



NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2004

© Insee 2004

■ Directeur de la publication
Jean-Michel Charpin

■ Rédacteurs en chefs
Michel Devilliers
Xavier Bonnet
Olivier Biau
Julie Labarthe

■ Contributeurs
Séverine Arnault
Marie-Laure Arnould
Jean Boissinot
Raphaël Cancé
Suzanne Casaux
Élise Clément
Véronique Cordey
Matthieu Cornec
Aurélien Daubaire
Thierry Deperraz
Hélène Erkel-Rousse
Jérôme Fabre
Olivier Fagnot
Nicolas Ferrari
Christine Fluxa
Philippe Gallot
Emmanuel Gros
Thomas Heckel
Benoît Heitz
François Hild
Clotilde L'Angevin
Ingrid Lefebvre
Brice Lepetit
Claudie Louvet
Brieuc Monfort
Jean-François Ouvrard
Sébastien Perez-Duarte
Christophe Peter
Hélène Poncet
Fabrice Romans
Camille Rousseau
Vivien Roussez
Salvatore Serravalle



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

■ Secrétariat de Rédaction
Pascal Rivière

■ Secrétariat
François-Xavier Habay

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVÉ - PARIS

■ Mise en page
Dominique Michot
Marina Robin
Rédaction achevée le 17 juin 2004

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

LA CROISSANCE CONFIRMÉE

- Vue d'ensemble 9

DOSSIERS

- Une datation mensuelle de la conjoncture française 21
- Synchronisation des cycles au sein du G7, intégration monétaire et financière 30

FICHES THÉMATIQUES

- Environnement international de la zone euro 43
- Conjoncture dans la zone euro 51
- Prix à la consommation au sein de la zone euro 56
- Pétrole et matières premières 59
- Échanges extérieurs 64
- Financement de l'économie 68
- Éléments du compte des administrations publiques 72
- Prix à la consommation 75
- Emploi 79
- Chômage 83
- Salaires 87
- Revenus des ménages 94
- Consommation et investissement des ménages 100
- Investissement 103
- Stocks 107
- Production 109
- Résultats des entreprises 115

COMPTE ASSOCIÉ

Encadrés

- Effet d'une poursuite de l'augmentation du prix du pétrole 16
- États-Unis : impacts sur la consommation des baisses d'impôts, une actualisation de l'encadré de la note de mars 2004 47
- États-Unis : impact sur la consommation de l'enrichissement de la croissance en emplois 48
- États-Unis : un regain d'inflation largement lié à la hausse du prix du pétrole 49
- La croissance japonaise accélérerait au second semestre de 2004 49
- Comment quantifier la prime de risque sur les prix du pétrole ? 62
- Que peut-on anticiper au vu de l'orientation des principaux déterminants de l'évolution des exportations des produits manufacturés au cours des quatre dernières années ? 67
- Baisse des prix dans la grande distribution 78
- Une estimation macroéconomique des effets de la loi « Fillon » sur les salaires et le coût du travail 90
- Masse salariale dans les Comptes trimestriels 98
- Les trois principales mesures de soutien de la consommation annoncées les 4 mai et 16 juin 102
- Le passage de l'indice de la production industrielle (IPI) en base 2000 : quels changements pour l'évolution de la production en biens d'équipement ? 112
- Comment comprendre les écarts entre les évolutions du PIB, de la valeur ajoutée et de la production ? 113
- Des prévisions de mars 2004 ... aux révisions de juin 2004 117

La croissance confirmée

*L*a reprise de la croissance en Europe depuis la mi-2003 a été confirmée par les chiffres du premier trimestre : +0,6% en zone euro et +0,8% en France. La consommation des ménages et les exportations sont les deux moteurs de cette croissance, mais selon un dosage variable suivant les pays. En Allemagne, les ventes à l'étranger ont expliqué la totalité de la croissance, alors qu'en France, le rôle majeur a été tenu par la demande intérieure. À l'augmentation de la consommation s'est ajouté en effet un redémarrage de l'investissement.

En zone euro, le climat des affaires s'améliore lentement. Les incertitudes suscitées d'abord par la baisse du dollar, puis par la flambée des prix des matières premières et du pétrole, tempèrent l'optimisme de fond généré par la forte croissance mondiale. La consommation progresse modérément. La confiance des ménages reste affectée par le niveau du chômage, la reprise n'ayant pas encore eu d'effet notable sur l'emploi. Dans ce contexte, une croissance voisine de 0,5% est attendue, en France comme en zone euro, au deuxième trimestre.

À la fin du printemps, l'environnement international de la zone euro reste très porteur. Aux États-Unis, l'accélération des créations d'emplois accrédite l'idée que l'augmentation des revenus salariaux va prendre le relais des baisses d'impôts pour soutenir la consommation. Ainsi la croissance américaine resterait vigoureuse jusqu'à la fin de l'année, même si une légère décélération devrait résulter du resserrement des conditions monétaires. Avec la stabilisation de la monnaie unique, la zone euro s'installerait sur une croissance un peu inférieure à 2%, en rythme annualisé. Elle bénéficierait du développement des exportations et d'un raffermissement de la demande intérieure, l'investissement progressant avec les perspectives de demande. Mais la consommation resterait

bridée car la reprise n'a pas atteint le stade où elle a des effets notables sur la masse salariale.

L'économie française enregistrerait au second semestre une croissance un peu supérieure à celle observée en moyenne dans la zone euro. Son avantage relatif en terme de demande intérieure enregistré en début d'année se prolongerait en s'atténuant. L'investissement continuerait de progresser, mais la consommation serait freinée au troisième trimestre, avant de se redresser au quatrième, par les effets retardés de revenus moins favorables au premier semestre et de l'érosion du pouvoir d'achat liée à la flambée des prix du pétrole. L'inflation resterait à 2,4% en juin, après 2,6% en mai, avant de revenir en dessous de 2% en fin d'année. L'augmentation des quotas de production permettrait une détente des cours du pétrole, qui resteraient cependant élevés en raison de la vigueur de la demande mondiale, notamment asiatique. Le PIB progresserait à partir de l'été à un rythme un peu supérieur à 2%. En moyenne annuelle, la croissance de 2004 serait ainsi de 2,3 %. Neuf mois après l'activité, l'emploi salarié marchand, qui ne s'était pas complètement ajusté dans la phase descendante du cycle, recommencerait à croître à partir du deuxième trimestre. Malgré la baisse du premier trimestre, il progresserait ainsi de 40 000 en 2004. Le taux de chômage serait poussé à la hausse en milieu d'année par des réinscriptions à l'ANPE. Il s'inscrirait sur une tendance de baisse modérée au quatrième trimestre et serait de 9,8% en décembre.

À court terme, l'aléa le plus susceptible d'affecter la croissance en zone euro réside dans les cours du pétrole, devenus très sensibles à la situation au Moyen-Orient. Leurs variations, en se répercutant rapidement sur la demande intérieure, peuvent retarder - ou accélérer - le retour esquisonné vers une croissance équilibrée. ■

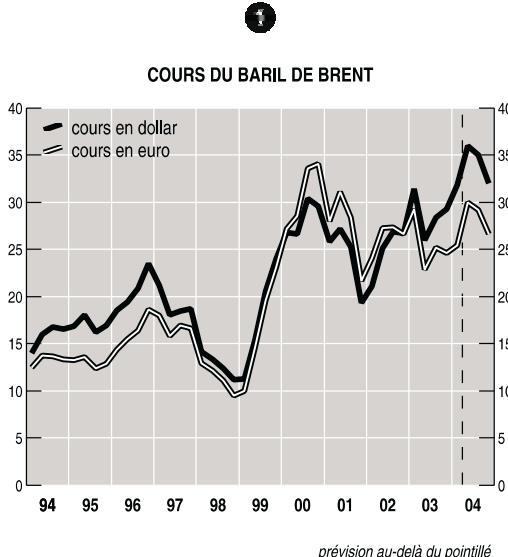


Le prix du pétrole en forte hausse depuis le printemps...

Depuis le début de l'année 2004, le prix du baril de brent s'est accru de près de 25%, atteignant 38\$ en mai. L'instabilité politique et la multiplication des attentats au Moyen-Orient ont depuis mars accentué la hausse du prix du baril, déjà initiée par le dynamisme de la demande de pétrole, en provenance de Chine notamment, et par le contrôle de sa production par l'Opep. Les craintes de perturbation de l'approvisionnement, dans un contexte où les stocks des pays consommateurs sont faibles, maintiennent une forte prime de risque sur le prix du baril de brent (environ 6,5\$ au deuxième trimestre de 2004), qui n'incite pas au restockage et à la résorption rapide du problème. Dans ce contexte, le prix du pétrole se maintiendrait à des niveaux élevés jusqu'à la fin de l'année. Le cours du brent atteindrait ainsi 36\$ en moyenne au deuxième trimestre. Avec l'augmentation des quotas de production annoncée par l'Opep début juin et une appréciation moins pessimiste des stocks, les cours diminueraient légèrement pour atteindre 35\$ et 32\$ respectivement aux troisième et quatrième trimestres de 2004 (cf. graphique 1).

...et l'augmentation consécutive de l'inflation partout dans le monde...

L'essentiel des variations récentes de l'inflation traduit les mouvements du prix du pétrole. Ainsi, l'inflation française (respectivement américaine) s'est redressée pour atteindre 2,6% en mai après 1,8% au mois de février (respectivement à 3,1% en mai après 1,7% en février). Cet impact direct, quasi mécanique, via la hausse du poste « produits pétroliers » de l'indice des prix à la consommation correspond à un effet de premier tour. En revanche, les effets de diffusion à l'ensemble des prix, effets de second



tour, à travers l'augmentation des coûts de production, et en particulier des salaires, sont limités. Avec le reflux attendu des prix de l'énergie, l'inflation française se replierait à 1,7% à la fin 2004. L'inflation sous-jacente^(*), qui exclut par définition le prix des produits énergétiques, serait stable au second semestre (+1,8% en décembre), attestant l'absence des effets de diffusion des prix du pétrole à l'ensemble de l'économie française (cf. graphique 2).

...ne sont ni de nature à susciter un resserrement monétaire brutal...

À l'horizon de la prévision, l'impact limité des effets de second tour de la hausse du prix du pétrole n'est pas de nature à susciter un durcissement brutal de la politique monétaire aussi bien aux États-Unis

(*) i.e. hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigée des mesures fiscales

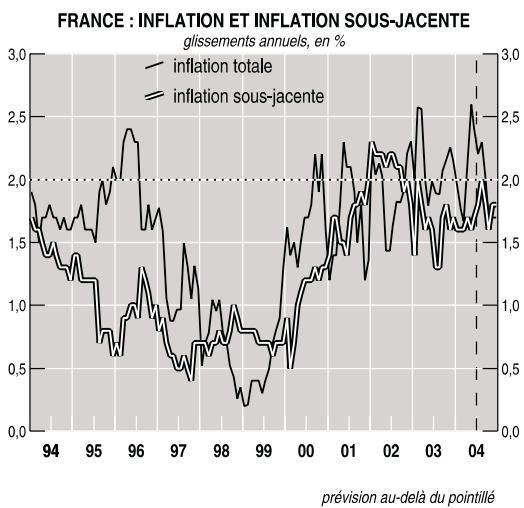
FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

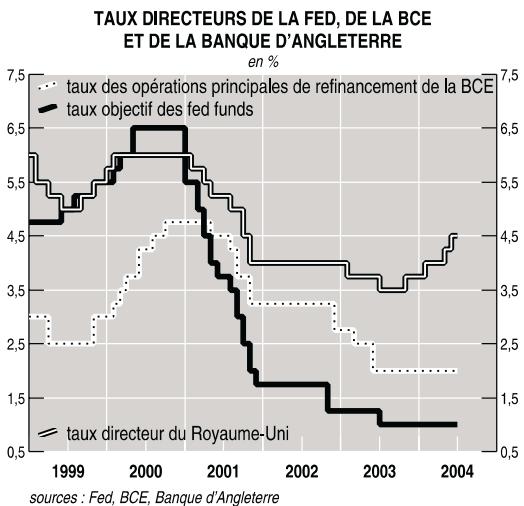
	2002				2003				2004				2002	2003	2004	
	1 ^{er} T.	2 ^{er} T.	3 ^{er} T.	4 ^{er} T.	1 ^{er} T.	2 ^{er} T.	3 ^{er} T.	4 ^{er} T.	1 ^{er} T.	2 ^{er} T.	3 ^{er} T.	4 ^{er} T.				
PIB	(100%)	0,8	0,6	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	0,5	0,6	0,5	1,1	0,5	2,3
Importations	(27%)	3,0	1,8	0,9	-1,0	-0,6	-0,1	0,2	2,5	0,7	1,7	1,4	1,4	3,3	0,3	5,1
Dépenses de consommation des ménages	(54%)	0,4	0,6	0,5	0,3	0,7	-0,2	0,6	0,5	1,1	0,3	0,2	0,4	1,8	1,7	2,1
Dépenses de consommation des APU	(23%)	1,7	1,3	0,6	0,9	0,3	0,3	0,7	1,0	0,4	0,8	0,7	0,6	4,6	2,5	2,7
FBCF totale	(20%)	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	0,3	0,5	0,0	0,8	1,2	0,6	0,9	0,9	-1,8	0,2	3,1
donc : SNFEI	(12%)	-0,8	-1,3	-0,9	-1,2	-0,2	0,4	-0,2	0,8	1,7	0,8	1,1	1,1	-3,8	-1,5	3,8
Ménages	(5%)	-0,1	0,9	0,1	-0,1	0,2	0,4	-0,2	0,4	1,3	1,0	1,4	1,2	0,7	0,7	3,4
Exportations	(29%)	2,3	2,7	-0,3	-1,0	-2,2	-1,4	0,9	1,5	0,3	1,3	1,6	1,2	1,7	-2,7	3,6
Contributions																
Demande intérieure hors stocks		0,5	0,6	0,3	0,3	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	0,5	0,5	0,5	1,7	1,6	2,5
Variations de stocks		0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,3
Échanges de biens et services		-0,1	0,3	-0,3	0,0	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-0,4

Prévision

2



3

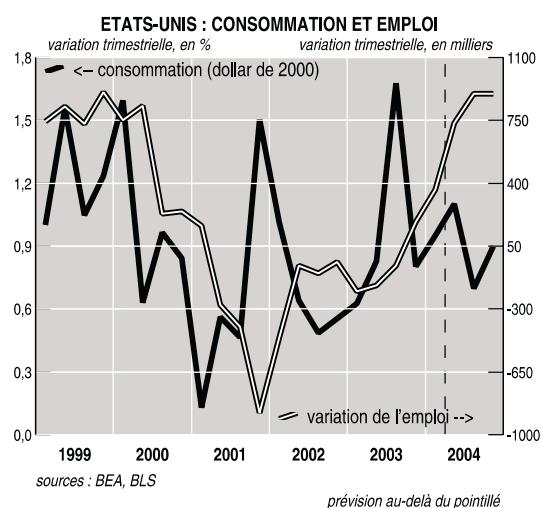


qu'en Europe. En effet, les pressions inflationnistes restent modérées aux États-Unis grâce au maintien d'un niveau élevé de la concurrence sur le marché des biens, et au sein de la zone euro, en raison de la persistance du chômage. La Réserve fédérale américaine (Fed) envisage clairement depuis mai d'augmenter prochainement le taux des *fed funds*. Ce resserrement devrait être progressif, comme les investisseurs l'anticipent sur les marchés, se traduisant par les hausses des taux longs et des taux de refinancement hypothécaires. La Banque d'Angleterre devrait aussi poursuivre ses relèvements de taux (*cf. graphique 3*). La Banque centrale européenne (BCE) ne devrait suivre la même voie que plus tardivement. Au total, les conditions de financement demeureront favorables : en particulier, les taux d'intérêt monétaires et obligataires resteraient à des niveaux historiquement bas.

...ni de nature à casser la croissance mondiale

L'environnement international continuerait d'être porteur en 2004 pour les exportations de la zone euro. Il bénéficierait de l'enclenchement d'une dy-

4

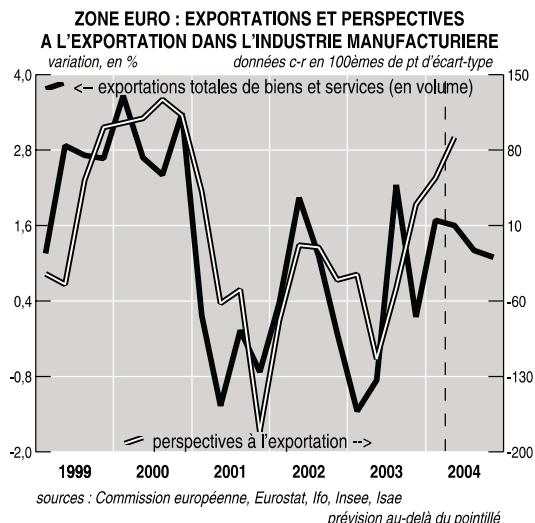


namique vertueuse de croissance aux États-Unis et de la vigueur de l'activité au Royaume-Uni. Au Japon, l'économie profiterait par ailleurs de la croissance retrouvée de sa demande interne, en particulier de la consommation des ménages, et la Chine connaîtrait toujours à court terme une progression forte de son activité.

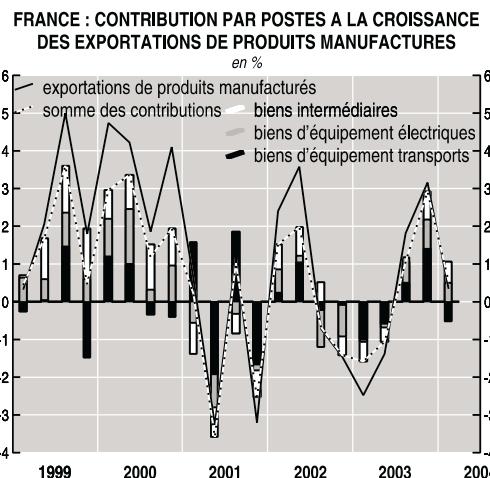
Aux États-Unis, l'activité profiterait en effet de l'enrichissement récent en emplois de la croissance. La progression du PIB serait comprise entre 3 et 5% en rythme annualisé au cours des trois derniers trimestres de 2004. La consommation des ménages serait de plus en plus stimulée par les créations d'emplois, qui prendraient le relais des derniers effets des baisses d'impôts (*cf. graphique 4*). Elle ralentirait toutefois légèrement en fin d'année avec l'épuisement du stimulus budgétaire. L'impact de la hausse de l'inflation et du resserrement des conditions monétaires serait limité. Dans ce contexte, les bonnes perspectives de demande et les conditions financières accommodantes continueraient de favoriser l'investissement des entreprises. Celui-ci accélérerait aussi en fin d'année avant l'arrivée à échéance de la mesure d'allégement fiscal concernant l'amortissement accéléré des investissements. Par ailleurs, le comportement de stockage soutiendrait l'activité. La bonne tenue de la demande intérieure aux États-Unis provoquerait une accélération de l'activité chez leurs principaux partenaires commerciaux et contribuerait en retour à augmenter la croissance des exportations américaines. Conséquence du rythme soutenu de la demande interne et de la fin de la dépréciation du dollar, le rythme des importations serait également soutenu.

Au Royaume-Uni, la croissance resterait robuste en dépit du léger ralentissement de la demande intérieure, lié au durcissement de la politique monétaire. La consommation des ménages conserverait un rythme soutenu mais ralentirait au second semestre. En effet, la baisse du chômage et la bonne tenue du marché de l'immobilier renforcerait le revenu et la richesse des ménages. Toutefois, le relèvement des taux d'intérêt, en renchérissant le coût du crédit et en diminuant progressivement l'effet du refinan-

5



6



cement hypothécaire, affecterait la consommation des ménages et leur investissement en logement. Le dynamisme de la consommation et des importations américaines soutiendrait les exportations britanniques au second semestre. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un arrêt de l'appréciation de la livre par rapport au dollar, les échanges extérieurs seraient moins pénalisants pour l'activité que par le passé. Les bonnes perspectives de demandes extérieure et intérieure soutiendraient la croissance de l'investissement et des stocks.

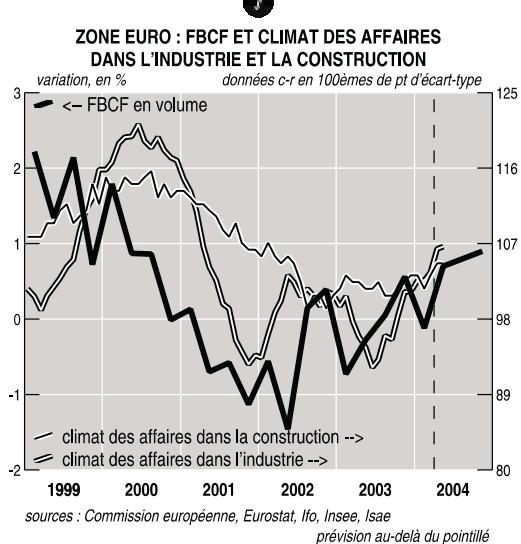
Parallèlement, l'activité resterait dynamique en Asie. La croissance japonaise bénéficierait d'une demande extérieure vigoureuse et de l'accélération de la demande intérieure qui éloignerait ainsi le risque déflationniste : le PIB du Japon croîtrait de près de 5% en 2004. Par ailleurs la croissance en Chine continuerait d'être forte (+13% en glissement annuel au premier trimestre de 2004), mais baisserait quelque peu avec le ralentissement du crédit souhaité par les autorités chinoises.

Dans ce contexte mondial porteur, les exportations de la zone euro et de la France resteraient bien orientées...

Au premier trimestre de 2004, les bonnes performances des deux premiers partenaires de la zone euro, les États-Unis et le Royaume Uni, ont favorisé les exportations qui ont constitué un soutien important à la croissance. Les exportations extra-zone resteraient bien orientées pour le restant de l'année : la stabilisation du taux de change autour de 1,20 dollar pour un euro (après avoir approché 1,29 dollar en début d'année) mettrait fin à la détérioration de la compétitivité-prix des produits européens. De plus, dans la majorité des pays de la zone, les chefs d'entreprises jugent leurs carnets de commandes étrangères en amélioration depuis le milieu de 2003,

même si cette amélioration semble cesser en mai, et anticipent une hausse de la demande qui leur est adressée (*cf. graphique 5*). Les exportations totales, intra-zone et extra-zone, resteraient dynamiques sur l'ensemble de l'année. Elles progresseraient de 1,6% au deuxième trimestre, puis ralentiraient légèrement (+1,2% au troisième et +1,1% au quatrième trimestre) en raison du moindre dynamisme du commerce mondial prévu en fin d'année, en liaison avec le ralentissement de la consommation américaine.

Au début de l'année 2004, le redressement des exportations françaises de biens et de services, qui semblait s'être amorcé au second semestre de 2003, s'est temporairement interrompu : elles n'ont augmenté que de 0,3% après 1,5% au quatrième trimestre de 2003. La conjoncture de la zone euro s'était pourtant améliorée à partir de l'automne et cette tendance s'est confirmée au premier trimestre ; en revanche, la demande en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni s'est infléchie. Les exportations à destination de ces pays restent pénalisées par la perte de compétitivité-prix des produits français, liée à l'appréciation passée de la monnaie européenne. En outre, les livraisons de matériel naval se sont mécaniquement fortement contractées après la livraison du paquebot de croisière Queen Mary II en décembre (*cf. graphique 6*). Par ailleurs, la spécialisation sectorielle forte de la France dans l'aéronautique a encore pesé sur les exportations de produits manufacturés, dans une phase de contraction du marché mondial du transport aérien, consécutif aux attentats du 11 septembre 2001, à l'incertitude développée par la question irakienne et à la crise de pneumopathie atypique du printemps 2003. À partir de l'été, dans un contexte de change devenu plus neutre, les exportations bénéficieraient pleinement de la vigueur de la demande américaine et britannique. De plus, la reprise graduelle de la croissance de la zone euro relancerait les commandes adressées à la France.



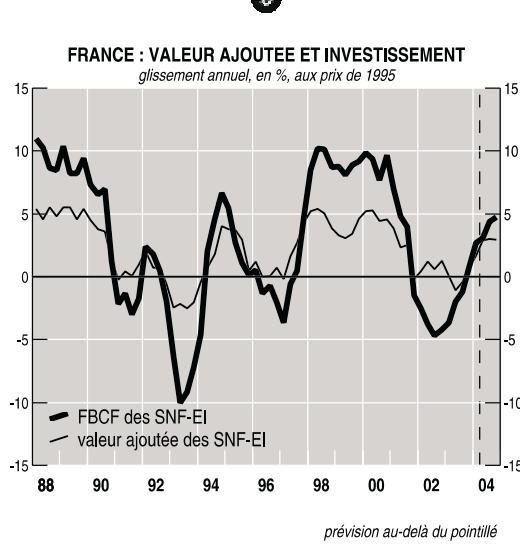
...et la demande intérieure, notamment celle des entreprises, se raffermirait, toujours soutenue par des conditions financières favorables

Au premier trimestre de 2004, une forte croissance des dépenses d'équipement a déjà été observée dans de nombreux pays de la zone euro où la demande intérieure était bien orientée, en France et en Espagne notamment. Pour le reste de l'année 2004, le rééquilibrage partiel des facteurs de la croissance en zone euro se poursuivrait entre demandes intérieure et extérieure.

Les conditions de financement favorables dans l'ensemble de la zone en 2004, malgré la hausse récente des taux longs, contribueront à la poursuite et la diffusion d'un nouveau cycle d'investissement (*cf. graphique 7*). Répondant au raffermissement des anticipations de demande, notamment de demande étrangère, les entrepreneurs investiraient de nouveau (sur un rythme moyen de 0,8% par trimestre). En Italie, l'investissement serait plus dynamique que dans les autres pays de la zone euro et accélérerait jusqu'au quatrième trimestre. Les entrepreneurs avanceraient en effet leurs projets d'investissement pour bénéficier des incitations fiscales favorisant l'investissement en recherche et développement (Tecno Tremonti) qui s'achèvent en fin d'année.

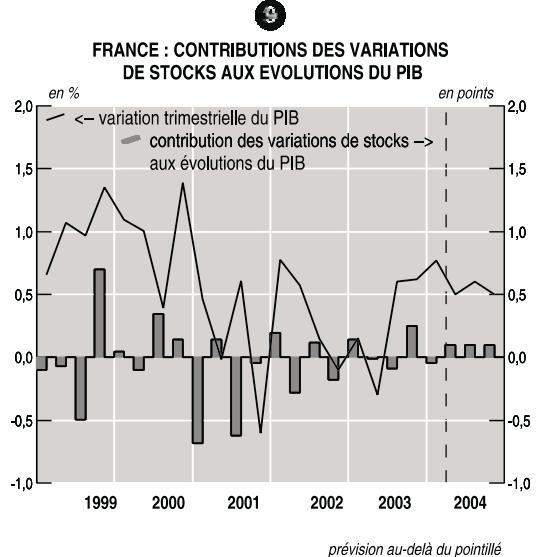
En France, les dépenses d'équipement des entrepreneurs ont déjà retrouvé une croissance élevée au premier trimestre de 2004 (+1,7% après +0,8% au quatrième trimestre de 2003). Les entreprises ont investi surtout en produits manufacturés, notamment pour renouveler les appareils de production les plus obsolètes (*cf. enquête investissement d'avril*).

Cette accélération forte s'explique par des conditions de financement encore favorables et une forte demande extérieure. L'amélioration passée de la situation financière des entreprises favorise aussi la vigueur des dépenses d'équipement. Depuis le troi-



sième trimestre de 2003, les entreprises ont en effet peu embauché alors que leur activité reprenait, ce qui leur a permis d'augmenter leur taux de marge. Pour les entreprises non financières, le taux de marge est ainsi passé de 39,1% au deuxième trimestre de 2003 à 39,7% au premier trimestre de 2004. Parallèlement, l'épargne des sociétés non financières progresse depuis la reprise de l'activité. Les entreprises ont profité de cette augmentation des profits pour limiter leur endettement : celui-ci, après avoir décéléré dès septembre 2003, diminue depuis février 2004. Les acomptes d'impôts sur les sociétés acquittés au premier trimestre, fixés par les entreprises en fonction de leurs anticipations de bénéfices en 2004, sont relativement élevés et semblent indiquer que l'amélioration de la situation financière des entreprises devrait se poursuivre.

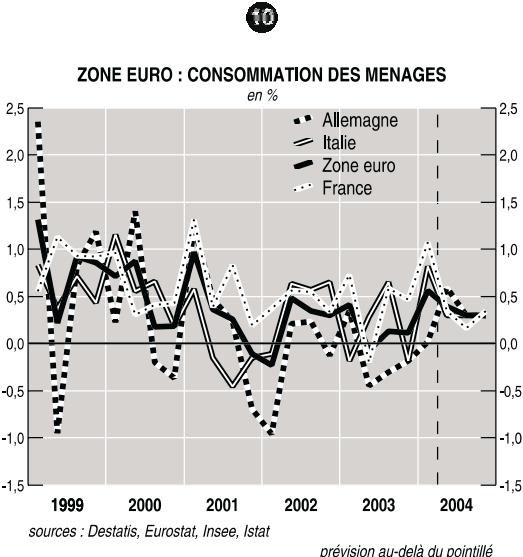
Soutenu par une accélération des exportations, des conditions de financement encore favorables et par une demande intérieure relativement dynamique même si elle est un peu moins forte qu'au premier trimestre, l'investissement resterait vigoureux tout au long de l'année (*cf. graphique 8*), avec quelques différences selon les types de produits. Une forte augmentation des investissements en biens incorporels est prévisible notamment en services informatiques. Par ailleurs, les anticipations des entrepreneurs de travaux publics étant optimistes, les dépenses en construction accéléreraient au deuxième trimestre. Enfin, l'investissement en produits manufacturés serait moins fort qu'au premier trimestre mais resterait soutenu. Les enquêtes auprès des grossistes sont en effet optimistes, notamment sur les commandes en biens informatiques. Au total, les dépenses d'équipement des entreprises augmenteraient à un rythme de croissance proche de 1% par trimestre à partir du deuxième trimestre de 2004, en ligne avec les anticipations positives des industriels interrogés dans l'enquête investissement d'avril 2004. L'absence de tension sur les capacités de production n'autoriserait toutefois pas des efforts d'investissement aussi importants que ce qu'on pourrait attendre à ce stade du cycle économique.



La croissance de la demande globale et les conditions financières favorables inciteraient également les entrepreneurs à restocker. Au premier trimestre de 2004, l'ampleur de la demande intérieure en produits manufacturés a surpris les entrepreneurs qui ont dû puiser dans leurs stocks. Avec désormais des anticipations de demande plus élevée, ils les jugent aujourd'hui plus légers et devraient les reconstituer. L'assouplissement des contraintes financières et la faiblesse des taux d'intérêt, qui maintient le coût d'opportunité du stockage à un niveau bas, favoriseraient ce mouvement. Les variations de stocks contribueraient ainsi positivement à la croissance à hauteur de 0,1 point, à partir du deuxième trimestre de 2004 (*cf. graphique 9*).

La croissance de la consommation des ménages serait modérée par la faiblesse passée des revenus et des anticipations toujours défavorables

Dans les pays de la zone euro, la consommation des ménages tarderait à redémarrer malgré des conditions financières favorables (*cf. graphique 10*). Au deuxième trimestre, elle ferait preuve d'une assez bonne tenue (+0,4%), ponctuellement soutenue par la baisse des taux d'imposition en Allemagne. La consommation des ménages ralentirait ensuite au second semestre, progressant plus modérément, de 0,3% par trimestre. Ce rythme modéré s'explique par le niveau encore élevé du chômage et par des gains limités de pouvoir d'achat. La faible progression de l'emploi en zone euro, après plusieurs trimestres consécutifs de stagnation, pèserait sur les revenus réels, qui augmenteraient peu en 2004. Le pouvoir d'achat des ménages européens serait en outre érodé par la hausse du prix des produits pétroliers. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages resterait élevé en zone euro, la confiance des ménages demeurant basse et encore en baisse dans l'enquête du mois de mai. L'Espagne conserverait une situation plus favorable avec une progression de la consommation des ménages toujours soutenue compte tenu notamment du maintien du taux de chômage à un niveau historiquement faible.

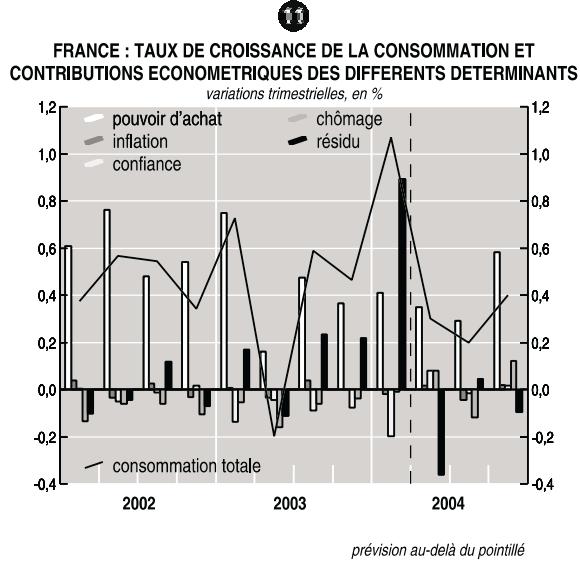


Au premier trimestre, la France s'est démarquée des autres grands pays de la zone euro en matière de consommation des ménages : cette dernière y a augmenté fortement (+1,1%), soutenue par la concentration des baisses d'impôts, survenue à la fin de l'année 2003, dans un contexte de taux d'intérêt peu élevés. La vigueur de la consommation s'est traduite par une diminution marquée du taux d'épargne. Grâce à un coût peu élevé des crédits à la consommation, les ménages se sont endettés pour financer d'importants achats en produits des nouvelles technologies, dont les importations ont notamment accéléré. Par ailleurs, des effets exceptionnels expliquent aussi l'ampleur de la hausse. Ainsi, les dépenses en énergie ont fortement augmenté au premier trimestre en raison de températures en dessous des normales saisonnières. Les dépenses en habillement ont été stimulées par des soldes plus avantageux que d'habitude. En revanche, les dépenses en services de santé ont nettement ralenti après la forte accélération due à l'épidémie de grippe au quatrième trimestre de 2003.

En France comme en zone euro, la faiblesse des gains de pouvoir d'achat fin 2003 et début 2004 et le niveau élevé du chômage pèseraient cependant avec retard sur la consommation sur le restant de l'année 2004, en dépit de l'amélioration du pouvoir d'achat au second semestre et du soutien apporté par les mesures gouvernementales sur le crédit à la consommation et les dons. Les dépenses de consommation progresseraient ainsi de 0,3% en moyenne par trimestre le reste de l'année (*cf. graphique 11*).

Au deuxième trimestre, le pouvoir d'achat serait notamment érodé par la hausse des prix des produits énergétiques. Par ailleurs, dans un contexte de chômage élevé, le bas niveau de la confiance des ménages jouerait encore défavorablement sur la consommation. Les soldes d'opinion sur le niveau de vie passé et sur l'opportunité d'acheter sont à ce titre à nouveau en recul au mois de mai.

Au second semestre, le pouvoir d'achat accélérerait nettement, en raison d'abord du ralentissement des prix à la consommation. L'inflation serait en effet



ramenée de 2,5% en juin en-deçà de 2,0% en décembre : le prix des produits énergétiques baisserait avec le prix du pétrole ; les prix du tabac ne seraient pas rehaussés en juillet à la différence de l'année passée ; les prix alimentaires ne pâtiraient pas comme l'année dernière du manque de production lié à la sécheresse et à la canicule ; en outre les grands distributeurs pourraient baisser de nombreux prix dans le cadre des accords du 17 juin.

Le pouvoir d'achat accélérerait aussi avec l'amélioration des revenus salariaux : l'emploi retrouverait dans le secteur privé un rythme de croissance positif (+0,1% par trimestre, soit 40 000 emplois créés au second semestre) et les salaires profiteraient des revalorisations du Smic et des Garanties mensuelles de rémunération au 1^{er} juillet, dans le cadre de la loi "Fillon" sur l'harmonisation des Smic.

Soutenue par la demande extérieure et par la demande des entreprises, la production manufacturière accélérerait...

La croissance de la production manufacturière a été faible au premier trimestre de 2004 (+0,2% après +1,0% au quatrième trimestre de 2003) : les entrepreneurs ont sous-estimé la vigueur de la demande intérieure et ont subi le fort ralentissement des exportations. En revanche, au deuxième trimestre, les exportations accéléreraient, l'investissement serait encore élevé et les entreprises recommenceraient à stocker. Dans ces conditions, la production se raffermirait et retrouverait alors un rythme de croissance proche de 1%, en ligne avec le redressement des perspectives de production des industriels. La production de services de transports, stimulée par la reprise de la production manufacturière, accélérerait également au deuxième trimestre.

...la construction continuerait de bénéficier des conditions financières favorables...

La construction serait favorisée par le dynamisme des investissements des ménages et des entreprises, tandis que l'investissement public ralentirait nettement. La construction continuerait de progresser sur un bon rythme tout au long de l'année (+0,5% ou +0,6% par trimestre). La poursuite du dispositif Robien a amplifié l'effet des conditions de crédit favorables sur l'investissement en bâtiment des ménages. Ces éléments continueraient de soutenir l'investissement des ménages tout le reste de l'année : celui-ci serait dynamique et progresserait de 3,4% en 2004 (après +0,7% en 2003 et en 2002). Les permis de construire attribués aux particuliers au premier trimestre attestent de la vigueur de cette progression.

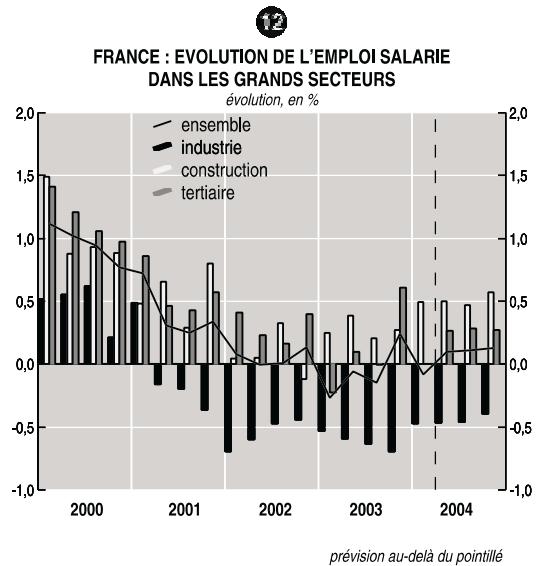
...tandis que les productions de services marchands et d'énergie ralentiraient mécaniquement avec la consommation des ménages

La production de services principalement marchands a été très vigoureuse au premier trimestre de 2004, à l'instar de la consommation de services des ménages et des entreprises. En particulier, la consommation des ménages a été très dynamique dans l'hôtellerie et la restauration. La consommation des ménages en services marchands retrouverait ensuite un rythme de croissance plus modérée (+0,3% en moyenne après +0,6% au premier trimestre). Ce très net ralentissement serait atténué par le maintien des dépenses en services des entreprises. Au total, la production de services marchands ralentirait légèrement.

Par ailleurs, certaines branches subiraient le contre-coup des évolutions exceptionnelles observées au premier trimestre. La production d'énergie baisserait nettement au deuxième trimestre sous l'effet notamment du retour à la normale de la consommation des ménages. À l'inverse, la production de services non marchands, notamment de santé, reprendrait un rythme de croissance plus habituel.

L'amélioration de l'activité se traduirait par une augmentation modérée de l'emploi marchand

Dans un contexte de reprise de l'activité économique, l'emploi se redresserait légèrement au deuxième trimestre. Les entreprises de la zone euro, après avoir un peu tardé à réagir à cette reprise, recommenceraient à embaucher. Ainsi, l'emploi de la zone euro progresserait légèrement et le taux de chômage se stabiliserait.



En France, l'amélioration du contexte économique amorcé dès l'été 2003 se traduirait par une reprise des créations d'emplois à partir du deuxième trimestre de 2004. Les créations d'emplois en accélération dans le secteur de la construction et en croissance consolidée dans le secteur tertiaire compenseraient la poursuite de la baisse de l'emploi dans l'industrie (*cf. graphique 12*). Cette dernière s'atténuerait d'ailleurs dès le deuxième trimestre de 2004 grâce à la progression soutenue de la valeur ajoutée manufacturière. Après avoir reculé de 36 000 postes en 2003, l'emploi salarié marchand renouerait avec la croissance : 40 000 emplois salariés marchands seraient créés en 2004 (soit une hausse de 0,3%). À l'inverse, le secteur tertiaire essentiellement non marchand perdrat 47 000 emplois en 2004, accentuant le mouvement amorcé en 2003, la hausse de l'emploi tertiaire non aidé ne compenserait pas la forte diminution du nombre de bénéficiaires des emplois aidés. L'emploi total se replierait d'environ 15 000 personnes sur l'année 2004, malgré la reprise amorcée au second semestre.

Le chômage évoluerait peu à cause du ralentissement de la population active notamment en raison des départs à la retraite des personnes ayant eu des carrières longues. Stabilisé à 9,8% depuis février, le taux de chômage progresserait néanmoins à 9,9% à l'issue du deuxième trimestre de 2004, cette hausse étant largement imputable à la réinscription à l'ANPE des chômeurs « recalculés ». Le taux de chômage se stabiliserait ensuite au cours des deuxièmes et troisièmes trimestres puis amorcerait une baisse. Il s'établirait à 9,8% en décembre 2004.

Le prix du pétrole demeure un élément d'incertitude

En cas de nouvel attentat important contre des installations pétrolières en Arabie Saoudite par exemple, il n'est pas totalement exclu que le cours du baril de brent se maintienne à un niveau élevé. Les prix à la consommation accéléreraient alors de manière visible. Outre l'effet d'un resserrement alors probable de la politique monétaire, la consommation serait pénalisée par les pertes de pouvoir d'achat et les entrepreneurs, devant faire face à des coûts plus élevés, reporteraient leurs projets d'investissement. Ces effets négatifs seraient en partie compensés par l'impact de la hausse des exportations vers les pays producteurs de pétrole. L'effet sur la croissance en 2004 serait faible (*cf. encadré*).

À l'inverse, la reprise industrielle pourrait être plus vigoureusement soutenue par les exportations : la stabilisation du taux de change a mis fin à la détérioration de la compétitivité-prix des produits de la zone euro. Les exportations pourraient profiter d'un retournement plus fort qu'anticipé du marché des transports aériens, qui favoriserait la construction aéronautique davantage que prévu. ■

ENCADRÉ : EFFET D'UNE POURSUITE DE L'AUGMENTATION DU PRIX DU PÉTROLE.

Dans la prévision, le scénario de prix du pétrole reflète une baisse modeste des tensions sur les marchés, à la fois en raison d'une meilleure adéquation entre l'offre et la demande et surtout en raison d'une baisse de la prime de risque : le prix du baril passe de 36\$ au deuxième trimestre, à 35\$ au troisième et 32\$ au quatrième.

Dans cet encadré, on illustre les effets que des tensions au contraire croissantes auraient sur l'économie. Deux scénarios sont étudiés, l'un conduisant le prix du baril à 40\$, soit une hausse d'un peu plus de 10% par rapport à notre prévision, l'autre à 50\$, soit une augmentation d'un peu moins de 40%.

Théoriquement, une élévation persistante du prix du pétrole s'analyse principalement comme un transfert de revenu des pays importateurs de pétrole vers les pays exportateurs

Les pays importateurs (nets) voient leur demande intérieure ralentir en raison d'un effet revenu négatif. Plus précisément, les effets sur la demande intérieure des pays importateurs nets de pétrole, comme la France, transiennent d'abord par l'augmentation des prix de consommation pour les ménages et par celle des prix des consommations intermédiaires pour les entreprises. Pour les ménages, l'érosion induite du pouvoir d'achat ralentit leur consommation en volume tandis que pour les entreprises, elles baissent les bénéfices à court terme. En effet, les entreprises n'ajustent pas suffisamment vite leur prix de vente ou ne le font volontairement pas pour rester compétitives. La baisse des bénéfices contribue à ralentir les investissements des entreprises.

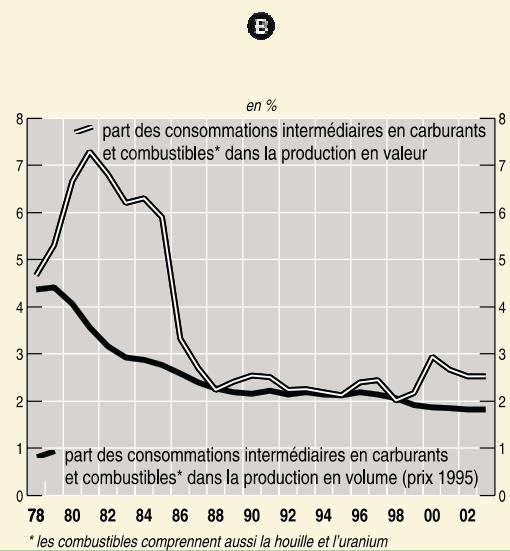
L'effet négatif est majoré par le ralentissement concomitant de la demande extérieure en provenance des autres pays importateurs de pétrole, dont la demande intérieure est ralentie. À l'inverse, les pays producteurs sont enrichis et accroissent leur demande aux pays importateurs, ce qui est de nature à atténuer quelque peu l'effet négatif.

La politique monétaire peut aussi contribuer à peser sur les évolutions de l'activité en raison de son objectif de maintien de la stabilité des prix. Cet objectif signifie effectivement que la banque centrale cherche à minimiser les effets indirects de l'augmentation du prix du pétrole sur l'inflation : ces effets, qualifiés d'effets de second tour, sont notamment liés à l'élévation des rémunérations que les salariés négocient pour conserver leur pouvoir d'achat. Pour éviter cela, la banque centrale peut chercher ainsi à stabiliser les anticipations d'inflation prises en compte dans les négociations salariales en pratiquant le cas échéant des resserrements "préemptifs" des conditions monétaires. Dans ce cas, les conditions financières se durcissent et freinent les comportements de dépenses des ménages et des entreprises.

En pratique, l'effet négatif pour l'activité dans les pays développés a diminué par rapport aux décennies passées et ne serait visible qu'au bout d'un an

Plusieurs raisons rendent difficiles la mesure de cet effet négatif.

En premier lieu, il est sans doute beaucoup plus faible aujourd'hui que dans les années soixante-dix et quatre-vingt. L'expérience de ces années-là a conduit les pays importateurs de pétrole à réduire leur dépendance énergétique vis-à-vis du pétrole, par des substitutions pour d'autres énergies —le nucléaire pour la France—, par une amélioration de l'intensité énergétique de sa production... Ainsi, en France, la part de la consommation de produits pétroliers dans la consommation totale a baissé de 4,8 à 3,5% entre 1980 et 2003 et la part des consommations intermédiaires en produits pétroliers dans la production totale a également diminué substantiellement (*cf. graphiques A et B*).



ENCADRÉ : EFFET D'UNE POURSUITE DE L'AUGMENTATION DU PRIX DU PÉTROLE (SUITE).

En second lieu, les effets peuvent être non linéaires, à la fois dans l'ampleur et dans le temps. Les travaux empiriques sur les États-Unis (cf. Hamilton⁽¹⁾, et encadrés de la note de conjoncture de mars 2003, p.59 et p.71) montrent ainsi que les effets sont négligeables sur l'activité la première année, plus forts ensuite. Les effets sur la consommation et l'investissement sont visibles plus rapidement, mais sont compensés par un frein mis sur les importations. Le caractère non linéaire peut notamment venir du mode de formation des anticipations d'inflation des agents qui dans le cas d'un choc plus important sont davantage conduit à les réviser. Dans ce cas, la politique monétaire peut intervenir de manière décisive pour modérer ces anticipations.

Pour la zone euro et la France, l'effet resterait faible en 2004, potentiellement plus important ensuite.

Le modèle zone euro MZE⁽²⁾ présenté dans la note de mars 2003 permet d'évaluer l'ampleur de l'effet négatif sur l'activité des chocs envisagés sur le prix du pétrole dans les deux scénarios (à 40 et à 50\$/baril).

Si le prix du baril de pétrole devait atteindre 40\$ (une hausse d'un peu plus de 10%), le PIB pourrait être abaissé de près de 0,1% en fin d'année (*cf. tableau*) et l'inflation rehaussée de 0,1 point (un peu moins en moyenne annuelle). Cette estimation se compare assez bien avec celle du FMI qui pour un choc deux fois plus fort (de 20%) sur le prix du pétrole obtient une baisse du PIB un peu plus de deux fois plus forte (de 0,2% en moyenne annuelle⁽³⁾). Parmi les raisons possibles de l'estimation légèrement plus défavorable obtenue par le FMI, notons que le modèle MZE est estimé sur une période plus récente où la dépendance énergétique au pétrole a diminué. Dans ce scénario, la politique monétaire ne change pas substantiellement, les anticipations d'inflation des agents restant quasi inchangées.

Avec un prix du baril de pétrole à 50\$ (une augmentation d'un peu moins de 40%), le choc est plus fort et la baisse d'activité également. Pour autant, il ne faut pas exclure que les effets non linéaires identifiés par Hamilton (2000) pour les États-Unis, notamment liés à la réaction de la politique monétaire, puissent jouer pour la zone euro. L'effet sur l'activité serait alors plus important encore. ■

Tableau : deux scénarios d'augmentation du prix du pétrole

Prix du pétrole	40\$	50\$
Effets dans la zone euro à l'horizon de la fin 2004⁽¹⁾ (en %)		
Demande mondiale	-0,31	-0,68
Prix à la consommation	+0,07	+0,13
Consommation	-0,13	-0,26
Investissement	-0,26	-0,51
PIB	-0,12	-0,24

(1) Les effets sur les moyennes annuelles sont plus faibles puisque les effets négatifs deviennent surtout visibles en fin d'année.

(1) Hamilton J. (2000) : *What is an Oil Shock ?*, NBER 7755, juin.

(2) Dans la note de conjoncture de mars 2003, l'apport d'un modèle macro-économétrique pour l'analyse conjoncturelle avait été analysé. Rappelons que dans chaque note de conjoncture, l'utilisation du modèle MZE-2003 permet de confronter les prévisions faites à l'aide d'étalonnages et de jugements d'expert à celles obtenues dans le cadre d'un modèle sous l'hypothèse d'un comportement des agents inchangés. Il s'agit principalement des prévisions de consommation des ménages et d'investissement des entreprises. Il permet aussi d'enrichir les prévisions par celles de grandeurs non prévues par ces méthodes (taux de chômage, emploi, taux d'utilisation des capacités, ...).

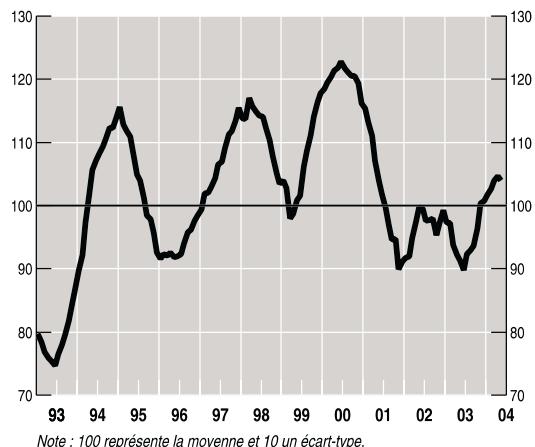
(3) FMI (2000) : *The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy*.

L'ÉTAT DE LA CONJONCTURE INDUSTRIELLE AU TRAVERS DE DEUX INDICATEURS SYNTHÉTIQUES

L'indicateur synthétique du climat des affaires a progressé lentement depuis le début de l'année 2004, traduisant la reprise modérée de l'activité industrielle. En mai 2004, il n'augmente plus, et se maintient au-dessus de son niveau de longue période.

Note de lecture : l'indicateur synthétique du climat des affaires est calculé par analyse factorielle. Cette technique permet de résumer l'évolution concomitante de plusieurs variables, ici les soldes d'opinion issus de l'enquête mensuelle dans l'industrie, dont les mouvements sont très corrélés ; l'indicateur décrit, en une variable unique, la composante commune des soldes d'opinion sélectionnés. Plus sa valeur est élevée, plus les industriels considèrent favorablement la conjoncture. Sa moyenne de long terme est égale à 100 ; 10 points de variation correspondent à un écart-type.

INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU CLIMAT DES AFFAIRES
industrie manufacturière



L'indicateur de retournement a peu évolué depuis le mois de février : proche de la zone d'incertitude conjoncturelle, il ne fait état d'aucun mouvement prononcé à la hausse ou à la baisse. Ce jugement incertain reflète la diversité des signaux délivrés par les soldes d'opinions de l'enquête de conjoncture dans l'industrie.

Note de lecture : L'indicateur de retournement tente de détecter le plus tôt possible le moment où la conjoncture industrielle se retourne. C'est une variable qualitative non directement observée, calculée à l'aide de soldes d'opinion issus de l'enquête mensuelle dans l'industrie. L'indicateur se présente sous la forme d'une courbe, retracant à chaque date la différence entre la probabilité pour que la phase conjoncturelle soit favorable et la probabilité pour qu'elle soit défavorable. Il évolue donc entre +1 et -1 : un point très proche de +1 (resp. de -1) signale que l'activité est en période de nette accélération (resp. de nette décélération). Les moments où l'indicateur est proche de 0 sont assimilés à des phases d'incertitude pendant lesquelles les signaux reçus sont très variés et ne font donc état d'aucun mouvement prononcé, à la hausse ou à la baisse. La valeur de l'indicateur pour le dernier mois peut être révisée le mois suivant, si bien qu'il convient d'attendre au moins deux mois consécutifs pour pouvoir interpréter une ample variation comme le signal d'un changement conjoncturel important. ■

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DE LA CONJONCTURE
industrie manufacturière

