissements de crédit. Les taux de progression constatés ont été appliqués aux chiffres définitifs de 2003 afin de dégager des tendances globales pour l'exercice 2004.

Produit net bancaire

Le produit net bancaire a poursuivi sa progression en 2004, aussi bien en France métropolitaine (5,2 %) que sur l'ensemble de l'activité (4,8 %).

⁵ L'échantillon large comprend les groupes : Caisse d'épargne, Banque populaire, BNP-Paribas, Crédit agricole, Crédit mutuel Centre-Est Europe, CCF, Société générale.

Compte tenu d'une absence de remise de certains documents, les variations sont calculées sur un échantillon restreint n'incluant pas les groupes Crédit agricole et Caisse d'épargne. Pour la même raison, le groupe Banque populaire est représenté par la Banque fédérale des Banques populaires.

Résultats provisoires des établissements de crédit français Ensemble de l'activité

(montants en milliards d'euros, variation en %)

	2004	Variation 2004/2003
Produit net bancaire	84,5	4,8
Frais généraux et dotations aux amortissements	53,9	3,9
Résultat brut d'exploitation	30,6	6,4
Coût du risque	2,9	- 44,3
Résultat d'exploitation	29,5	26,0
Résultat courant avant impôt	30,3	29,6
Résultat net	22,5	29,5

Après une baisse supérieure à 5 % en 2003, le produit net tiré des opérations avec la clientèle s'est inscrit en hausse de 1,9 % sur l'ensemble de l'activité et représentait plus de 56 % de l'ensemble du PNB. Les intérêts nets ont progressé, notamment grâce aux volumes d'activité élevés sur les crédits à l'habitat. D'autre part, les charges d'intérêt sur les comptes d'épargne à régime spécial ont globalement diminué.

Les produits nets sur les opérations de services financiers, qui comprennent la plupart des commissions nettes, se sont accrus de 10,2 %, contribuant à plus de 14 % du PNB. Pour leur part, les opérations sur titres prises dans leur ensemble ont dégagé un produit net en augmentation significative (34 %), représentant 11 % du PNB. En revanche, les opérations interbancaires ont dégagé une charge nette, en liaison avec l'augmentation de la position nette emprunteuse, tandis que les opérations de hors bilan ont de nouveau affiché une charge nette supérieure à 2 milliards d'euros.

Résultat brut d'exploitation

Les frais de fonctionnement ont augmenté à un rythme légèrement plus rapide qu'en 2003 (3,5 % en métropole et 3,9 % sur l'ensemble de l'activité), mais moins

rapidement que le produit net bancaire, entraînant une progression du résultat brut d'exploitation de 8,0 % sur base métropolitaine et de 6,4 % sur l'ensemble de l'activité, à 30,6 milliards d'euros.

Le coefficient net d'exploitation s'est par conséquent amélioré, atteignant 64,0 % en métropole (65,0 % en 2003) et 63,8 % sur l'ensemble de l'activité, en diminution régulière depuis 2000.

Résultat courant avant impôt et résultat net

Sur l'ensemble de l'activité, l'effort de provisionnement — dotations aux provisions pour risques et charges comprises — a diminué de 79,8 %. Il ne représentait plus que 1 % du produit net bancaire (contre 11 % en 1998). L'amélioration du contexte économique, notamment en Europe, a conduit à une réduction de 44 % des dotations nettes aux provisions et pertes sur créances irrécupérables, tandis que les provisions pour risques et charges ont fait l'objet d'une reprise nette massive, après une dotation nette en 2003, l'anticipation du passage aux normes IAS/IFRS, qui devraient rendre plus malaisée la constitution de ce type de provisions ayant pu contribuer à l'ampleur du phénomène.

Le résultat d'exploitation a finalement progressé de 26 % sur l'ensemble de l'activité, à 29,5 milliards d'euros. Les gains nets sur actifs immobilisés se sont inscrits en forte hausse, en raison de très importantes reprises nettes des provisions compensant l'accroissement des moins-values nettes. Au final, le résultat courant avant impôt a atteint 30,3 milliards d'euros sur l'ensemble de l'activité, en hausse de près de 30 %. Compte tenu de mouvements opposés entre le fonds pour risques bancaires généraux (29 millions d'euros de reprise nette, après 542 millions de dotation nette en 2003) et un accroissement des charges exceptionnelles, le résultat net estimé devrait atteindre 22,5 milliards sur l'ensemble de l'activité (en augmentation de 29,5 %). Cela représente un coefficient de rentabilité de 10,6 % environ, en amélioration par rapport à celui enregistré en 2003 (8,5 %).

Coût moyen des ressources et rendement moyen des emplois (guichets métropolitains)
 Ensemble des établissements de crédit

(en %)

	2002	2003	2004 (a)
Opérations avec la clientèle			
Coût moyen des ressources (y compris TCN)	2,89	2,54	2,33
Rendement moyen des crédits	6,14	5,71	5,40
Opérations sur titres			
Dettes représentées par un titre (hors TCN)	5,49	5,00	4,74
Dettes subordonnées	5,38	5,16	4,56
Résultat brut d'exploitation	4,36	5,94	5,90
Opérations de trésorerie			
Coût moyen des emprunts	4,87	3,62	3,69
Rendement moyen des prêts	5,01	3,73	3,86
Marge bancaire globale	1,63	1,60	1,65

(a) Données provisoires sur un échantillon d'établissements

Légère amélioration de la marge bancaire globale

Selon les premières estimations, la marge bancaire globale s'est accrue de 5 points de base, en dépit de la réduction de la marge sur les opérations avec la clientèle, le rendement moyen des crédits avec la clientèle ayant baissé plus fortement que le coût moyen des ressources. Après une remontée en 2003, le rendement du portefeuille-titres semble avoir subi une légère détérioration.

4| Activité et résultats des entreprises d'investissement

La population sous revue inclut les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion, ces dernières n'étant pas contrôlées par la Commission bancaire. À la fin de 2004, elle s'établissait à 132 entités, contre 143 un an auparavant.

Dans un contexte marqué par la consolidation des marchés boursiers, le total de bilan de l'ensemble des entreprises d'investissement, qui avait fortement augmenté en 2003 (39 %), a quelque peu stagné (- 1,5 %), pour s'établir à 215,4 milliards d'euros. La concentration de l'activité s'est encore accrue, puisque les cinq premières entreprises représentaient 91 % de la somme des totaux de bilan, contre 85 % un an auparavant, et les trois premières 82 %.

Le produit net bancaire a diminué de 18 %, à 2 milliards d'euros, principalement du fait d'une réduction des produits nets issus des activités pour compte propre (1,3 milliard d'euros, après 1,7 milliard). En revanche, le produit net des opérations pour compte de tiers a progressé de 4 %, à 645 millions d'euros. Six entreprises ont réalisé 50 % du PNB et trois entreprises, 36 %.

Même si les coûts de structure se sont inscrits à la baisse, le résultat brut d'exploitation s'est réduit de 26 %, à 434 millions d'euros. Au final, le résultat net a atteint 335 millions d'euros, en diminution d'environ 36 %. Toutefois, le nombre d'entreprises présentant un résultat net positif est en sensible augmentation (+ 8 points, à 71 % de l'ensemble de la population).

Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans

Dominique LEFILLIÂTRE

*Secrétariat général
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

Pour les PME de l'industrie, l'année 2004 a été marquée par :

- *une reprise de l'activité se traduisant notamment par :*

- une progression sensible du chiffre d'affaires dans un contexte de hausse des prix à la production,*
- une inflexion positive de l'investissement,*
- mais une nouvelle réduction des effectifs salariés,*

- *une amélioration des indicateurs de résultat ;*

- *un allègement de la contrainte de solvabilité, perceptible depuis 2002, grâce à la progression des résultats conjuguée à une réduction des charges d'intérêt ;*

- *des structures financières renforcées sous le double effet de la progression des capitaux propres et de la diminution de l'endettement.*

Mots clés : PME, industrie manufacturière, agroalimentaire,
biens de consommation, biens intermédiaires,
industrie automobile, bien d'équipement

I | Nette reprise de l'activité

La croissance de l'année 2004, mesurée par celle du PIB en volume, s'est établie à 1,8 % (+ 0,5 % en 2003) pour l'ensemble de la zone euro. Les taux de progression de l'Irlande, du Luxembourg et de la Grèce ont été particulièrement soutenus ; ils ont tous été supérieurs à 4 %. Par contre, les performances de l'Allemagne, de l'Italie, du Portugal et des Pays-Bas, bien qu'en nette progression par rapport à 2003, ont été inférieures à celles de l'ensemble de la zone euro.

En France, la progression du PIB en 2004 (2,3 %, contre + 0,8 % en 2003) a été plus forte que la moyenne européenne.

Sur l'ensemble de l'année, les principaux moteurs de la croissance ont été, d'une part, les dépenses de consommation des ménages (+ 2 %) avec une reprise des achats de véhicules automobiles et une forte augmentation des achats de biens de nouvelles technologies et de services ¹ et, d'autre part, l'investissement des entreprises (+ 2,8 %).

En liaison avec la reprise de l'activité, les importations ont progressé de 6,9 % en volume d'une année à l'autre ; les exportations, qui se sont accrues de 3,1 % en volume, ont été tirées en majorité par les biens de consommation et les biens d'équipement.

Au total, le taux de croissance du PIB constaté en France s'explique donc, essentiellement, par la demande intérieure hors stocks et, dans de faibles proportions, par les variations de stocks ; à l'inverse, le solde extérieur a contribué négativement à la performance globale.

Les prix à la production pour l'industrie manufacturière ² ont augmenté en 2004 (1,4 %), après une baisse de 0,6 % l'année précédente. S'ils ont diminué dans les biens de consommation, ils sont restés pratiquement stables dans les biens d'équipement ; par contre, ils ont augmenté dans les autres secteurs : de façon modérée dans l'industrie automobile et dans les industries agroalimentaires, assez fortement dans les biens intermédiaires (3,6 %).

Selon l'échantillon Centrale de bilans, la progression du chiffre d'affaires des PME industrielles s'est élevée à 3,5 % en 2004, après la modeste performance de 2003 (0,6 %). L'impact des variations de prix à la production tempère toutefois le constat : le taux de variation du chiffre d'affaires déflaté (ou en volume) s'élève à 2,1 %.

Les différents compartiments économiques ont enregistré une progression positive, quelquefois très forte, de leurs ventes.

Les industries agroalimentaires (IAA) ont continué de bénéficier de la bonne orientation de la consommation des ménages, mais le rythme de progression de leur chiffre d'affaires a très légèrement fléchi par rapport à 2003 (2,2 %, contre 2,4 %) ; en volume, les ventes ont progressé de 1,1 %, contre 3,9 % en 2003. Les IAA n'ont pas été cependant le seul secteur moteur de la croissance.

Le chiffre d'affaires des industries de biens intermédiaires s'est très notablement redressé (de 0,6 % en 2003 à 5,6 % en 2004), entraînant la performance d'ensemble de l'industrie manufacturière.

Prix à la production

(variation en %)

	Industrie manufacturière	EB	EC	ED	EE	EF
2003	- 0,6	- 1,4	0,3	- 0,2	- 1,6	- 0,1
2004	1,4	1,1	- 0,5	0,5	0,1	3,6

EB : Industries agroalimentaires

EE : Industries des biens d'équipement

EC : Industries des biens de consommation

EF : Industries des biens intermédiaires

ED : Industrie automobile

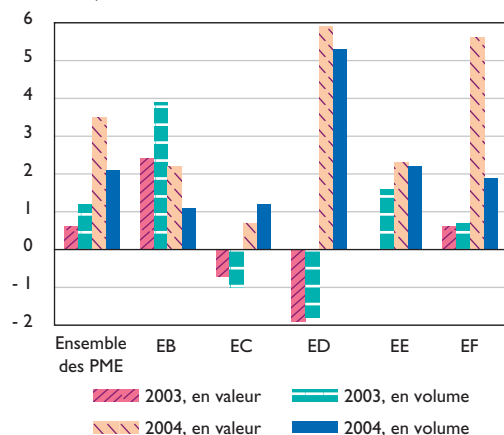
Source : INSEE base 2000 : évolutions annuelles sur l'industrie manufacturière, y compris les industries agroalimentaires (EB) et hors énergie

¹ Transport et services financiers

² L'évolution des prix à la production est calculée sur le champ « Industrie » retenu par l'Observatoire des entreprises (industries agroalimentaires, biens de consommation, industrie automobile, biens d'équipement, biens intermédiaires).

Chiffre d'affaires en valeur et en volume

(variation en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industries des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

Source : INSEE base 2000 : évolutions annuelles sur l'industrie manufacturière, y compris les industries agroalimentaires (EB) et hors énergie (EG)

Cette hausse en valeur résulte, toutefois, en partie, de la très forte croissance des prix à la production : la croissance en volume ressort à 1,9 % seulement en 2004.

Les PME de l'industrie automobile ont également connu une année marquée par une forte progression de leurs ventes (5,9 %), après une année 2003 en net repli (- 1,9 %). Cette progression est d'autant plus remarquable qu'elle traduit, pour l'essentiel, une hausse des volumes vendus (5,3 %).

La conjoncture a également été assez favorable dans les industries des biens de consommation. Le chiffre d'affaires progresse de 0,7 % seulement (après - 0,7 % en 2003), mais, du fait de la diminution des prix à la production, les ventes progressent en volume de 1,2 % pour 2004.

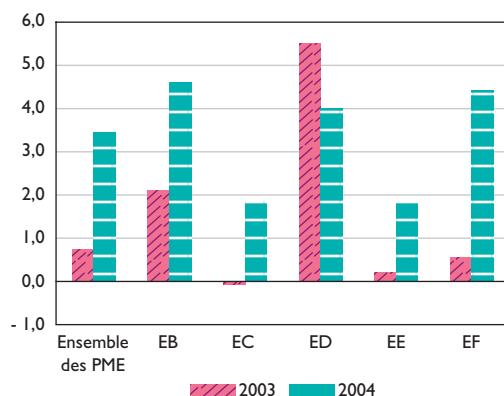
Enfin, les ventes de biens d'équipement ont été soutenues par un courant relativement porteur (2,3 %), après la stagnation observée en 2003 ; la croissance en volume est pratiquement équivalente (2,2 %).

La production ³ a suivi une tendance comparable à celle du chiffre d'affaires, très légèrement plus soutenue, avec une hausse du ratio « production stockée/production » qui s'établit à 0,3 %, contre 0,2 % en 2003.

Parallèlement à la reprise des ventes, la valeur ajoutée produite ⁴ par les PME industrielles s'est fortement redressée (+ 3,5 %), contrastant avec la quasi-stagnation de 2003. La consommation élargie ⁵ s'est accrue de 3,9 %, en raison, notamment, de l'augmentation sensible de sa composante majeure, le coût des matières consommées ⁶ (+ 3,9 %), mais aussi du fait de la progression des achats et charges externes (4,4 %) et de la sous-traitance de fabrication (2,3 %).

Valeur ajoutée produite

(variation en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industries des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

³ Production = ventes de produits et de services + production stockée + production immobilisée

⁴ La valeur ajoutée produite est issue de la méthodologie Centrale de bilans consistant à retraiter certaines charges et subventions, afin d'obtenir un solde plus significatif au plan économique. À la notion de valeur ajoutée définie par le Plan comptable général (1982) sont ajoutés les subventions d'exploitation en complément de prix, ainsi que les loyers de location financement et les charges de personnel extérieur (ces deux dernières grandeurs étant déduites des charges externes). Par ailleurs, elle inclut les impôts et taxes.

⁵ Consommation élargie = sous-traitance de fabrication + achats et charges externes retraités + coût des matières consommées + coût des marchandises vendues

⁶ Le coût des matières consommées représente près des deux tiers des consommations élargies, et les achats et charges externes retraités environ un quart.

2| Diminution des effectifs, reprise de l'investissement et légère augmentation des besoins en fonds de roulement

2|1 Effectifs

Malgré la hausse de l'activité, les effectifs des PME industrielles ont diminué, pour la deuxième année consécutive, et de façon plus marquée qu'en 2003 (- 0,9 %, après - 0,3 %).

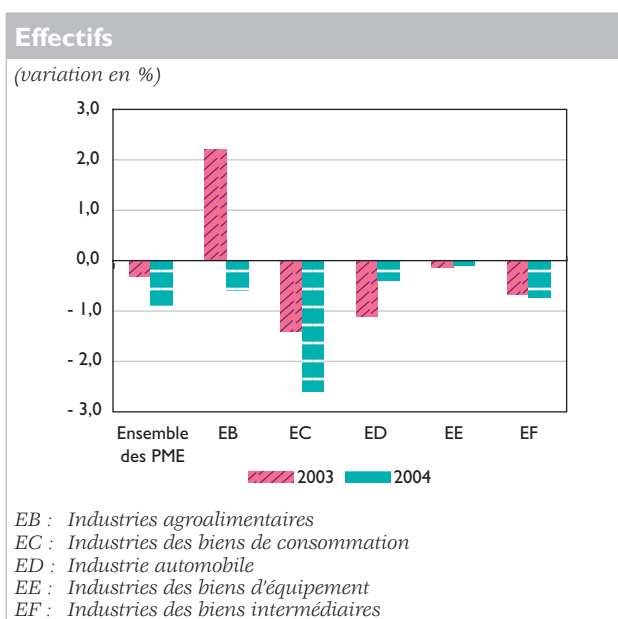
Le recul de l'emploi salarié s'est vérifié dans tous les secteurs d'activité, les biens de consommation enregistrant la baisse la plus forte (- 2,6 %), les industries agroalimentaires affichant un renversement de tendance (- 0,6 % après + 2,2 % en 2003).

Cette évolution est allée de pair avec un léger accroissement du recours au personnel extérieur, quel que soit le secteur. C'est en particulier le cas pour le secteur automobile dont la part des charges salariales brutes allant au personnel extérieur est passée de 11,6 % à 12,2 % et qui, de surcroît, présente le ratio le plus élevé.

La réduction des effectifs s'est répercutée sur les niveaux des ratios de rendement et d'intensité capitalistique.

La diminution de l'emploi salarié conjuguée avec l'amélioration de la valeur ajoutée a eu un impact favorable sur le rendement apparent de la main-d'œuvre⁷ (de 50,4 milliers d'euros à 52,6 milliers), et ce dans tous les grands secteurs de l'industrie.

L'intensité capitalistique (équipement productif par salarié) a également continué de croître dans l'ensemble des PME industrielles, passant de 69,2 milliers d'euros à 72,2 milliers. La hausse la plus notable est intervenue dans les industries



agroalimentaires (de 111,7 milliers d'euros à 118,6 milliers) qui présentent, en outre, les taux les plus élevés, à la fois pour le rendement de la main-d'œuvre et pour l'intensité capitalistique.

2|2 Investissement

La meilleure orientation de l'investissement a constitué le second moteur de redémarrage de l'activité.

Le montant de l'investissement d'exploitation⁸ s'est ainsi accru de 2,4 % en 2004.

Les acquisitions d'immobilisations corporelles, principale composante, progressent dans presque toutes les activités et de 2,6 % globalement.

Les investissements financés par crédit-bail s'accroissent également (+ 5,5 % tous secteurs confondus), spécifiquement dans les industries des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, dans les industries agroalimentaires.

⁷ Le rendement apparent de la main-d'œuvre est mesuré par le rapport « valeur ajoutée/effectifs ».

⁸ La notion d'investissement d'exploitation regroupe tant les acquisitions d'immobilisations corporelles que celles d'immobilisations incorporelles, afin d'apprécier notamment l'effort d'investissement en matière de recherche et développement, formation, élaboration de brevets et logiciels potentiellement porteurs pour le développement de l'entreprise. L'investissement d'exploitation incorpore également les nouveaux contrats de location-financement (crédit-bail et location financière), dès lors qu'il ne s'agit pas de contrats de lease-back.

Dans un contexte de hausse globale, les efforts d'investissement ont été cependant inégalement répartis suivant les secteurs. Deux familles d'activité ne suivent pas la tendance générale : les biens de consommation (- 1,9 %) et l'industrie automobile (- 15,2 %) ; ces deux secteurs ont réduit fortement leur appel au crédit-bail, dont la part dans les dépenses d'équipement est revenue de, respectivement, 27,6 % en 2003 à 21,2 % en 2004 et 32 % en 2003 à 8,4 % en 2004.

Le taux d'investissement d'exploitation, mesuré par le rapport entre les investissements d'exploitation et la valeur ajoutée produite, est pratiquement stable (11,9 % en 2004) du fait de la progression concomitante du numérateur et du dénominateur du ratio. Les situations sectorielles sont diversifiées : recul léger dans les industries agroalimentaires et les biens de consommation, plus marqué dans l'industrie automobile ; maintien dans les biens intermédiaires ; amélioration dans les biens d'équipement.

Les dépenses immatérielles⁹ ont, globalement, fortement augmenté (6,6 %). Cette évolution s'explique, en grande partie, par l'effet d'entraînement positif du dynamisme des dépenses commerciales (+ 7,5 %), premier poste par ordre d'importance. La seule catégorie de dépenses immatérielles en

régression est celle des dépenses en brevets, logiciels et fonds de commerce¹⁰.

L'effort accompli par les entreprises, mesuré par le ratio « dépenses immatérielles/valeur ajoutée », a très légèrement progressé (de 5,7 % à 5,8 %).

Le taux de dépenses immatérielles est à nouveau particulièrement élevé dans les industries agroalimentaires (14,7 %), où les frais de publicité occupent une place importante. En deuxième position par ordre d'importance figurent les industries de biens de consommation (7,7 %). Les autres familles d'activité affichent un ratio inférieur à 4 %.

2 | 3 Besoins en fonds de roulement d'exploitation

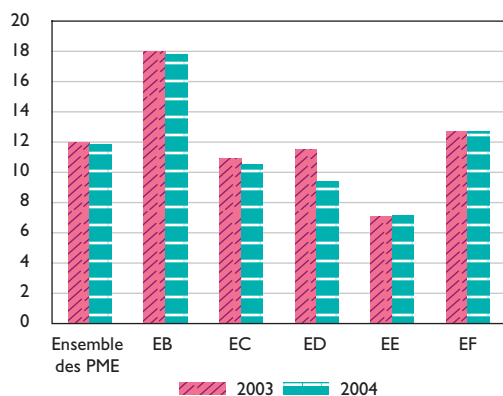
Exprimés en montants, les besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) se sont étoffés de 3,7 % en 2004, tous secteurs confondus ; les stocks et les créances clients ont progressé, globalement, et dans toutes les activités. Seules les industries de biens de consommation ont enregistré une légère contraction de leurs BFRE (- 0,2 %), en raison de l'accroissement sensible de la composante « fournisseurs » (2 %) ; dans la plupart des autres sous-familles, la progression des stocks et des créances clients a été intense et a plus que compensé l'alourdissement, également marqué, des crédits fournisseurs.

Le poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation, en jours de chiffre d'affaires, est resté pratiquement stable (69,2 jours en 2004, contre 69 jours en 2003), traduisant une croissance, en général, équilibrée. Il a toutefois progressé dans les industries agroalimentaires, l'industrie automobile et les biens d'équipement.

Contrairement aux années précédentes, les délais de règlement se sont allongés en 2004. Les délais clients sont ainsi passés de 73,6 jours de chiffre d'affaires en 2003 à 74,6 jours et les délais fournisseurs de 68,8 jours d'achats à 69,6 jours. Le redressement de l'activité en cours d'année explique vraisemblablement la hausse dans la mesure où ces délais rapportent un poste du bilan de fin d'année à un flux intervenu tout au long de l'année.

Taux d'investissement d'exploitation : investissement d'exploitation/valeur ajoutée produite

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires
 EC : Industries des biens de consommation
 ED : Industrie automobile
 EE : Industries des biens d'équipement
 EF : Industries des biens intermédiaires

⁹ La méthodologie Centrale de bilans isole les dépenses immatérielles afin de suivre l'évolution de ces charges qui s'apparentent, par certains côtés, à un « investissement ».

¹⁰ Les dépenses en brevets, logiciels et fonds de commerce ont, globalement, régressé de 15,9 %.

Les délais de rotation des stocks de produits et d'encours ont augmenté globalement de 0,2 jour pour s'établir à 35,9 jours de production. La tendance est identique dans toutes les familles. En liaison avec la longueur de leur cycle d'exploitation, les délais sont structurellement plus longs dans les industries agroalimentaires (51,9 jours), à cause des stocks de produits intermédiaires et finis, et dans les biens d'équipement (43 jours), du fait des stocks et encours de production.

Au total, les PME de l'industrie française ont connu en 2004 une reprise sensible de l'activité, accompagnée d'un rebond de l'investissement et d'une diminution des effectifs salariés.

3| Amélioration des indicateurs de résultat et de rentabilité et allègement de la contrainte de solvabilité

3| I Résultats d'exploitation

Dans ce contexte d'amélioration de la valeur ajoutée, le résultat brut d'exploitation ¹¹ (RBE) s'est étoffé globalement de 5,2 % en 2004.

Les meilleures performances ont été atteintes dans les biens intermédiaires (+ 8,8 %) et les industries agroalimentaires (+ 7 %), grâce à la croissance très soutenue de leur valeur ajoutée. À l'inverse, les industries de biens d'équipement accusent un recul de leur RBE de 2,2 %, en raison d'une progression de leur valeur ajoutée trop modeste pour absorber le renchérissement de leurs frais de personnel.

Le ratio « résultat brut d'exploitation/chiffre d'affaires hors taxes » constitue une première mesure de la performance industrielle et commerciale des entreprises. Cet indicateur n'est pas influencé par les décisions des chefs d'entreprise en matière

Résultat brut d'exploitation / chiffre d'affaires HT

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires
 EC : Industries des biens de consommation
 ED : Industrie automobile
 EE : Industries des biens d'équipement
 EF : Industries des biens intermédiaires

de financement (capitaux propres ou capitaux empruntés) ; il est également indépendant des politiques de distribution de dividendes.

Si le ratio est demeuré globalement stable (8,1 %), les performances par secteurs ont été contrastées. En liaison avec l'augmentation très sensible de leur RBE, deux familles d'activité affichent une amélioration de 0,3 point de cet indicateur : les industries agroalimentaires et les biens intermédiaires. Le ratio est resté le même dans les biens de consommation. L'évolution a été défavorable dans les deux autres secteurs : l'industrie automobile, dotée d'une croissance positive de son RBE, mais plus faible que celle de son chiffre d'affaires, et les biens d'équipement, dont le RBE a fléchi.

La rentabilité brute du capital d'exploitation (RBCE) « résultat brut d'exploitation/capital d'exploitation ¹² » permet d'apprécier l'efficacité des entreprises dans la mise en œuvre de ses moyens.

Le capital d'exploitation s'est étoffé de 3,5 % en 2004, en raison de l'évolution positive des immobilisations d'exploitation (3,4 %) et des BFRE. Hormis les biens

¹¹ Le RBE représente le revenu que les entreprises obtiennent de leur exploitation.

Résultat brut d'exploitation = valeur ajoutée produite + autres produits et charges d'exploitation retraités (extraits) – impôts, taxes et versements assimilés – charges de personnel (salaires, charges sociales et personnel extérieur).

Les autres produits et charges retraités relèvent de l'exploitation, mais représentent moins de 1 % de la valeur ajoutée. Ils comprennent : les subventions d'exploitation (prime à l'embauche), + les redevances reçues - les redevances versées sur brevets + les revenus des immeubles non affectés aux activités professionnelles + les escomptes de règlements obtenus - les escomptes de règlements accordés + les revenus de créances commerciales - les intérêts sur dettes commerciales - les pertes sur créances irrécouvrables ayant un caractère habituel en raison de la nature de l'activité.

¹² Capital d'exploitation = immobilisations d'exploitation (incorporelles, corporelles et en location-financement) + besoins en fonds de roulement d'exploitation

de consommation dont le capital d'exploitation a reculé de 1,6 % du fait de la décroissance de leur BFRE, tous les secteurs ont connu un accroissement de leur capital d'exploitation, avec une augmentation des immobilisations d'exploitation assez proche d'une activité à l'autre.

La RBCE de l'ensemble des PME de l'industrie a peu varié (+ 0,2 point), pour atteindre 12 %, la progression de ses composantes étant du même ordre.

Deux secteurs seulement suivent la tendance générale : les industries agroalimentaires (11 %, soit + 0,2 point) et les biens intermédiaires (11,3 %, soit + 0,5 point), ces derniers étant caractérisés à la fois par leur poids économique important et par une progression de la RBCE marquée. Les autres familles d'activité ont, par contre, enregistré des évolutions négatives à des degrés divers : un léger recul de 0,1 point pour les biens de consommation (12,5 %) et l'industrie automobile (15,4 %) et une diminution de 0,9 point pour les biens d'équipement (14,7 %).

La rentabilité nette du capital d'exploitation (RNCE) « résultat net d'exploitation ¹³/capital d'exploitation » conditionne pour partie la croissance future des entreprises : c'est une mesure de la marge dégagée pour autofinancer le développement, au-delà du maintien de l'outil de production.

Le résultat net enregistré s'est très sensiblement étoffé (10,2 %) ¹⁴, sous l'effet de la croissance du RBE, mais aussi d'une réduction des dotations nettes aux amortissements et provisions d'exploitation (- 1,8 %).

Au total, la RNCE s'est globalement accrue de 0,5 point pour atteindre 7,6 % en 2004. À l'exception des biens d'équipement dont le ratio perd 0,4 point pour s'établir à 10,8 %, la RNCE des autres secteurs progresse, notamment dans l'industrie automobile (10,1 %, soit + 0,7 point) et les biens intermédiaires (6,5 %, soit + 0,8 point).

3 | 2 Résultats globaux

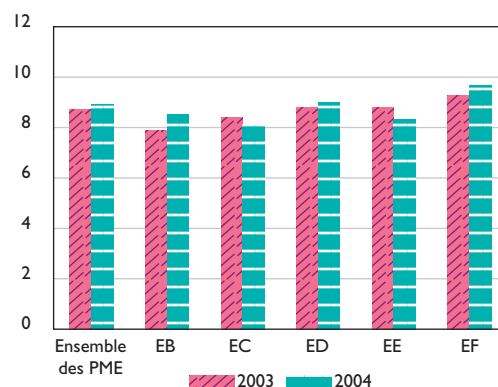
Les résultats globaux sont calculés après prise en compte des opérations hors exploitation (OPHE) ¹⁵, dont le solde positif a progressé de 11 %.

Le résultat brut global ¹⁶ permet d'apprécier la capacité des entreprises à dégager du profit dans le cadre de l'ensemble de leurs activités d'exploitation, financières et exceptionnelles. Il fournit une mesure de la rémunération brute des capitaux (avant amortissement, provisions et impôts).

Son montant a progressé un peu plus rapidement que le résultat d'exploitation (5,6 %). Il s'est fortement développé dans les industries agroalimentaires (7 %) et les biens intermédiaires (8,8 %) qui ont bénéficié d'une croissance notable de leurs OPHE. À l'inverse, le résultat brut global a diminué dans les biens de consommation (- 2,5 %) et les biens d'équipement (- 3 %), seuls secteurs à enregistrer une évolution négative de leurs OPHE ; dans les deux activités, l'accroissement des charges nettes exceptionnelles a été particulièrement marqué (49,5 % et 40,5 %).

Taux de marge brute globale

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires
EC : Industries des biens de consommation
ED : Industrie automobile
EE : Industries des biens d'équipement
EF : Industries des biens intermédiaires

¹³ Résultat net d'exploitation = résultat brut d'exploitation + transfert de charges d'exploitation - dotations d'exploitation aux amortissements et aux provisions (nettes des reprises) dont les amortissements au crédit-bail

¹⁴ Le résultat net a progressé de 9,5 % dans les industries agroalimentaires, de 6,5 % dans les biens de consommation, de 12,3 % dans l'industrie automobile et de 17,4 % dans les biens intermédiaires.

¹⁵ Opérations hors exploitation = quote-part sur opérations faites en commun + opérations financières + opérations exceptionnelles + transferts entre comptes de charges

¹⁶ Résultat brut global (RBG) = résultat brut d'exploitation Centrale de bilans + opérations hors exploitation.

Le taux de marge brute globale, rapportant le résultat brut global au volume d'affaires hors taxes, s'est légèrement étoffé (+ 0,2 point) pour se fixer à 8,9 %. Les évolutions sectorielles suivent les tendances observées sur le résultat global en montant.

La rentabilité brute globale (RBG), mesurée par le rapport « résultat brut global/total des ressources ¹⁷ » s'est également renforcée pour atteindre 10,7 %, soit + 0,2 point. Parallèlement à l'amélioration du résultat brut global, l'évolution des ressources a été favorable (+ 3,5 %), en raison du renforcement marqué du financement propre (4,6 %).

Si les secteurs ont connu des évolutions parfois divergentes de leur résultat brut global, ils ont, par contre, tous bénéficié d'une progression de leurs ressources.

Le sens des évolutions de la RBG par secteurs suit celui du taux de marge brute globale :

- industries agroalimentaires : 9,7 % (+ 0,4 point),
- biens de consommation : 10,2 % (- 0,6 point),
- industrie automobile : 13,4 % (+ 0,3 point),
- biens d'équipement : 12,2 % (- 0,6 point),
- biens intermédiaires : 10,8 % (+ 0,6 point).

Le taux de marge brut global et la rentabilité brute globale se sont améliorés, sauf dans deux secteurs qui ne se sont pas inscrits toutefois dans cette tendance : les biens de consommation et les biens d'équipement.

3|3 Analyse de la solvabilité

La solvabilité peut être appréciée par le poids des charges d'intérêt dans le résultat brut global, indicateur de la contrainte financière à court terme pesant sur l'entreprise.

La solvabilité a poursuivi son amélioration amorcée en 2002, le ratio revenant de 9,9 % en 2003 à 8,4 % en 2004 grâce au recul du coût du crédit, mais aussi à une baisse de près de 10 % du montant total des charges d'intérêt liée à l'allègement des encours d'emprunts ¹⁸ (- 1,5 %) ; cet allègement des charges d'intérêt a concerné autant les partenaires bancaires (- 10 %) que le groupe et les associés (- 7,1 %).

Cette évolution favorable de la contrainte de solvabilité est observée dans tous les grands secteurs de l'industrie.

En définitive, les indicateurs de résultat et de rentabilité des PME se sont améliorés en 2004. La contrainte financière a aussi été réduite grâce à la diminution des charges d'intérêt versées tant aux banques qu'au groupe et associés.

3|4 Répartition des revenus

Le revenu global ¹⁹, dont le montant a progressé de 3,6 % en 2004, se répartit entre les différents partenaires économiques de l'entreprise : le personnel, les prêteurs, l'État, les associés ou actionnaires, la fraction conservée par l'entreprise constituant l'autofinancement.

Les charges de personnel, y compris celles relatives au personnel extérieur mis temporairement à la disposition de l'entreprise, ont continué de croître (2,7 % dans l'ensemble des PME industrielles). Comparée au revenu global, la part des charges de personnel a toutefois régressé de 0,6 point pour l'ensemble des PME et s'est établie à 68,1 %. Deux secteurs font exception : les industries de biens de consommation et de biens d'équipement où le ratio a gagné 0,8 point dans les deux cas, le revenu global ayant peu progressé.

¹⁷ Total des ressources = capitaux propres appelés + total des amortissements, provisions pour dépréciation, risques et charges + endettement financier (où endettement financier = ensemble des ressources financières empruntées, dont celles empruntées au groupe et aux associés)

¹⁸ Emprunts = emprunts obligataires + emprunts bancaires (hors CBC) + autres emprunts (dt groupe et associés, hors avances de trésorerie)

¹⁹ Revenus répartis ou revenu global = valeur ajoutée produite + autres produits et charges d'exploitation retraités + produits et charges hors exploitation + transferts de charges globaux

Les revenus répartis correspondent à l'ancienne notion de valeur ajoutée globale (VAG) à laquelle sont ajoutés les impôts, taxes et versements assimilés comptabilisés en charges d'exploitation.

La part revenant à l'État, qui prend en compte l'ensemble des impôts et taxes réglés par les sociétés, a progressé de 0,3 point pour atteindre 10,6 %.

Les intérêts versés aux prêteurs ont régressé en 2004 et ne représentent plus que 2,2 % des revenus répartis, soit une baisse de 0,4 point.

Les montants des dividendes servis aux actionnaires ont augmenté de 7,5 %, tous secteurs confondus. Leur part dans les revenus répartis a très légèrement progressé (+ 0,2 point) pour s'établir à 5,6 %. La plus forte augmentation, tant en montants (23,8 %) qu'en ratio (1,4 point), se situe dans les biens d'équipement ; ce phénomène précède souvent des appels publics à l'épargne. À l'inverse, les industries agroalimentaires et les biens de consommation enregistrent un repli, dû à la contraction des montants distribués (respectivement - 2,7 % et - 2,8 %).

Le taux d'épargne de l'entreprise, calculé en rapportant l'autofinancement à l'ensemble des revenus dégagés par l'entreprise, s'est amélioré en 2004 passant de 13 % en 2003 à 13,4 % en 2004. Les taux d'épargne les plus élevés se situent dans les industries agroalimentaires (19,7 %, soit + 2,4 points par rapport à 2003), l'industrie automobile (18,2 %, soit + 0,7 point) et les biens intermédiaires (14,8 %, soit + 0,9 point). Par contre, les biens de consommation affichent un léger repli (11,2 %, soit - 0,7 point), tandis que les biens d'équipement, dont le taux d'épargne est le plus faible (6,6 % en 2004), enregistrent l'évolution négative la plus marquée (- 2,2 points).

La reprise de l'activité en 2004 a, de manière générale, été favorable à l'ensemble des PME de l'industrie, notamment à leur autofinancement. Le secteur des biens d'équipement fait toutefois contraste dans la mesure où il a vu, en l'absence d'une progression du revenu global, progresser à la fois la part des charges de personnel et celle des dividendes versés aux actionnaires et diminuer significativement le taux d'autofinancement.

4 | Renforcement des équilibres financiers

4 | I Financement et structure d'endettement

Selon la méthodologie de la Centrale de bilans, la notion d'« emplois »²⁰ recouvre les divers postes de l'actif du bilan en les regroupant suivant les fonctions principales que doivent assurer les entreprises.

Les emplois se sont globalement accrus de 3,5 % sous l'effet d'une amélioration de la trésorerie d'actif (3,3 %) ainsi que d'un accroissement des capitaux investis²¹ (3,9 %) ; le renforcement des immobilisations d'exploitation (+ 3,4 %) a joué un rôle majeur, sans oublier l'apport des actifs financiers, notamment les participations et titres immobilisés (+ 6,5 %).

La structure des emplois a peu évolué d'une année à l'autre. Pour 2004, la répartition des principales composantes est la suivante : immobilisations d'exploitation (58,7 % du total), dont les participations et titres immobilisés (5,1 % du total), besoins en fonds de roulement d'exploitation (23,1 %), trésorerie d'actif (11,5 %).

Deux secteurs présentent un profil s'éloignant de la situation moyenne de l'industrie :

- les biens d'équipement avec une part d'immobilisations d'exploitation plus faible (49,5 %), un poids relatif des BFR plus élevé (26,6 %), dû en partie à la longueur du cycle d'exploitation, et un poids de la trésorerie d'exploitation largement supérieur (16,5 %) ;
- les biens intermédiaires avec la part d'immobilisations d'exploitation la plus élevée (64,3 %).

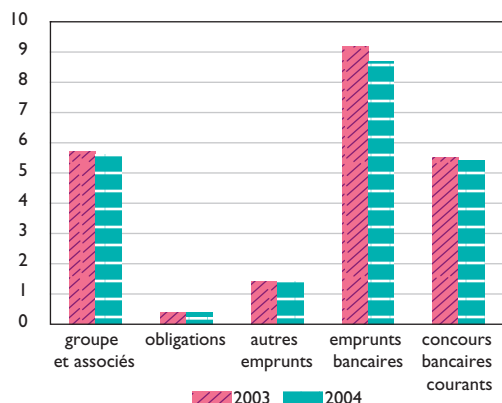
²⁰ Les actifs composant les emplois sont constitués : des actifs d'exploitation (immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et biens acquis en crédit-bail ou en location financière), des participations et autres actifs immobilisés hors exploitation dont les prêts au groupe et associés (part à plus d'un an) – ces postes relèvent de la fonction financière, des besoins en fonds de roulement d'exploitation et hors exploitation (ces derniers retraçant les opérations liées aux fonctions de répartition, d'investissement/désinvestissement et de financement), de la trésorerie active (disponibilités, valeurs mobilières de placement et avances de trésorerie du groupe et associés, c'est-à-dire la part à moins d'un an).

Avec : opérations liées aux fonctions de répartition : créances – dettes sur impôts sur les bénéfices ; opérations liées aux fonctions d'investissement/désinvestissement : créances – dettes sur impôts sur immobilisations.

²¹ Actifs immobilisés et besoins en fonds de roulement d'exploitation

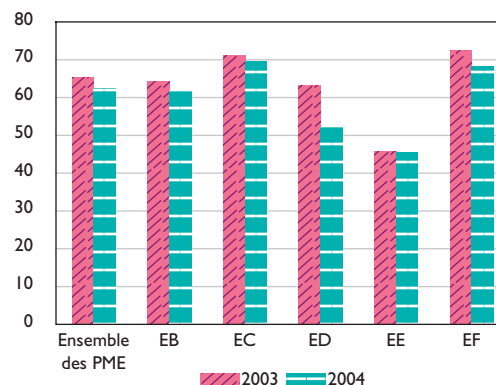
Composantes de l'endettement financier des PME industrielles dans le total des ressources

(poids en %)



Endettement financier : endettement financier/capitaux propres

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires
 EC : Industries des biens de consommation
 ED : Industrie automobile
 EE : Industries des biens d'équipement
 EF : Industries des biens intermédiaires

Pour financer ces emplois, les entreprises disposent de ressources propres où font appel à l'endettement. Les ressources se décomposent en deux grandes masses :

- l'encours de financement propre a augmenté de 4,6 % en 2004, sous l'effet d'appels aux capitaux propres (+ 4,3 %) et d'un renforcement des sommes épargnées sous forme d'amortissements et de provisions pour risques et charges et dépréciation (+ 4,9 %). Il représente 78,7 % du total des ressources (+ 0,9 point) ;
- le financement externe ou endettement financier, composé des emprunts ²² et de la trésorerie passif ²³, a, par contre, régressé de 0,3 % ; il représente 21,3 % du total des ressources.

Les emprunts se sont globalement contractés (- 1,5 %), essentiellement dans leur composante bancaire (2,8 %), les encours des « autres emprunts » restant stables, les dettes auprès du groupe et des associés classés en emprunts ²⁴ tendant également à régresser.

La trésorerie passif ²⁵, l'autre grande composante de l'endettement financier, s'accroît de 3 % sous l'effet d'une augmentation des encours d'effets escomptés non échus (+ 3,7 %), les crédits bancaires courants demeurant pratiquement stables ; par contre, les avances reçues du groupe et des associés s'accroissent de 10,6 %.

La structure de l'endettement financier, rapportée au total des ressources, s'est modifiée en 2004 : la part des emprunts bancaires baisse de 0,5 point et celle des concours bancaires courants de 0,1 point. Parallèlement, le poids relatif des concours issus du groupe et des associés se contracte très légèrement (de 5,7 % à 5,6 %).

Dans tous les secteurs, l'amélioration relative du financement propre est visible, que ce soit en termes de capitaux propres ou d'amortissements. L'évolution la plus significative se situe dans l'industrie automobile : le poids de son endettement financier diminue ainsi de 2,7 points, sous l'effet, notamment, du recul de la part des emprunts bancaires (de 8,4 % à 6,5 % des ressources en 2004) et de celle des dettes à l'égard du groupe et des associés (de 4,7 % à 3,3 %).

²² Emprunts = emprunts obligataires + emprunts bancaires (hors CBC) + autres emprunts (dt groupe et associés, hors avances de trésorerie)

²³ Trésorerie passif = crédits bancaires courants + créances cédées non échues + avances de trésorerie reçues du groupe et associés + TCN émis hors groupe

²⁴ Les concours des groupe et associés se situent dans les emprunts, mais aussi en trésorerie passif (avances).

²⁵ Trésorerie passif = crédits bancaires courants + créances cédées non échues + avances de trésorerie reçues des groupe et associés + TCN à moins d'un an émis hors groupe et associés

Le désendettement opéré par les chefs d'entreprises en 2004, avec des conditions de financement favorables grâce à la baisse des taux, traduit la poursuite de la politique d'assainissement des structures financières.

Le taux d'endettement financier, mesuré par le ratio « endettement financier/capitaux propres appelés », a de nouveau diminué, et ce de façon assez sensible (il s'établit à 62,4 %, contre 65,2 % en 2003).

Le taux d'endettement financier a reculé dans tous les grands secteurs et, plus particulièrement, dans l'industrie automobile (- 11,2 points), caractérisée par une forte hausse de ses encours de capitaux propres (+ 11,8 %) et une baisse significative de son endettement financier ²⁶ ; les biens d'équipement affichent le taux d'endettement le plus faible et les biens de consommation le ratio le plus élevé.

En 2004, les PMI ont réussi à renforcer leur indépendance financière. La baisse du taux d'endettement résulte d'une diminution de son montant conjuguée à une progression de celui des capitaux propres.

4|2 Équilibres financiers

La distinction entre financement propre et endettement financier peut être complétée par la notion de financement stable regroupant le financement propre et les emprunts : capitaux empruntés sur le marché financier ou auprès des tiers, du groupe et des associés (autres emprunts), emprunts bancaires à l'exception des crédits bancaires courants. Pour éviter tout risque de rupture de financement, les capitaux investis (actifs immobilisés et besoins en fonds de roulement d'exploitation) doivent être adossés à des ressources stables.

Le ratio « couverture stable des capitaux investis » (financement stable/capitaux investis), qui permet d'apprécier l'équilibre de financement, s'élève à 105,3 % en 2004, en léger repli d'une année à l'autre (0,3 point).

Le financement stable a couvert les capitaux investis dans tous les secteurs industriels, avec une progression des montants d'une année à l'autre. Toutefois, en raison d'une croissance du financement stable inférieure à celle des capitaux investis, le ratio de couverture recule dans deux secteurs : les industries agroalimentaires (103,9 %, soit 1,3 point) et les biens d'équipement (11,8 %, soit - 1,7 point), activité caractérisée doublement par le ratio le plus élevé et le repli le plus marqué. Pratiquement stable dans les biens intermédiaires (102,8 %), l'indicateur est en progression sensible dans les biens de consommation (108,8 %, soit + 1,8 point) et dans l'industrie automobile (108,1 %, soit + 0,8 point).

Enfin, la trésorerie nette ²⁷ est demeurée positive en 2004 et a progressé globalement de 3,8 % ; elle représente 5,3 % du total des ressources, au même niveau qu'en 2003.

Les situations par secteurs sont très variées. Deux familles d'activité ne suivent pas la tendance générale, leurs montants de trésorerie nette ayant diminué : les industries agroalimentaires avec un ratio « trésorerie nette/total ressources » en recul de 0,4 point en 2004 pour un niveau de 4,1 % et, surtout, les biens d'équipement dont le ratio est le plus élevé (10,9 %), mais enregistre l'évolution négative la plus forte (1,2 point).

Au total, dans un contexte de croissance plus soutenue, le repli du taux d'endettement et le niveau élevé de la couverture des capitaux investis traduisent une bonne maîtrise des équilibres financiers au sein des PME industrielles.

²⁶ Si quelques grandes PME de l'échantillon accroissent significativement leurs capitaux propres, ce phénomène touche également largement un grand nombre d'unités plus petites.

²⁷ Trésorerie nette = Disponibilités + valeurs mobilières de placement + avances de trésorerie au groupe et associés (< 1 an) - crédits bancaires courants - créances cédées non échues - avances de trésorerie reçues du groupe et associés - TCN émis hors groupe

Cette étude a été réalisée en juin à partir d'une population de 6 436 entreprises de moins de 500 salariés soumises à l'impôt sur les sociétés et employant 390 736 personnes en 2004. Menée sur un échantillon nécessairement restreint à ce moment de l'année, l'analyse conduite ne prétend pas à l'exhaustivité et n'a pour seule ambition que de fournir un premier éclairage sur le comportement des petites et moyennes entreprises (PME) en 2004. Elle précède l'étude qui sera menée sur un échantillon complet de PME et de grandes entreprises, représentatif de l'ensemble des entreprises de l'industrie manufacturière : « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », à paraître en septembre prochain.

Le présent échantillon, constitué le 6 juin 2005, présente un taux de couverture de 17,1 %, mesuré en termes d'effectifs, par rapport aux PME du fichier exhaustif des firmes imposées sur les bénéfices industriels et commerciaux au régime du bénéfice réel normal (BIC-BRN) de l'INSEE.

Caractéristiques de l'échantillon des PME de l'industrie

(montants en millions d'euros, structures et taux en %)

NES	Échantillon Centrale de bilans 2004					INSEE 2002 BIC-BRN		Taux de couverture 2004/2002
Niveau « 16 »	Nombre d'entreprises	Valeur ajoutée		Effectifs 2004		Effectifs 2002		
		Montant	Structure	Nombre	Structure	Nombre	Structure	
EB	841	3 182	15,5	53 571	13,7	316 796	13,9	16,9
EC	1 128	3 433	16,7	68 320	17,5	447 403	19,6	15,3
ED	125	612	3,0	11 933	3,1	61 823	2,7	19,3
EE	1 383	4 277	20,8	82 742	21,2	468 467	20,5	17,7
EF	2 959	9 052	44,0	174 170	44,6	987 402	43,3	17,6
Industrie	6 436	20 556	100,0	390 736	100,0	2 281 891	100,0	17,1

EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industries des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

Le coût du crédit aux entreprises

Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Éléments méthodologiques

L'enquête sur le coût du crédit aux entreprises est réalisée chaque premier mois du trimestre auprès d'un échantillon de guichets d'établissements bancaires ayant leur activité en Métropole.

L'enquête prend en compte les crédits nouveaux accordés aux sociétés non financières ainsi qu'aux entrepreneurs individuels lorsque l'usage du prêt est professionnel. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, le montant du crédit est recalculé pour correspondre au total du financement reçu par l'entreprise ou l'entrepreneur individuel.

Au sein d'une catégorie de crédits, pour une tranche de montant considéré, le taux moyen est calculé suivant une moyenne simple des taux d'intérêt effectifs de chaque opération. Le taux moyen, toutes tranches confondues, est issu d'une moyenne des taux par tranche pondérée par le cumul des montants de chaque tranche.

L'enquête actuelle exploite 22 482 déclarations portant sur le mois d'avril 2005.

Mots clés : coût du crédit, crédit, escompte, découvert

En avril 2005, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouvellement accordés aux entreprises ont augmenté par rapport au mois de janvier pour l'escompte et le découvert, alors qu'ils sont demeurés relativement stables pour les autres crédits, s'inscrivant même en diminution à un an d'intervalle.

Les conditions débitrices appliquées à l'escompte ont continué globalement de progresser (39 points de base).

Elles se sont accrues plus fortement dans les tranches de montant élevé que pour les crédits de montant faible. Sur un an, le coût de cette catégorie de crédit est en progression de 69 points de base en moyenne.

Le coût moyen des découverts a enregistré une hausse de 74 points, hausse qui a touché particulièrement les tranches de montant les plus élevées. Sur un an, la hausse observée s'établit à 26 points de base.

Taux observés

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédit	Liaison coût-montant du crédit						Taux moyen
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
Escompte							
Deuxième trimestre 2004	5,27	5,63	5,37	4,58	3,60	(2,93)	3,68
Troisième trimestre 2004	4,72	5,41	5,45	4,38	3,74	(2,64)	3,63
Quatrième trimestre 2004	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79
Premier trimestre 2005	4,66	5,31	5,09	4,57	3,59	(2,69)	3,98
Deuxième trimestre 2005	4,72	5,33	5,43	4,49	3,91	(4,13)	4,37
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,06	0,02	0,34	- 0,08	0,32	1,44	0,39
Écart-type	1,62	1,99	2,10	1,78	1,47		–
Premier décile	3,13	2,94	2,93	2,83	2,62		–
Neuvième décile	7,51	7,67	7,67	7,67	6,75		–
Découvert							
Deuxième trimestre 2004	8,15	7,28	5,53	4,29	(3,24)	(3,24)	3,90
Troisième trimestre 2004	8,57	7,13	5,83	4,23	3,91	(3,18)	3,70
Quatrième trimestre 2004	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14
Premier trimestre 2005	9,21	7,61	6,23	5,16	3,15	2,85	3,42
Deuxième trimestre 2005	9,24	7,43	6,60	5,01	3,94	4,08	4,16
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,03	- 0,18	0,37	- 0,15	0,79	1,23	0,74
Écart-type	1,96	2,24	2,37	2,15	1,37	1,40	–
Premier décile	6,14	4,14	3,76	3,06	2,89	2,64	–
Neuvième décile	11,55	10,10	10,10	8,60	5,15	4,90	–
Autres court terme							
Deuxième trimestre 2004	4,74	4,87	4,45	3,86	3,18	3,19	3,21
Troisième trimestre 2004	4,56	4,74	4,55	3,97	3,32	3,10	3,13
Quatrième trimestre 2004	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91
Premier trimestre 2005	4,53	4,54	4,41	3,79	3,11	2,94	2,96
Deuxième trimestre 2005	4,26	4,45	4,15	3,74	3,18	3,01	3,03
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,27	- 0,09	- 0,26	- 0,05	0,07	0,07	0,07
Écart-type	0,78	1,10	1,03	0,90	0,74	0,94	–
Premier décile	3,40	3,33	3,04	2,75	2,34	2,14	–
Neuvième décile	5,32	5,93	5,54	4,78	4,14	4,39	–
Moyen et long termes							
Deuxième trimestre 2004	3,86	4,12	4,20	4,09	3,88	3,39	3,45
Troisième trimestre 2004	4,30	4,20	4,15	4,05	3,79	3,42	3,45
Quatrième trimestre 2004	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46
Premier trimestre 2005	4,14	4,04	4,00	3,92	3,72	3,36	3,39
Deuxième trimestre 2005	3,99	3,89	3,80	3,78	3,58	3,29	3,31
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,15	- 0,15	- 0,20	- 0,14	- 0,14	- 0,07	- 0,08
Écart-type	0,54	0,53	0,51	0,50	0,56	0,70	–
Premier décile	3,35	3,20	3,14	3,09	2,80	2,38	–
Neuvième décile	4,75	4,61	4,54	4,49	4,31	4,36	–

NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

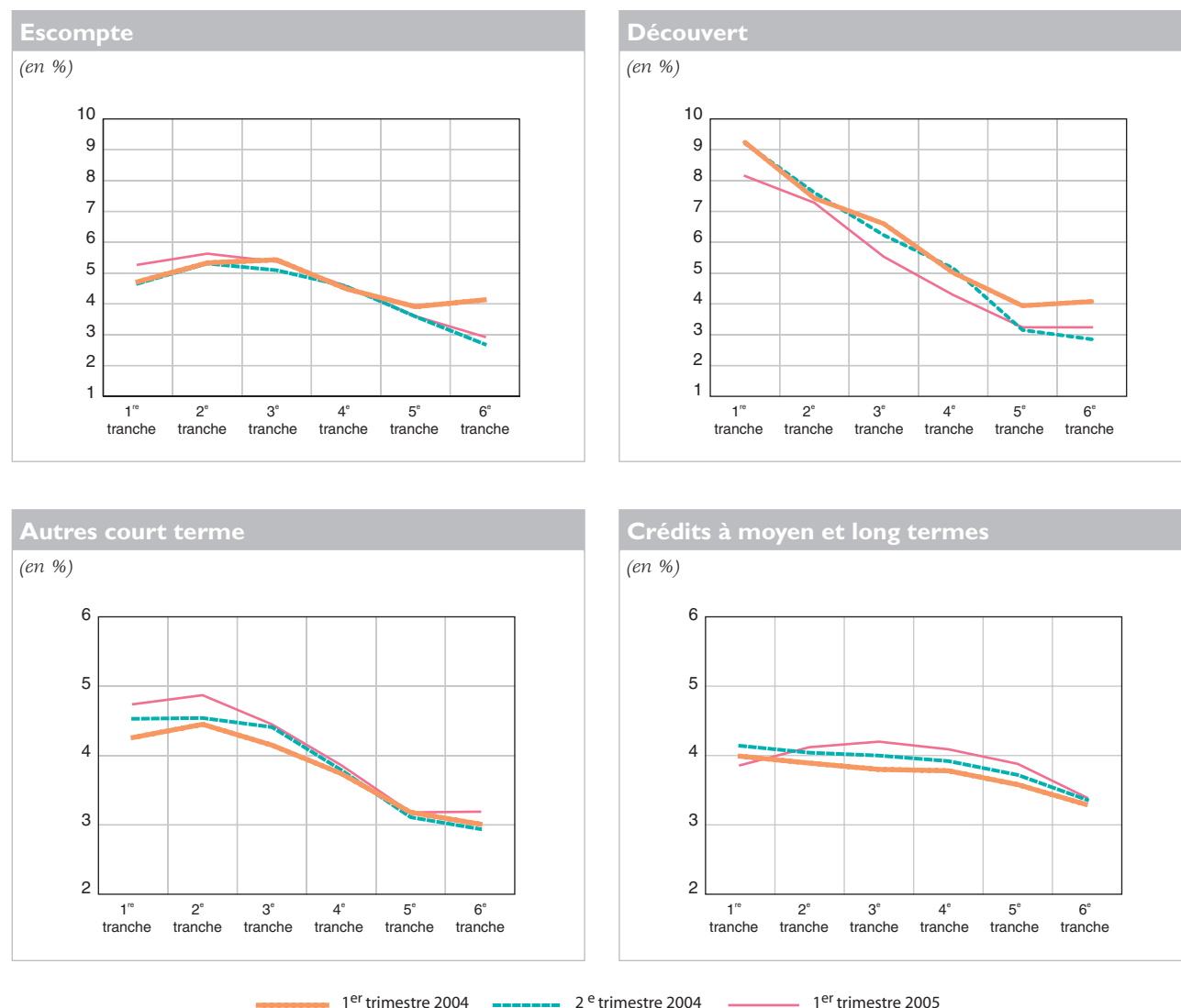
Le coût des autres crédits à court terme a, dans l'ensemble, légèrement progressé d'un trimestre à l'autre (7 points de base). Il s'est inscrit en baisse pour les tranches de montant les plus faibles (inférieurs à 304 898 euros). À un an d'intervalle, les conditions débitrices sont en recul de 18 points de base.

Le coût des crédits à moyen et long termes a enregistré une légère baisse qui concerne toutes les tranches

de montants. La baisse constatée est plus marquée à un an d'intervalle (- 14 points de base)

Le taux de l'euribor 3 mois est demeuré relativement stable entre janvier et avril 2005. Celui de l'emprunt phare à dix ans se situait en avril, en moyenne, 6 points de base en dessous de son niveau de janvier.

Évolution des taux observés lors des enquêtes



1^{re} tranche : ≤ 15 245 euros

2^e tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros

3^e tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros

4^e tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros

5^e tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros

6^e tranche : > 1 524 490 euros

