



**Fiches**

**Thématiques**



# Environnement international de la zone euro

*L'environnement international de la zone euro serait porteur en 2004. L'activité bénéficierait aux États-Unis d'un cercle vertueux initié par l'enrichissement récent de la croissance en emplois. Après un fort deuxième trimestre (près de 5%), la croissance du PIB serait comprise entre 3 et 4% en rythme annualisé au cours des deux derniers trimestres de 2004. Au Royaume-Uni, la progression du PIB serait sur une pente de croissance annuelle d'environ 3% jusqu'à fin 2004 grâce notamment à l'accélération des exportations.*

## **Aux États-Unis, l'enrichissement de la croissance en emplois initierait un cercle vertueux et stimulerait la croissance jusqu'à la fin de l'année 2004**

Tout au long de 2004, la consommation serait de plus en plus stimulée par l'enrichissement récemment observé de la croissance en emplois. Cet enrichissement initierait un cercle vertueux qui prendrait le relais des mesures de baisses d'impôts à partir de la mi-2004. En effet, les impôts baisseraient encore au deuxième trimestre de 2004 au moment où les impôts payés par les ménages sont régularisés. Leur baisse augmenterait la croissance trimestrielle de la consommation d'environ 0,4 point au deuxième trimestre (cf. encadré 1). À partir du troisième trimestre, la consommation serait favorisée par une croissance plus riche en emplois. Les créations d'emplois, qui ont atteint en mars et avril des rythmes soutenus d'environ 300 000 par mois, semblent durables car elles n'ont pas eu lieu dans le secteur de l'intérim (mais surtout dans le secteur des services aux entreprises). Ce rythme de créations d'emplois se maintiendrait au cours de l'année 2004 et ajouterait environ 0,4 point à la croissance trimestrielle du revenu des ménages et 0,3 point à celle de la consommation (cf. encadré 2).

Toutefois, deux facteurs freineraient légèrement la croissance de la consommation au cours des trois derniers trimestres de 2004 : l'accélération des prix, qui fait suite à l'envolée des prix du pétrole et des matières premières, et le durcissement des conditions financières, même si elles demeurent favorables. L'accélération des prix érode le pouvoir d'achat des ménages. Cependant, avec une baisse progressive du prix du pétrole à l'automne 2004 (cf. fiche « pétrole et matières premières »), l'impact négatif sur la croissance trimestrielle de la consommation resterait limité, de moins de 0,1 point (cf. en-

cadre 3). Quant aux conditions financières, elles restent favorables même avec une hausse des taux longs d'environ 90 points de base depuis le point bas du mois de mars et le changement d'orientation de la politique monétaire opéré par la Fed. Les ménages auraient notamment moins recours au mécanisme de refinancement hypothécaire.

Au total, la croissance de la consommation resterait forte au cours des trois derniers trimestres de 2004, de l'ordre de 3 à 4% en rythme annualisé. Elle ne ralentirait que faiblement au troisième trimestre de 2004 avec la fin de la baisse du taux d'imposition (cf. tableau 2). L'investissement des ménages ralentirait à partir de la mi-2004 suite à la hausse des taux longs. Il resterait dynamique au cours du deuxième trimestre car les ménages chercheraient à profiter du niveau encore relativement bas des taux d'intérêt.

Côté entreprises, les bonnes perspectives de demande interne et externe favoriseraient la croissance de l'investissement. De plus les conditions financières restent favorables malgré la hausse des taux longs. En particulier, les écarts de taux entre obligations d'État et d'entreprises sont toujours très faibles et les banques déclarent assouplir leurs conditions de crédit vis-à-vis des entreprises. Enfin, l'arrivée à échéance fin 2004 de la mesure d'allègement fiscal concernant l'amortissement accéléré des investissements engendrerait une augmentation de leur croissance en fin d'année. Par ailleurs, la contribution des stocks resterait légèrement positive en 2004. Les stocks sont en effet toujours à des niveaux très faibles au regard des livraisons de l'industrie. Les bonnes perspectives des entreprises et les conditions financières accommodantes conduiraient celles-ci à adopter un comportement de stockage positif ou neutre.

Le commerce mondial bénéficierait en 2004 de l'accélération de la demande interne américaine. En retour, l'accélération de l'activité chez les partenaires commerciaux des États-Unis se transmettrait aux exportations américaines. Au total, après avoir ralenti au premier trimestre de 2004, l'activité chez les principaux partenaires des États-Unis accélérerait à nouveau avec retard par rapport à la consommation américaine. En particulier, la croissance au Japon serait comprise entre 4 et 5% fin 2004 en rythme annualisé (cf. encadré 4). La nouvelle impulsion insufflée au commerce mondial contribuerait à porter la croissance des exportations américaines à des rythmes annualisés compris entre 2 et 3% par trimestre. Les perspectives à l'exportation de l'indice

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2003				2004				2002	2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
<b>ÉTATS-UNIS (37,2%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,5	0,8	2,0	1,0	1,1	1,2	0,8	0,9	2,2	3,1	4,6
Consommation	0,6	0,8	1,7	0,8	1,0	1,1	0,7	0,9	3,4	3,1	4,0
Investissement privé <sup>(2)</sup>	0,3	1,5	3,7	2,4	1,3	1,9	1,7	1,7	-3,7	4,5	8,1
<i>Investissement privé hors logement</i>	-0,1	1,7	3,0	2,6	1,4	2,0	2,5	2,8	-7,2	3,0	8,8
<i>Investissement logement</i>	1,1	1,1	5,1	1,9	0,9	1,3	0,0	-0,6	4,9	7,5	6,0
Dépenses gouvernementales <sup>(3)</sup>	-0,1	1,8	0,4	0,0	0,7	0,5	0,3	0,1	3,8	3,3	1,9
Exportations	-0,5	-0,3	2,4	4,8	1,2	2,5	2,9	2,5	-2,4	2,0	9,9
Importations	-1,7	2,2	0,2	3,9	1,4	2,3	2,5	1,9	3,3	4,0	8,5
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	1,1	1,8	0,9	1,0	1,2	0,8	0,9	2,5	3,5	4,4
<i>Variations de stocks</i>	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,4
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	-0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,4	-0,2
<b>ROYAUME-UNI (5,6%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	0,3	0,6	0,8	0,9	0,6	0,7	0,8	0,8	1,6	2,2	3,0
Consommation	0,0	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	3,4	2,5	3,3
Investissement total	-2,0	1,3	1,9	2,4	1,1	1,6	1,3	1,1	1,8	2,9	6,4
<i>Investissement des entreprises</i>	-3,3	0,9	1,3	1,9	0,3	1,0	1,0	1,0	-2,6	-0,5	4,1
<i>Investissement des ménages <sup>(4)</sup></i>	-5,0	3,1	1,5	2,8	3,0	2,0	1,0	0,0	13,2	4,5	8,9
<i>Investissement public <sup>(4)</sup></i>	22,3	-1,1	8,7	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	12,0	27,3	18,2
Consommation publique <sup>(5)</sup>	1,0	0,1	0,3	1,8	0,7	1,0	0,5	0,5	2,6	2,1	3,4
Exportations	3,9	-1,9	0,1	1,3	-2,1	-0,5	1,0	1,0	-0,4	-0,1	-1,2
Importations	1,4	-2,8	1,3	2,7	-0,4	0,6	1,0	1,0	4,0	0,9	2,7
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,1	0,7	1,0	1,4	0,9	1,0	0,8	0,8	3,0	2,6	4,0
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	-0,5	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,2
<i>Commerce extérieur</i>	0,6	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-1,3	-0,3	-1,2

Préviation

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

(2) Investissements des entreprises et des ménages.

(3) Consommation et investissements publics.

(4) Postes non renseignés dans le compte provisoire.

(5) Inclut la consommation des institutions à but non lucratif.

Sources : BEA, ONS, Insee

ISM se sont d'ailleurs nettement redressées depuis le mois de mars. Les importations, quant à elles, croîtraient à un rythme soutenu en lien avec la demande interne et l'arrêt de la dépréciation du dollar par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux des États-Unis. Les perspectives à l'importation de l'indice ISM se maintiennent à un niveau élevé.

Selon les dernières prévisions du budget (OMB), les dépenses fédérales ralentiraient à partir du deuxième trimestre de 2004. Ce ralentissement serait lié à celui des dépenses de défense.

Au total, le PIB croîtrait à un rythme soutenu, proche de 5% au premier trimestre et compris entre 4 et 5% en rythme annualisé les deux trimestres suivants. La production suivrait à court terme les fluctuations de la consommation des ménages. Elle ne ralentirait que légèrement au troisième trimestre avec l'épuisement du stimulus budgétaire. Ce scénario repose sur l'hypothèse d'une baisse progressive du prix du pétrole à l'automne 2004. Si tel n'était pas le cas, la consommation et les importations seraient moins dynamiques en 2004. En revanche, la production et l'investissement seraient affectés avec un délai plus long, d'environ un an (*cf. note de conjoncture de mars 2003 et encadré de la vue d'ensemble*).

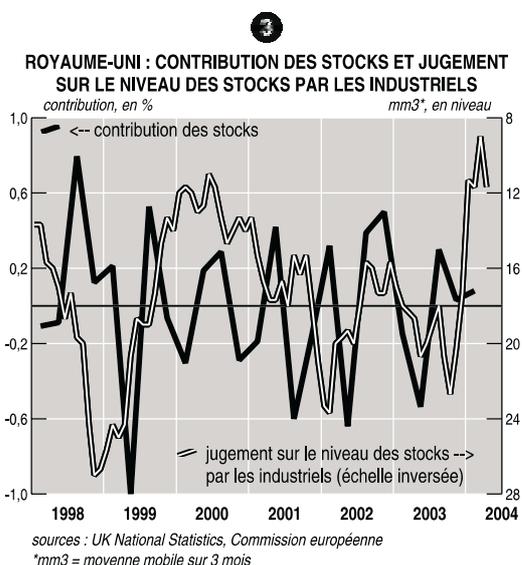
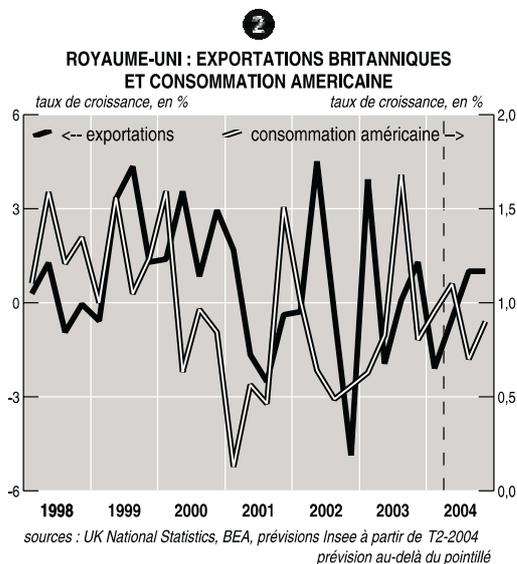
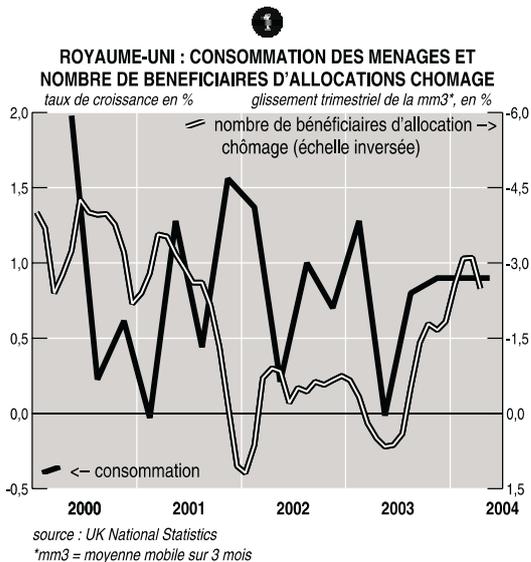
**Au Royaume-Uni, en dépit du léger ralentissement de la demande intérieure lié au resserrement monétaire, la croissance du PIB serait dynamique, soutenue notamment par l'accélération des exportations**

La croissance du PIB a ralenti au premier trimestre de 2004 : elle s'établit à 0,6% après 0,9% au trimestre précédent. La baisse de l'activité industrielle (-0,5% au premier trimestre) a contribué à ce ralentissement.

**TABLEAU 2 : ÉTATS-UNIS : EFFETS DE QUELQUES FACTEURS SPÉCIFIQUES SUR LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION EN 2004**

(Effet en point de croissance)

	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.
Croissance de la consommation	1,0	1,1	0,7	0,9
Dont :				
Enrichissement de la croissance en emplois	+0,1	+0,2	+0,3	+0,3
Hausse du prix du pétrole	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Baisses d'impôts	+0,2	+0,4	-0,2	0,0



tissement. Au cours des prochains trimestres, la consommation des ménages resterait dynamique mais ralentirait progressivement. Le rythme de croissance du PIB dépasserait toutefois son potentiel (+0,7% au deuxième trimestre puis +0,8% aux troisième et quatrième trimestres de 2004), la contribution des échanges extérieurs devenant moins pénalisante au second semestre.

La consommation des ménages conserverait un rythme de croissance élevé au cours des prochains trimestres. L'augmentation des salaires et la bonne tenue du marché du travail (cf. graphique 1) renforceraient le revenu des ménages. La forte appréciation de la livre sterling par rapport au dollar a limité l'impact de la hausse des prix des matières premières sur l'inflation britannique, qui reste peu élevée (2,3% en mai hors intérêts hypothécaires). Cependant, le resserrement monétaire amorcé au mois de novembre 2003 pourrait se poursuivre après les augmentations de taux directeurs des mois de février, d'avril et de juin 2004 (+0,25 point à chaque intervention). Le relèvement des taux d'intérêt affecterait le comportement de consommation des ménages. D'une part le poids de la dette serait accentué, la majorité des emprunts étant contractés à taux variables, et d'autre part, le coût des crédits serait plus important. Enfin, cette hausse des taux entraînerait une diminution progressive de l'effet du refinancement hypothécaire. Dans ce contexte, les ventes au détail ont ralenti au début du deuxième trimestre et la confiance des ménages s'est légèrement dégradée au mois de mai. Au total, la croissance de la consommation diminuerait progressivement pour s'établir à 0,7% au dernier trimestre de 2004. L'investissement des ménages ralentirait également au cours des trimestres à venir. La croissance de l'investissement des ménages serait dynamique en début d'année : le nombre de transactions immobilières a augmenté significativement au premier trimestre. Toutefois, la hausse des taux d'intérêt, notamment du taux d'emprunt hypothécaire, pèserait sur la croissance des investissements immobiliers au cours des prochains trimestres.

Le dynamisme des importations américaines soutiendrait les exportations britanniques au second semestre. Les exportations ont diminué de 2,1% en début d'année 2004. Le ralentissement temporaire des importations américaines et l'appréciation importante de la livre par rapport au dollar ont contribué à cette baisse. Toutefois, les perspectives des industriels sont favorables pour les trimestres à venir et la livre marque une pause dans son appréciation face au dollar. Ainsi, les exportations retrouveraient progressivement un rythme de croissance positif à partir du second semestre 2004, suivant avec retard la bonne tenue de la croissance de la consommation et l'accélération des importations américaines dans les prochains trimestres (cf. graphique 2).

Suite à la hausse récente du taux d'utilisation des capacités, l'investissement des entreprises augmenterait au cours des prochains trimestres. Sa croissance

serait toutefois tempérée par le durcissement des conditions monétaires et par la faiblesse de l'activité industrielle. Au premier trimestre, la baisse de l'activité industrielle (-0,5%) a été peu favorable à l'investissement des entreprises (+0,3%). Au cours des prochains trimestres, les bonnes perspectives de demande extérieure et intérieure le soutiendraient davantage. Les conditions financières moins avantageuses qu'au cours des trimestres précédents en modéreraient toutefois la croissance. Par ailleurs, la contributions des stocks serait assez forte sur l'en-

semble de l'année 2004. En effet, les industriels jugent le niveau des stocks très faible (*cf. graphique 3*) alors que les perspectives de demande sont bonnes.

Selon le plan budgétaire de l'année 2003/2004, l'investissement public et les dépenses publiques conserveraient un rythme de croissance élevé au premier semestre de l'année 2004. Les prestations sociales ainsi que les dépenses en biens et services seraient en forte augmentation. Un ralentissement des dépenses publiques est toutefois prévu dans le dernier rapport budgétaire pour l'année fiscale 2004/2005. ■

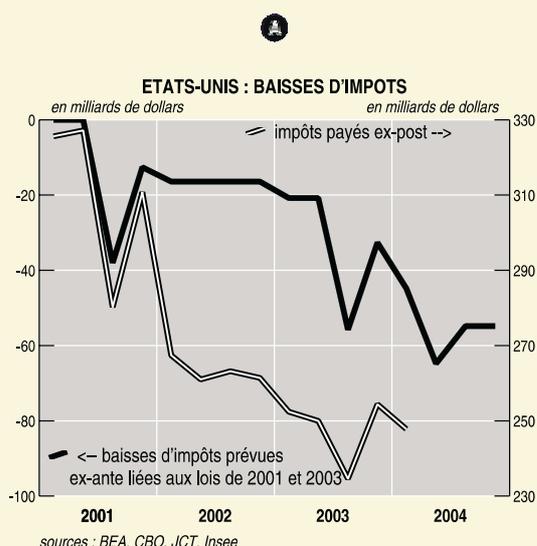
## ENCADRÉ 1 : ÉTATS-UNIS : IMPACT SUR LA CONSOMMATION DES BAISSSES D'IMPÔTS, UNE ACTUALISATION DE L'ENCADRÉ DE LA NOTE DE MARS 2004

Dans la note de mars 2004, un encadré précisait l'effet à attendre des baisses d'impôts. Celles-ci ont augmenté le revenu des ménages et leur consommation au premier trimestre conformément à ce que nous attendions (cf. graphique A). Les baisses d'impôts augmenteraient encore la croissance de la consommation au deuxième trimestre, de +0,4 point, et la diminuerait au troisième trimestre, de -0,2 point.

### Ex ante, la baisse d'impôts votée en 2003 augmenterait encore le revenu des ménages de 0,5 point aux deuxième et troisième trimestres de 2004...

En mai 2003 a été votée une loi prolongeant et accélérant le programme de baisse d'impôts déjà voté en mai 2001 (cf. encadré 1 dans la fiche environnement international de la zone euro de la note de mars 2004 pour le détail des mesures). Suite à cette nouvelle loi, les impôts payés par les ménages ont fortement baissé au troisième trimestre de 2003 et au premier trimestre de 2004.

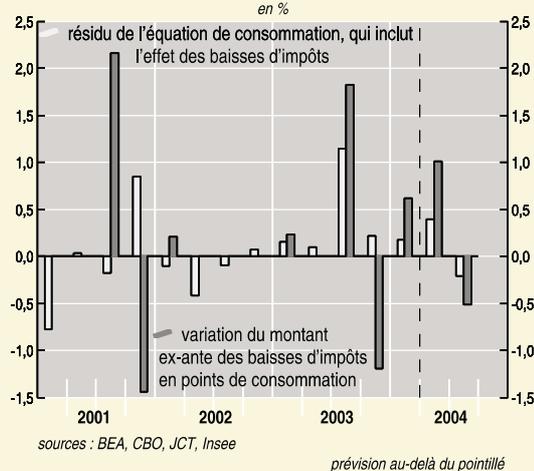
Ex ante, les impôts baisseraient à nouveau aux deuxième et troisième trimestres de 2004. Par rapport au niveau observé au premier trimestre de 2004, ils s'établiraient 20 milliards plus bas au deuxième trimestre et 10 milliards plus bas au troisième trimestre. Ces chiffres sont obtenus à partir des dernières évaluations du Congressional Budget Office et du Joint Committee on Taxation (cf. note de mars 2004). Le stimulus fiscal au deuxième trimestre de 2004 serait donc important, de 1,0 point de revenu disponible. Il serait négatif au troisième trimestre (-0,5 point) en raison de la concentration des régularisations au deuxième trimestre.



#### Note :

Les baisses d'impôts prévues ex ante sont calculées à partir des évaluations du CBO et de certaines hypothèses : les nouvelles mesures s'appliquent à partir du premier trimestre de l'année civile (de façon rétroactive pour les mesures votées pour l'année fiscale en cours comme en 2003) ; les nouvelles mesures s'appliquent de façon uniforme sur les trimestres.

**ÉTATS-UNIS : BAISSSES D'IMPÔTS ET  
RÉSIDU D'UNE ÉQUATION DE CONSOMMATION**  
en %



#### Note :

Une variation du montant des baisses d'impôts positive indique que le montant des baisses d'impôts accordées aux ménages a augmenté par rapport au trimestre précédent. Le résidu de l'équation de consommation est obtenu à partir d'une équation de prévision de la consommation en utilisant un revenu disponible brut auquel la valeur absolue des baisses d'impôts a été enlevée.

### ...et elle augmenterait la consommation de 0,2 point aux deuxième et troisième trimestres de 2004, une part importante du stimulus ayant déjà été consommée par anticipation fin 2003 et début 2004

Les baisses d'impôts auraient un impact sur la croissance de la consommation aux deuxième et troisième trimestres de 2004 car elles n'ont pas été entièrement consommées fin 2003 et début 2004. En cumulant les effets de la baisse d'impôt déjà perçus depuis le troisième trimestre de 2003, l'effet global représente 1,8 point de consommation dont 1,2 point a déjà été consommé au troisième trimestre de 2003, 0,2 point au quatrième trimestre et 0,2 point au premier trimestre de 2004 (cf. graphique B) ; il reste donc un potentiel de croissance de la consommation de 0,2 point (=1,8-1,2-0,2-0,2).

La baisse d'impôt augmenterait donc la consommation de 0,2 point<sup>(1)</sup>. Le niveau de la consommation serait particulièrement élevé au deuxième trimestre dans la mesure où les chèques de remise d'impôt sont touchés au printemps. L'effet sur la croissance de la consommation serait de 0,4 point au deuxième trimestre et -0,2 point au troisième.

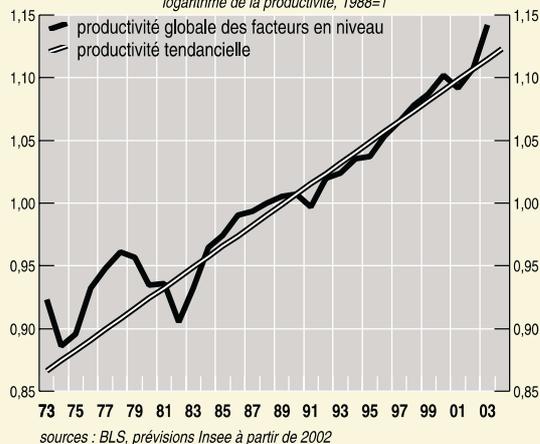
(1) Le même exercice aux troisième et quatrième trimestres de 2001 montre en effet que les baisses d'impôts sont entièrement consommées.

**Les créations d'emplois resteraient vives tout au long de 2004**

La croissance s'est nettement enrichie en emplois depuis le mois de mars (+353 000 emplois en mars, +346 000 en avril et +248 000 en mai). Après s'être réorganisées de 2001 à 2003 pour tirer tous les bénéfices de leurs investissements passés, les entreprises recommenceraient à embaucher en 2004 pour répondre à la demande. La productivité ralentirait car les niches de gains de productivité auraient été épuisées et les réductions de coût seraient terminées (cf. encadré 2 dans la fiche « environnement international de la zone euro » de la note de mars 2004).

Les rythmes de croissance de l'emploi observés aux mois de mars, avril et mai (environ +300 000 emplois par mois, soit +0,7% par trimestre) semblent soutenables jusqu'à la fin de l'année. En effet, en retenant une croissance trimestrielle du PIB de l'ordre de 1% comme dans notre scénario central, les gains de productivité du travail deviendraient très faibles, de l'ordre de 0,3% (=1%-0,7%) par trimestre à comparer à des croissances trimestrielles en 2003 et début 2004 de l'ordre de 1%. Des gains de productivité du travail aussi faibles semblent cohérents avec les évolutions récentes de ses deux déterminants de long terme : le capital par tête et la productivité globale des facteurs<sup>(1)</sup>. Après avoir fortement ralenti en 2002 et 2003 (cf. encadré 2 de la note de mars 2004), le capital par tête stagnerait en 2004 avec notre scénario d'investissement. Quant à la productivité globale des facteurs, elle a dépassé sa tendance de plusieurs points (cf. graphique A). Une croissance de la productivité globale des facteurs et de la productivité du travail (car le capital par tête stagne) de 0,3% par trimestre, soit 1,2% en rythme annualisé, ne résorberait même pas cet écart (étant donné le rythme de croissance de la tendance de la productivité globale des facteurs qui est d'environ 0,8% par an<sup>(2)</sup>).

**ETATS-UNIS : PRODUCTIVITE ET PRODUCTIVITE TENDANCIELLE DANS LE SECTEUR PRIVE**  
logarithme de la productivité, 1988=1



**Note :**  
La productivité tendancielle est calculée sur le cycle 1987-2000 (sélectionné à partir de la méthode des pics à pics).

Plusieurs indicateurs sur le marché du travail indiquent une croissance de l'emploi toujours vive pour les trimestres à venir : les demandes d'assurance chômage sont nettement inférieures au seuil de 400 000 et les indices de confiance ISM des entreprises relatifs à l'emploi sont bien orientés. Cet encadré précise les effets à attendre sur la consommation des ménages en supposant que les créations d'emplois se maintiennent en 2004 à un niveau d'environ +300 000 par mois.

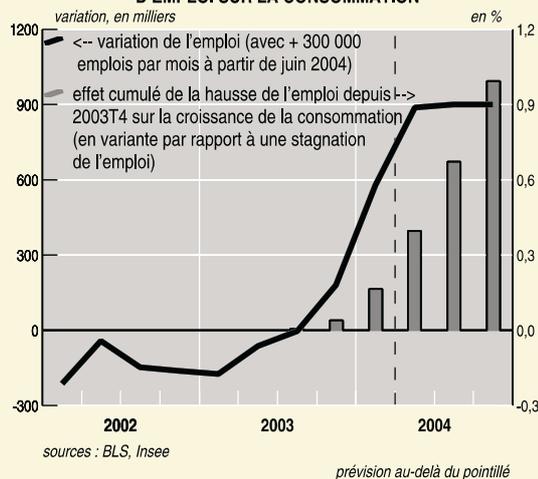
**Avec +300 000 emplois par mois jusqu'à la fin de l'année, le revenu des ménages augmenterait en 2004 de 1,6 point, soit environ +0,4 point par trimestre...**

Une équation statistique reliant la croissance du revenu brut des ménages à celle de l'emploi montre qu'avec +300 000 emplois par mois jusqu'à la fin de l'année, soit une croissance de l'emploi d'environ 3% en rythme annualisé, le revenu des ménages serait augmenté de 1,6 point sur l'ensemble 2004 par rapport à une situation où l'emploi aurait continué de stagner après le troisième trimestre de 2003.

**...et la consommation augmenterait en 2004 de 1,0 point, soit environ +0,25 point par trimestre**

Une équation expliquant les fluctuations de la consommation notamment par celles du revenu des ménages montre de plus que ce 1,6 point de revenu supplémentaire serait partiellement consommé en 2004, à hauteur de 1,0 point (cf. graphique B). ■

**ETATS-UNIS : IMPACT DES CREATIONS D'EMPLOI SUR LA CONSOMMATION**



(1) En supposant une fonction de production de type Cobb-Douglas, la productivité du travail (Y/L) dépend de l'intensité capitaliste (K/L) et de la productivité globale des facteurs A :  $\Delta \ln(Y/L) = (1 - \alpha) \Delta \ln(K/L) + \Delta \ln A$  avec  $\alpha$  la part de la rémunération du travail dans la valeur ajoutée.

(2) Cette évaluation moyenne depuis 1990 est proche de celle obtenue par Oliner et Sichel (2002) : « Information Technology and Productivity : Where are We Now and Where are We going ? », document de travail de la Fed.

### ENCADRÉ 3 : ÉTATS-UNIS : UN REGAIN D'INFLATION LARGEMENT LIÉ À LA HAUSSE DU PRIX DU PÉTROLE

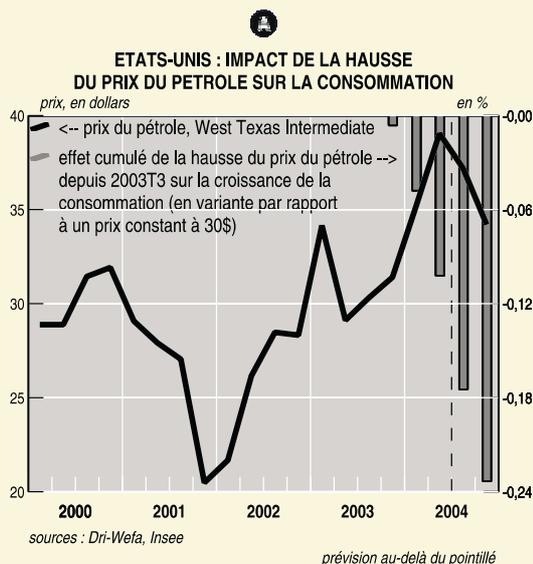
Depuis début 2004, la croissance des prix a augmenté aux États-Unis : la croissance trimestrielle de l'indice des prix est de 0,9% au premier trimestre à comparer à 0,2% au quatrième trimestre de 2003. Cette hausse de l'inflation n'est pas limitée aux biens énergétiques puisque l'indice des prix hors énergie et alimentation est passé de 0,3% au quatrième trimestre de 2003 à 0,7% au premier trimestre de 2004.

L'effet sur l'inflation de la hausse du prix du baril de fin 2003 à la mi 2004 serait limité à condition que cette hausse soit temporaire comme c'est le cas dans notre scénario (cf. fiche « Pétrole et matières premières »). Selon un modèle estimant l'effet de la croissance du prix du pétrole et des matières premières sur l'inflation, cette dernière serait rehaussée d'environ 0,1 point par trimestre, soit de 0,4 point sur un an. Une hausse supplémentaire du baril vers 40\$ ajouterait encore 0,1 point à l'inflation trimestrielle.

Au-delà de l'effet de la hausse du prix du pétrole, l'inflation resterait limitée car les effets directs ne seraient pas suivis d'effets de diffusion aux autres prix et aux salaires. En effet, le taux de chômage est relativement élevé (autour de 5,5% au deuxième trimestre de 2004) par rapport au point bas qu'il avait atteint fin 2000 (autour de 4,0%). Les pressions inflationnistes sur les salaires seraient donc modérées. De plus, les taux d'utilisation sont à des niveaux nettement inférieurs (de l'ordre de 77%) à leur

moyenne à la fin des années 90 (environ 83%) de sorte que la concurrence sur le marché des biens demeure forte.

Le surcroît d'inflation ne diminuerait que faiblement la croissance du pouvoir d'achat des ménages et de leur consommation. Une équation expliquant les fluctuations de la consommation notamment à partir du revenu des ménages permet d'évaluer à -0,24 point l'effet sur la consommation sur un an, soit à un effet moyen de -0,06 point par trimestre (cf. graphique A).

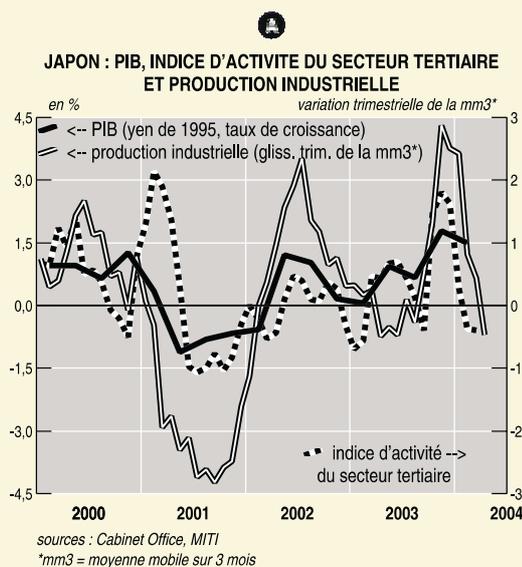


### ENCADRÉ 4 : LA CROISSANCE JAPONAISE ACCÉLÉRERAIT AU SECOND SEMESTRE DE 2004

L'activité au Japon accélérerait au second semestre, soutenue par la consommation et les exportations. La production industrielle et l'indice d'activité du secteur tertiaire - indicateurs avancés - indiquent un nouveau ralentissement pour le deuxième trimestre de 2004 (cf. graphique A) : ainsi, après avoir diminué de 1,8% au quatrième trimestre de 2003 à 1,5% au premier trimestre de 2004, la croissance baisserait de nouveau à 0,7% au deuxième trimestre de 2004, avant de retrouver des rythmes plus soutenus (+1,1% au troisième trimestre et +1,2% au quatrième trimestre).

#### Le redressement du pouvoir d'achat et de l'emploi permettraient une accélération de la consommation au second semestre de 2004.

La baisse de l'emploi et le ralentissement du pouvoir d'achat au dernier trimestre de 2003 retarderaient le redressement de la consommation. Après une hausse de 1,0% au premier trimestre, la consommation ralentirait au deuxième trimestre de 2004 (+0,6%), comme l'indiquent les chiffres des ventes de détail pour le mois d'avril. Ce ralentissement serait toutefois temporaire. En effet, l'emploi et le pouvoir d'achat se redressent au premier trimestre, d'après les dernières données mensuelles. Cette amélio-



ration se traduirait par une accélération de la consommation à partir du second semestre. De plus, selon l'Institut de l'Administration du Travail, les bonus d'été dans les grandes entreprises devraient augmenter de 4,7% par

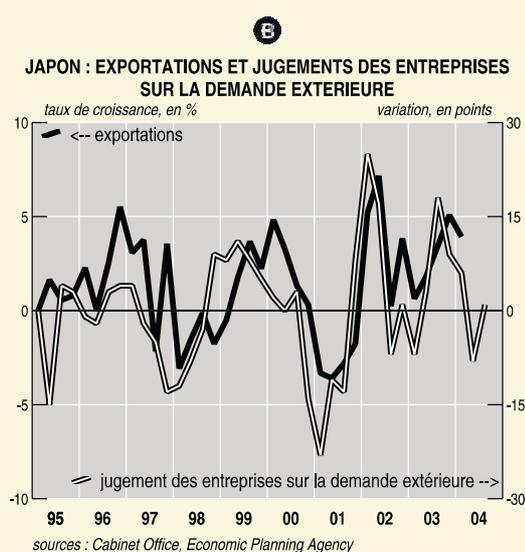
## ENCADRÉ 4 : LA CROISSANCE JAPONAISE ACCÉLÉRERAIT AU SECOND SEMESTRE DE 2004 (SUITE)

rapport à l'année précédente. Enfin, l'indicateur de confiance des ménages a rebondi en mars. Au total, le taux de croissance de la consommation atteindrait ainsi 0,9% au troisième trimestre et 1,2% au quatrième trimestre de 2004. Une consommation plus dynamique au second semestre limiterait les pressions déflationnistes.

Toutefois, des incertitudes susceptibles de peser sur le redressement de la consommation au second semestre subsistent. Ainsi, l'augmentation des profits des entreprises tarde à se répercuter sur les salaires : alors que les profits des entreprises ont augmenté de 34% au quatrième trimestre, le salaire nominal n'a crû que de 2,4% en moyenne sur la même période et a baissé de 0,1% au premier trimestre de 2004. De plus, la croissance de l'emploi vient surtout du secteur de l'intérim : le nombre d'emplois intérimaires a augmenté de 3,1% en moyenne sur les trois derniers mois, alors que le nombre total d'emplois n'a crû que de 0,5% sur la même période. Par ailleurs, la réforme des retraites qui devrait être adoptée par le Parlement cet été, pourrait affecter la consommation. Le système japonais des retraites est un système par répartition qui est aujourd'hui confronté au problème de vieillissement de la population. Face aux difficultés de financement du système des retraites, le gouvernement met en place une réforme visant à augmenter les cotisations et à baisser le niveau des retraites. Les taux de cotisation devraient passer graduellement de 13,6% à 18,3% des revenus et les taux de paiement de 59,3% à 50,0% des revenus d'un travailleur moyen, d'ici 2017.

### Le ralentissement temporaire au premier trimestre de 2004 des importations des États-Unis joue avec retard sur les exportations japonaises au premier semestre de 2004.

L'opinion des entreprises sur la demande extérieure et les commandes étrangères indiquent un ralentissement des exportations au deuxième trimestre de 2004 (cf. graphique B). La croissance des exportations passerait ainsi de 3,9% au premier trimestre à 1,3% au deuxième tri-



mestre. Les exportations accéléreraient ensuite à partir du troisième trimestre (+2,6% aux troisième et quatrième trimestres), grâce aux échanges soutenus avec l'Asie et à la nouvelle accélération prévue des importations américaines.

L'investissement ralentirait au premier semestre, en raison de l'attentisme des entreprises face au creux de croissance de la consommation. Ainsi, l'investissement ralentirait au premier semestre de 2004 (à 0,7% par trimestre) après la forte accélération observée au dernier trimestre de 2003 (+4,0%). Toutefois, l'investissement se redresserait à partir de la mi-2004 (+1,0% au troisième trimestre et +1,5% au quatrième trimestre) avec l'accélération attendue de la consommation.

La croissance du Japon resterait sensible au contexte économique international, dans la mesure où les évolutions de la demande intérieure sont traditionnellement liées à celles des exportations japonaises. ■

	(en %)											
	Variations trimestrielles								Variations annuelles			
	2003				2004				2002	2003	2004	
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.				
<b>JAPON</b>												
<b>PIB</b>	0,1	0,9	0,7	1,8	1,5	0,7	1,1	1,2	-0,3	2,5	4,9	
Consommation	-0,1	0,2	0,6	1,0	1,0	0,6	0,9	1,2	0,9	0,8	3,4	
Investissement	0,7	2,0	-0,8	4,0	0,7	0,7	1,0	1,5	-6,1	3,2	5,3	
Consommation publique	0,3	-0,2	0,6	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	2,4	1,0	1,2	
Exportations	0,7	1,8	3,5	5,1	3,9	1,3	2,6	2,6	7,9	10,1	13,4	
Importations	0,6	-1,0	2,6	2,6	2,8	1,2	1,6	2,0	1,9	5,0	8,3	
<b>Contributions :</b>												
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,6	0,3	1,6	0,8	0,5	0,8	1,1	-0,7	1,4	3,3	
Variations de stocks	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,6	
Commerce extérieur	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,7	0,7	0,9	

■ Préviation

# Conjoncture dans la zone euro

La reprise amorcée en zone euro mi-2003 s'est renforcée en début d'année 2004. Dans un environnement international toujours porteur, le PIB de la zone a en effet progressé de 0,6% au premier trimestre. La consommation des ménages s'est nettement redressée, contribuant pour moitié à la croissance du PIB.

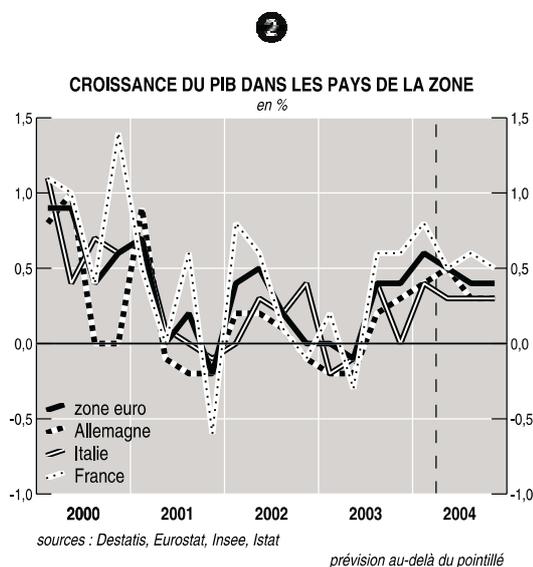
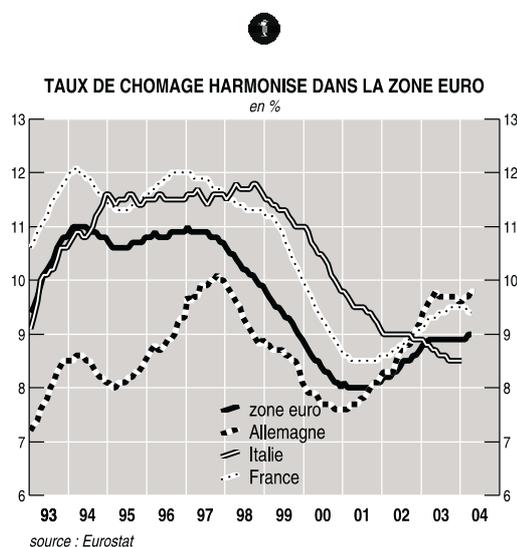
L'activité continuerait de progresser tout au long de l'année 2004, mais en ralentissant légèrement en fin d'année vers un rythme proche de son potentiel. En moyenne annuelle, la croissance du PIB serait de 1,8%. Les exportations resteraient soutenues par une croissance mondiale toujours forte. Les perspectives favorables de demande globale alliées à des conditions financières toujours accommodantes soutiendraient la reprise de l'investissement. Seule la consommation des ménages tarderait à redémarrer, pénalisée par un marché du travail toujours mal orienté.

## L'activité a accéléré au premier trimestre de 2004

Au premier trimestre de 2004, le PIB de la zone euro a progressé de 0,6%. Les bonnes performances des principaux partenaires de la zone, en particulier des États-Unis et du Royaume-Uni, ont favorisé les exportations qui ont constitué le principal soutien de la croissance. Après trois trimestres de stagnation, la consommation des ménages s'est nettement redressée (+0,6%). La consommation a été vigoureuse en France (+1,1%) : les ménages français ont puisé dans leur épargne ; ils ont aussi financé leurs dépenses en ayant recours au crédit (cf. fiche « consommation des ménages »). Dans la majorité des autres pays, la consommation est restée modérée, malgré le ralentissement de l'inflation au premier trimestre. Les déterminants de la consommation restent fragiles en zone euro : le taux de chômage a augmenté en mars pour atteindre un niveau de 9,0% (cf. graphique 1) et la stagnation de l'emploi continue de peser sur les revenus des ménages. L'investissement a quant à lui légèrement reculé (-0,1%). Le tassement des perspectives de production, observé dans les enquêtes de conjoncture depuis février, a conduit les entrepreneurs à reporter leurs projets d'investissement, dans un contexte où les taux d'utilisation des capacités de production sont encore estimés à un bas niveau. La consommation des administrations publiques (APU) s'est repliée (-0,2%), essentielle-

ment en raison de la réforme de l'assurance maladie en Allemagne. En effet, de nombreuses dépenses auparavant acquittées par les APU via le système de santé sont désormais à la charge des ménages allemands.

Au premier trimestre, la forte croissance est observée dans tous les pays de la zone (cf. graphique 2), mais les moteurs de l'activité diffèrent d'un pays à l'autre. La demande intérieure est tou-



**ZONE EURO ET PRINCIPAUX PAYS : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME**

(en %)

	Variations trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2003				2004				2002	2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
<b>ALLEMAGNE (31,5%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>
Consommation des ménages	0,3	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	0,6	0,3	0,3	-1,0	-0,1	0,3
FBCF totale	-0,8	-0,9	0,3	1,6	-1,8	0,7	0,7	0,7	-6,5	-2,0	0,3
Consommation publique	0,1	0,7	0,7	-0,2	-1,2	0,1	0,1	0,1	1,7	0,9	-0,7
Exportations	-0,8	-2,0	3,9	-0,1	4,6	2,2	1,3	1,3	3,4	1,5	8,8
Importations	2,2	-2,0	0,9	1,0	2,9	2,3	1,5	1,5	-1,6	3,4	6,6
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,1</i>
<i>Variations de stocks</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>
<i>Commerce extérieur</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,8</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,5</i>	<i>1,1</i>
<b>FRANCE (22,3%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>
Consommation des ménages	0,7	-0,2	0,6	0,5	1,1	0,3	0,2	0,4	1,8	1,7	2,1
FBCF totale	0,3	0,5	0,0	0,8	1,2	0,6	0,9	0,9	-1,8	0,2	3,1
Consommation publique	0,3	0,3	0,7	1,0	0,4	0,8	0,7	0,6	4,6	2,5	2,7
Exportations	-2,2	-1,4	0,9	1,5	0,3	1,3	1,6	1,2	1,7	-2,7	3,6
Importations	-0,6	-0,1	0,2	2,5	0,7	1,7	1,4	1,4	3,3	0,3	5,1
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>2,5</i>
<i>Variations de stocks</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,3</i>
<i>Commerce extérieur</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,4</i>
<b>ITALIE (16,5%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	-0,2	0,3	0,6	-0,2	0,8	0,3	0,3	0,3	0,4	1,2	1,5
FBCF totale	-5,7	-0,3	-0,9	-0,6	2,5	0,8	1,0	1,5	1,3	-2,1	3,0
Consommation publique	1,0	0,6	0,5	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	1,9	2,2	0,6
Exportations	-5,9	0,2	6,4	-3,7	-2,1	1,0	1,2	1,0	-3,4	-3,9	-0,3
Importations	-5,5	1,6	2,4	-1,8	-1,5	0,6	1,0	1,2	-0,2	-0,6	0,0
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	<i>-1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>1,0</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>1,6</i>
<i>Variations de stocks</i>	<i>1,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>-0,4</i>
<i>Commerce extérieur</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>1,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,1</i>
<b>ESPAGNE (9,0%)<sup>(1)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Consommation des ménages	0,6	1,1	0,2	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	2,6	3,0	3,2
FBCF totale	0,4	-0,2	1,7	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	4,4	4,6	4,2
Consommation publique	1,3	1,2	1,2	1,0	1,2	0,8	0,8	0,8	4,4	4,6	4,2
Exportations	-1,7	4,0	-1,0	0,6	0,5	1,9	1,9	1,9	0,0	4,0	4,0
Importations	-2,8	2,1	1,2	2,2	1,0	2,0	2,0	2,0	1,8	6,7	6,9
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>2,6</i>	<i>3,3</i>	<i>3,5</i>
<i>Variations de stocks</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>
<i>Commerce extérieur</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,9</i>
<b>ZONE EURO (27,4%)<sup>(2)</sup></b>											
<b>PIB</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>
Consommation des ménages	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	1,0	1,2
FBCF totale	-0,7	-0,3	0,0	0,6	-0,1	0,7	0,8	0,9	-2,8	-0,8	1,4
Consommation publique	0,4	0,6	0,7	0,4	-0,2	0,4	0,4	0,3	3,0	2,0	1,1
Exportations	-1,4	-0,9	2,3	0,1	1,7	1,6	1,2	1,1	1,5	0,1	4,8
Importations	-0,2	-0,5	1,3	1,1	0,8	1,5	1,3	1,3	0,3	1,9	4,3
<b>Contributions :</b>											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>1,2</i>
<i>Variations de stocks</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>
<i>Commerce extérieur</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,3</i>

Prévision

Données arrêtées au 10 juin 2004.

(1) Part du pays dans le PIB de la zone euro (volume en base 1995).

(2) Part de la zone euro dans le PIB de l'OCDE (en parité de pouvoir d'achat 1995, volume 2003).

Sources : Statistisches Bundesamt, Insee, Istat, Ine, Eurostat

jours bien orientée en France et en Espagne, pays parmi les plus dynamiques de la zone. Les exportations sont en revanche le principal soutien de l'activité en Allemagne. Au sein de la zone, l'Allemagne a le plus profité du dynamisme du commerce mondial, ses exportations progressant de 4,6%, alors que la demande intérieure a reculé.

### Les exportations continueraient de bénéficier sur l'ensemble de l'année de la vigueur de la croissance mondiale

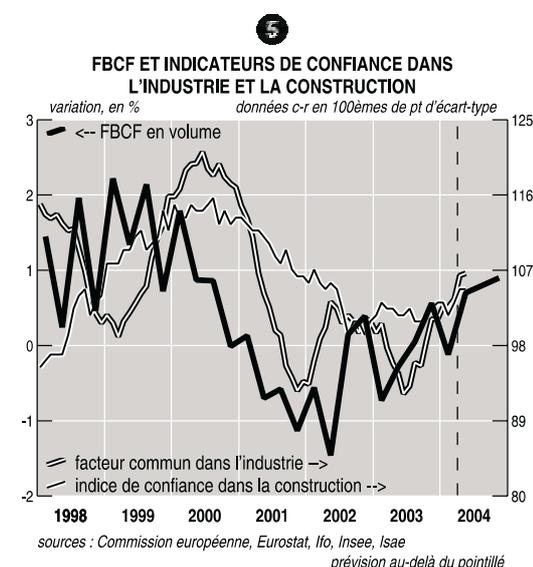
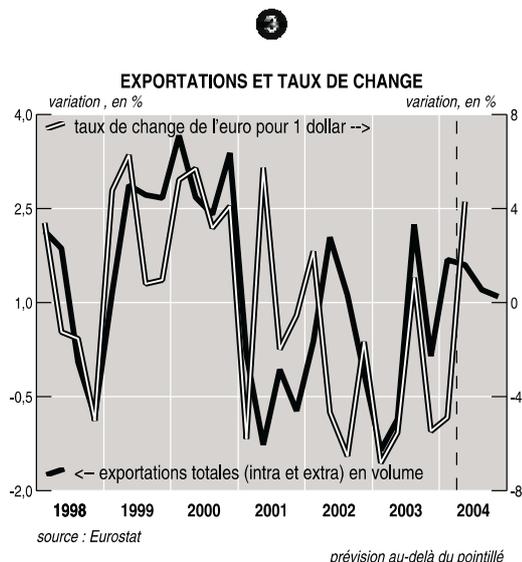
Les exportations extra-zone resteraient favorisées par le dynamisme de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (États-Unis et Royaume-Uni notamment). La stabilisation du taux de change à un niveau voisin de 1,20 dollar/euro, après avoir approché 1,29 dollar/euro en début d'année, renforcerait la compétitivité prix des produits européens (cf. graphique 3). De plus, dans la majorité des pays de la zone, les chefs d'entreprise jugent leurs carnets de commandes étrangers bien garnis et anticipent une hausse de la demande extérieure qui leur est adressée (cf. graphique 4). En avril, la hausse des exportations à destination des pays extérieurs à la zone est d'ailleurs déjà observée sur les données douanières italiennes. Les exportations intra-zone seraient également soutenues par le redémarrage des économies européennes. Ainsi, 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 (+1,1% au quatrième trimestre) en raison d'un moindre dynamisme du commerce mondial.

Malgré la légère dépréciation de l'euro en début d'année (-5,0% entre janvier et avril), les importations resteraient fortes en lien avec une demande intérieure soutenue et des exportations vigoureuses. Le niveau élevé du prix du pétrole pourrait cependant limiter cette progression des importations via un ralentissement des consommations d'énergie.

L'entrée de dix nouveaux pays dans l'Union européenne depuis le 1<sup>er</sup> mai aurait un impact limité sur les échanges de la zone. En effet, l'intégration commerciale de ces pays a déjà été largement amorcée par le biais d'accords d'association.

### Les perspectives favorables de demande étrangère et les conditions financières toujours accommodantes soutiendraient l'investissement

Le raffermissement des anticipations de demande, principalement de demande étrangère, initierait un nouveau cycle d'investissement. Avec des conditions de financement favorables dans l'ensemble de la zone en 2004, malgré la hausse récente des taux longs, les entrepreneurs investiraient de nouveau. Pourtant, l'évolution du climat des affaires dans



l'industrie, stable en mai, après s'être fortement amélioré en avril (cf. graphique 5) met en évidence la prudence des entrepreneurs sur l'évolution future de la demande intérieure. Depuis le mois de février, les enquêtes de conjoncture dans la construction font toutefois état d'une amélioration du climat des affaires qui pourrait annoncer une reprise durable de l'investissement en construction. Au total, l'investissement après avoir stagné au premier trimestre, progresserait sur un rythme compris entre 0,7 et 0,9% par trimestre.

En Italie, l'investissement serait plus dynamique que dans les autres pays de la zone euro et accélérerait jusqu'au quatrième trimestre. Il serait en effet stimulé en fin d'année par l'arrivée à échéance des nouvelles mesures fiscales Tecno Tremonti favorisant l'investissement en recherche et développement. Les entrepreneurs avanceraient leurs projets pour bénéficier des incitations fiscales.

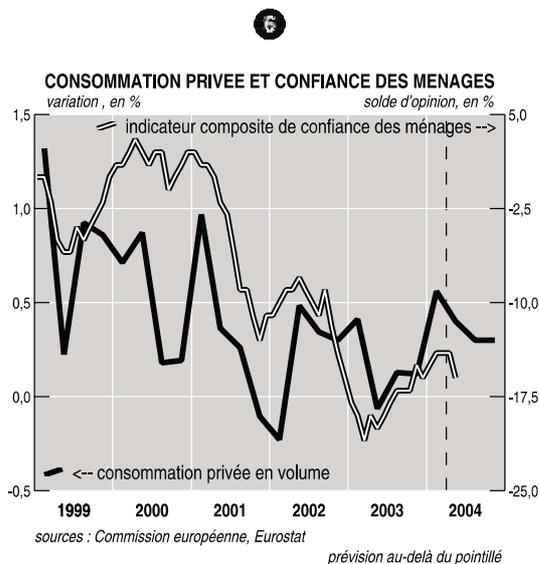
## La consommation des ménages resterait globalement modeste sur l'année, ponctuellement soutenue par des baisses d'impôt en Allemagne au deuxième trimestre

La consommation des ménages serait encore vigoureuse au deuxième trimestre (+0,4%), ponctuellement soutenue par la baisse des taux d'imposition en Allemagne en vigueur depuis janvier 2004. Cette mesure de politique fiscale se traduirait en 2004 par une augmentation du revenu des ménages allemands de plus de 15 milliards d'euros, soit 0,2 point de PIB « zone euro ». Les impôts étant prélevés à la source en Allemagne, l'impact sur les revenus interviendrait seulement au deuxième trimestre en raison des délais administratifs de mise en application. En avril les ventes de détail se sont d'ailleurs redressées (2,5% après -1,5% en mars).

### PRÉVISIONS DÉTAILLÉES POUR LA ZONE EURO

	Variations trimestrielles								(en %)	
	2003				2004				2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.		
<b>Volumes</b>										
PIB	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	1,8
Demande intérieure	0,5	0,1	0,0	0,7	0,2	0,5	0,4	0,5	1,2	1,5
Consommation des ménages	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,6	0,4	0,3	0,3	1,0	1,2
Consommation des APU	0,4	0,6	0,7	0,4	-0,2	0,4	0,4	0,3	2,0	1,1
Investissement	-0,7	-0,3	0,0	0,6	-0,1	0,7	0,8	0,9	-0,8	1,4
Solde extérieur en B&S (contribution)	-0,4	-0,1	0,4	-0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,7	0,3
Exportations de biens	-0,7	-0,8	2,5	1,3	1,9	0,9	1,2	0,4	0,6	5,3
Importations de biens	2,0	1,4	-1,5	3,0	0,6	1,2	1,1	2,1	3,1	4,4
<b>Prix</b>										
Prix de la valeur ajoutée	0,5	0,6	0,7	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	2,0	1,6
Prix de la consommation	0,7	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8	0,4	0,4	2,0	2,2
Prix de l'investissement	0,5	0,2	0,2	0,2	0,7	0,5	0,3	0,3	1,4	1,6
Prix des exportations en biens	-1,0	-1,6	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	-3,2	-1,3
Prix des importations en biens	-0,3	-4,0	0,3	0,1	-0,8	3,0	-0,1	-1,1	-3,2	0,4
Salaires	0,7	0,5	0,7	0,1	0,8	1,0	0,8	0,6	2,3	2,6
<b>Emploi et chômage</b>										
Taux de chômage (points)	8,8	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,1	9,1	8,9	9,0
Emploi	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Population active	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,7	0,3
Coûts unitaires salariaux	0,8	0,6	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	1,9	1,0
Productivité du travail	-0,1	-0,2	0,5	0,2	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	1,6
<b>Divers</b>										
Demande mondiale	1,7	0,8	1,9	2,6	2,2	2,0	1,9	1,8	5,4	8,1
Balance commerciale (points de PIB)	1,9	2,1	2,6	2,3	2,5	2,0	2,1	2,0	9,4	9,1
Taux d'intérêt à 3 mois (%)	2,68	2,36	2,14	2,15	2,06	2,06	2,31	2,31	2,33	2,19
Taux d'intérêt à 10 ans (%)	4,15	3,96	4,16	4,37	4,15	4,15	4,40	4,40	4,16	4,28
Taux d'utilisation des capacités (%)	81,3	80,8	80,7	81,2	80,6	81,0	81,5	81,7	81,0	81,2
RDB valeur	0,5	0,6	1,0	0,7	1,0	0,9	0,8	0,8	2,1	3,4
Contribution de l'EBE	-0,1	0,0	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	1,1
Contribution des salaires	0,6	0,4	0,5	0,1	0,6	0,7	0,6	0,5	1,9	2,1
Autres contributions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0

Prévisions obtenues à l'aide du modèle MZE (cf. note de conjoncture de mars 2003)



La consommation des ménages en zone euro ralentirait au second semestre, progressant de 0,3% par trimestre. De nombreux déterminants demeurent en

effet peu favorables aux dépenses des ménages. Le niveau élevé du chômage et la stagnation de l'emploi depuis plusieurs trimestres pèseraient sur l'évolution des revenus, qui progresseraient peu cette année (cf. tableau prévisions détaillées pour la zone euro). De plus, le pouvoir d'achat des ménages européens ne bénéficierait plus de la hausse de la monnaie unique face au dollar, et serait érodé par la hausse du prix des produits pétroliers. Enfin, la confiance des ménages peine à se redresser. Elle se dégrade selon l'enquête du mois de mai pour atteindre un bas niveau (cf. graphique 6). En conséquence, le taux d'épargne resterait élevé pour des motifs de précaution.

Seule l'Espagne, compte tenu du maintien du taux de chômage à un niveau historiquement faible et du ralentissement passé de l'inflation, connaîtrait un rythme toujours soutenu de progression de la consommation des ménages. ■

# Prix à la consommation au sein de la zone euro

Après s'être repliée jusqu'à 1,6% en février 2004, l'inflation dans la zone euro s'est nettement redressée au printemps, pour atteindre 2,5% en mai 2004. En effet, si l'inflation sous-jacente a été stable et l'accélération des prix des produits alimentaires modérée, la flambée du prix du baril et un effet de base défavorable ont nettement poussé à la hausse le glissement annuel des prix dans le secteur de l'énergie.

L'inflation resterait à un niveau élevé en juin 2004, se replierait à l'été puis se stabiliserait jusqu'à la fin 2004. L'inflation sous-jacente<sup>(1)</sup> diminuerait légèrement, du fait du ralentissement des prix des produits manufacturés alors que l'inflation dans le secteur des services serait stable. De plus, l'inflation dans le secteur de l'alimentation s'inscrirait en forte baisse en juin, avant de revenir progressivement à des rythmes plus habituels. En revanche, le glissement annuel des prix de l'énergie poursuivrait d'abord sa hausse avant de refluer à l'été puis de se stabiliser, ce qui expliquerait le profil de l'inflation totale.

Sous l'hypothèse d'un prix du brent se repliant très progressivement jusqu'à 32 dollars le baril au quatrième trimestre de 2004 et d'un taux de change stabilisé à 1,20 dollar pour 1 euro, l'inflation s'établirait à 2,4% en juin, avant de se replier et se stabiliser près de 2,0% à la fin de l'été. Elle atteindrait 2,0% en décembre 2004.

(1) Mesurée comme l'IPCH hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

## La flambée du prix du pétrole et un effet de base défavorable dans le secteur de l'énergie ont conduit à un rebond de l'inflation au printemps de 2004

L'inflation dans la zone euro s'est inscrite en nette baisse entre la fin de l'année 2003 et le début de l'année 2004, passant de 2,2% en novembre 2003 à 1,6% en février 2004. Cependant, elle a nettement rebondi par la suite pour s'établir à 2,5% en mai 2004. Ce mouvement provient essentiellement de la forte hausse de l'inflation dans le secteur de l'énergie. En effet, en plus d'un effet de base très défavorable sur le calcul du glissement annuel (les prix avaient baissé de 2,9% en avril 2003 et de 2,1% en mai), les prix de l'énergie ont été soutenus par la flambée du prix du pétrole, qui est passé de moins de 30\$ par baril en décembre 2003 à plus de 35\$ par baril depuis avril 2004. L'inflation dans le secteur de l'énergie a ainsi interrompu sa tendance au repli et s'est nettement redressée au printemps de 2004. Après avoir fortement ralenti de 7,6% en février 2003 à 1,6% en juin 2003 et -2,1% en février 2004, elle s'établit à 6,7% en mai 2004.

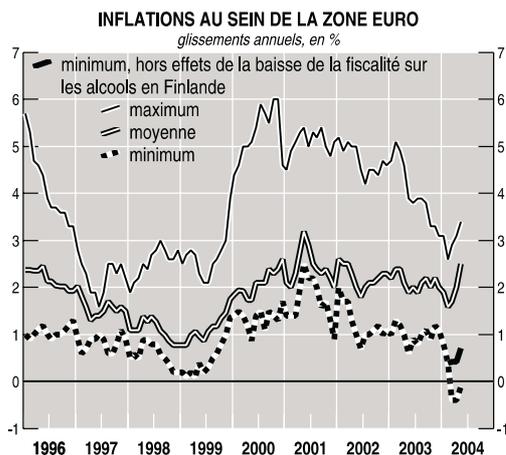
La hausse de l'inflation totale a été limitée par l'inertie de l'inflation sous-jacente. Relativement stable, cette dernière a oscillé entre 1,6% et 1,8% depuis mai 2003. Elle s'établit à 1,8% en mai 2004. La hausse des prix des services, première composante de cet indicateur, est stable depuis le début de l'année 2004. En glissement annuel, elle s'établit à 2,6% en mai 2004, quasiment inchangée par rapport à janvier 2004. En revanche, l'inflation dans le secteur des produits manufacturés, seconde compo-

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

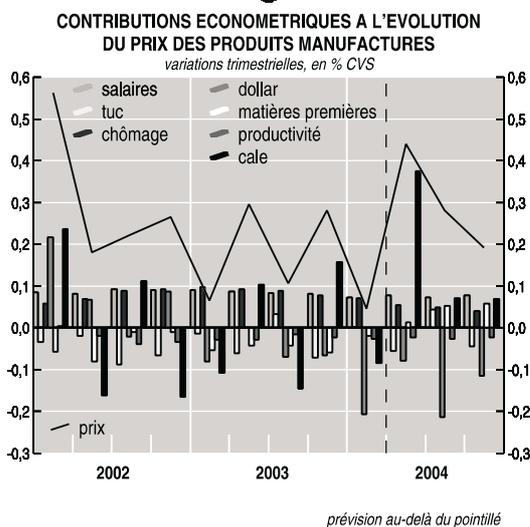
Secteurs (poids dans l'indice)	(glissement annuel de l'IPCH, en %)				
	avril 2003	décembre 2003	mai 2004	juin 2004	décembre 2004
<b>Ensemble (100,0%)</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
<b>Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,5%)</b>	<b>2,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
dont Produits Alimentaires (15,6%)	1,5	2,6	1,7	1,2	1,3
Boissons alcoolisées et tabac (3,9%)	5,6	7,7	8,4	8,5	7,5
<b>Énergie (8,1%)</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>3,7</b>
<b>Inflation sous-jacente (72,3%)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
dont Produits manufacturés (31,0%)	0,8	0,7	0,8	0,8	0,6
Services (41,3%)	2,9	2,3	2,6	2,5	2,5

■ Préviation  
Source : Eurostat

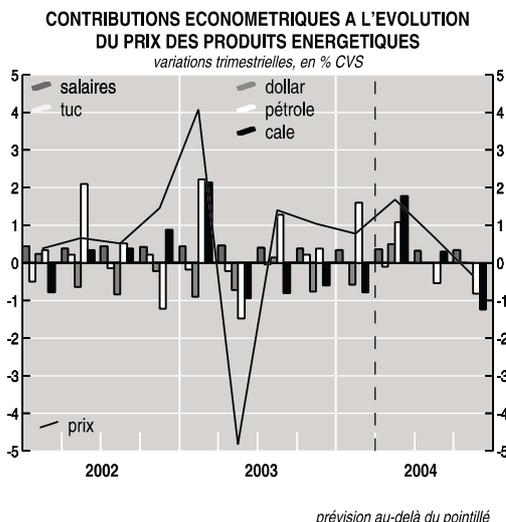
1



2



3



sante de l'inflation sous-jacente, s'est inscrite en légère hausse, passant de 0,6% en janvier à 0,8% en mai, notamment du fait de l'accélération des prix dans le secteur de l'habillement.

La hausse des prix du poste « alimentation » a également eu un effet modérateur sur l'inflation d'ensemble puisqu'elle a atteint un point bas en février 2004, notamment du fait d'une hausse des prix du tabac en Allemagne plus tardive que les années précédentes. Elle est ensuite revenue à ses niveaux de début d'année, la hausse du prix du tabac d'avril en Allemagne n'ayant été que partiellement compensée par le ralentissement des prix dans le secteur de l'alimentation. Au total, les prix de l'alimentation ont substantiellement ralenti par rapport à la fin de l'année 2003. L'inflation dans le secteur de l'alimentation s'établit ainsi à 3,1% en mai 2004, après 3,6% en décembre 2003.

### Le resserrement des écarts d'inflation au sein de la zone euro s'est interrompu début 2004.

De février 2003 à décembre 2003, les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont réduits rapidement. L'écart maximum est alors passé de 3,8 points à 2,0 points. Cette tendance s'est interrompue au début de l'année, les écarts repartant à la hausse pour s'établir à 2,3 points en janvier 2004 et 3,5 points en mai 2004. Cependant, une part importante, environ 0,8 point, de ce creusement des écarts d'inflation est imputable à un phénomène exceptionnel : la baisse de la fiscalité sur les alcools qui a été mise en œuvre en Finlande au mois de mars. Si l'on neutralise les effets de cette réforme, l'écart maximal d'inflation au sein de la zone euro s'établit à 2,7 points en mai 2004, ce qui représente toutefois une hausse significative par rapport à décembre 2003, liée au niveau relativement élevé de l'inflation en Grèce et au Luxembourg.

### L'inflation sous-jacente dans la zone euro s'inscrirait en très légère baisse jusqu'à la fin de l'année 2004.

L'inflation sous-jacente oscillerait entre 1,7% et 1,9% jusqu'à la fin de l'année 2004 avec une très légère orientation à la baisse. En effet, en ligne avec les progressions passées des salaires, l'évolution des prix des services seraient quasiment stables et celle des prix des produits manufacturés resterait modérée, avec une légère tendance au ralentissement sur la fin de l'année. Dans ces conditions, l'inflation sous-jacente s'établirait à 1,8% en juin 2004 et à 1,7% en décembre 2004.

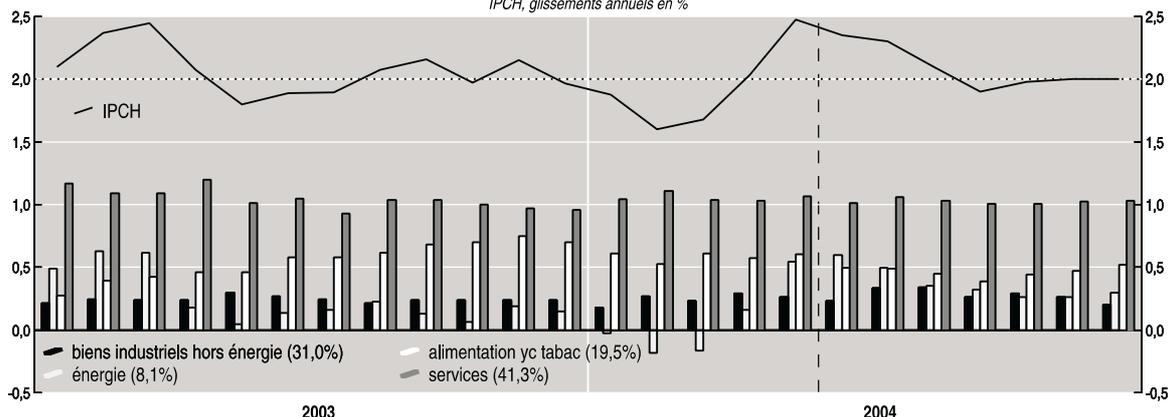
La tendance au ralentissement des prix des produits manufacturés, au troisième et surtout au quatrième trimestre (cf. graphique 2), résulterait principalement du mouvement passé d'appréciation de l'euro, via l'effet de désinflation importée, et, dans une



### DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO

contributions des grands postes

IPCH, glissements annuels en %



sources : Eurostat, prévision Insee

prévision au-delà du pointillé

moindre mesure, des premiers effets sur les prix de la phase basse du cycle précédent. Le glissement annuel des prix des produits manufacturés, qui atteint 0,8% en mai 2004, serait stable en juin 2004 puis se replierait à 0,6% en décembre, malgré l'effet haussier de l'augmentation passée des prix des matières premières. L'inflation dans le secteur des services serait stable mais toujours assez élevée, s'établissant à 2,5% en juin 2004 comme en décembre 2004.

#### Après un fort rebond au printemps de 2004, l'inflation se stabiliserait autour de 2% à la fin de l'été.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent se repliant très progressivement jusqu'à 32 dollars le baril au quatrième trimestre de 2004 et d'un taux de change proche de 1,20 dollar pour 1 euro jusqu'à la fin de l'année, l'inflation se replierait après le pic atteint au mois de mai, puis se stabiliserait autour de 2% à partir de septembre 2004. En effet, l'inflation dans le secteur de l'alimentation s'inscrirait en baisse en juin et ne se redresserait qu'au quatrième trimestre. Le glissement annuel des prix de l'énergie refluerait à l'été et ensuite se stabiliserait. L'inflation sous-jacente, quant à elle, tendrait à baisser très légèrement. Au total, l'inflation dans la zone euro atteindrait ainsi 2,4% en juin 2004 et 2,0% en décembre 2004.

Après une vive accélération au deuxième trimestre dans le sillage des prix du pétrole, les prix de l'énergie ralentiraient, le prix du pétrole refluant progressivement (cf. graphique 3). Le glissement annuel des prix de l'énergie progresserait en juin 2004, pour s'établir à 7,5%, après 6,7% en mai, puis se replierait dès le début du second semestre avant de se stabiliser, atteignant 3,7% en décembre 2004.

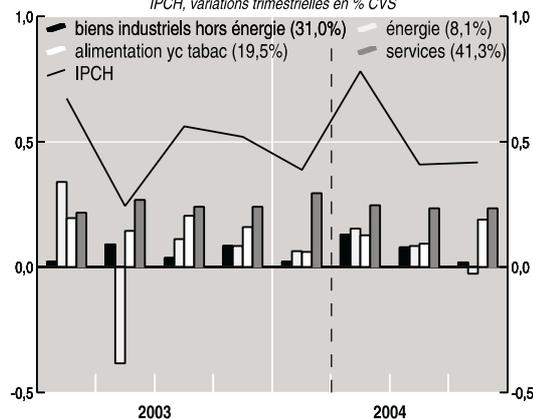
Les prix des produits alimentaires connaîtraient des évolutions relativement stables jusqu'au troisième trimestre puis accéléreraient au quatrième trimestre, pour revenir à des niveaux d'inflation plus traditionnels pour ce secteur. En effet, les prix avaient fortement accéléré au milieu de 2003 en raison de gelées tardives et d'un été particulièrement sec et ralenti fortement en fin d'année. Sous l'hypothèse que ces phénomènes exceptionnels ne se reproduisent pas en 2004, la hausse des prix dans ce secteur s'établirait en dessous de sa moyenne de longue période sur les trois premiers trimestres de 2004 et y reviendrait progressivement en fin d'année. En glissement annuel, on observerait ainsi un recul de l'inflation avant un redressement attendu en fin d'année. ■



### DECOMPOSITION DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO

contributions des grands postes

IPCH, variations trimestrielles en % CVS



sources : Eurostat, CVS Insee

prévision au-delà du pointillé

# Pétrole et matières premières

Au premier trimestre de 2004, le cours du baril de Brent s'est maintenu à un niveau élevé (31,8\$), soutenu par les incertitudes géopolitiques et une demande dynamique. Ces incertitudes se sont renforcées au deuxième trimestre de 2004 et le cours du baril s'est établi au-dessus de 35\$ depuis la fin du mois d'avril. La recrudescence des attentats contre les infrastructures pétrolières en Irak et en Arabie Saoudite ainsi que la forte croissance de la demande chinoise et les faibles stocks d'essence aux États-Unis contribuent à maintenir une pression haussière sur les prix. Le prix du baril de pétrole, bien que diminuant, conserverait un niveau élevé tout au long de l'année 2004. Il s'établirait autour de 35\$ et 32\$ respectivement aux troisième et quatrième trimestres de 2004 (cf. tableau 1).

Les cours des matières premières hors énergie ont augmenté de façon significative au premier trimestre de 2004, largement soutenus par la forte demande chinoise. Cette tendance se poursuivrait tout au long de l'année 2004.

## Au début de l'année 2004, le prix du baril est en forte augmentation

Le prix du baril de Brent, pétrole de la mer du Nord, s'est établi au-dessus de 30\$ depuis le début de l'année 2004 (cf. graphique 1). Les incertitudes géopolitiques alliées aux faibles stocks de pétrole, au dynamisme de la demande chinoise et à la baisse des quotas de production de l'Opep ont exercé une pression haussière sur le prix du baril. Depuis le début du mois de mars, l'instabilité politique croissante au Moyen-Orient et la multiplication des attentats ont accentué la hausse du prix du baril. Au mois de mai, le cours du Brent s'élève à près de 38\$, niveau jamais observé depuis octobre 1990, au moment de la guerre du Golfe. Le cours du baril de pétrole WTI<sup>(1)</sup>

s'est établi, quant à lui, autour de 40\$ au mois de mai. Cette cotation est généralement supérieure à celle du Brent de 1,5\$<sup>(2)</sup>. Or, depuis le début de l'année 2004, le cours du WTI excède de 3\$ en moyenne celui du Brent. Il est probable qu'aux États-Unis, la spéculation sur le prix du pétrole soit plus importante en raison de la faiblesse des stocks américains et des difficultés que rencontrent les raffineries pour répondre à la demande d'essence, notamment du fait des nouvelles normes environnementales qui limitent leur production.

## Les attentats contre les installations pétrolières au Moyen-Orient font craindre une insuffisance de l'approvisionnement d'autant que les capacités de production disponibles sont peu importantes

Depuis la mi-avril, les attentats contre les infrastructures pétrolières se sont multipliés en Irak et dans les pays producteurs. La crainte d'une perturbation de l'approvisionnement maintient une forte prime de risque (environ 1\$ et 6,5\$ respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2004) sur le prix du baril de Brent (cf. encadré). L'inquiétude concernant l'insuffisance de l'offre est alimentée par le faible niveau des capacités de production disponibles des pays de l'Opep (cf. tableau 2). En effet, à l'exception de l'Arabie Saoudite, les membres du cartel ont quasiment atteint leur capacité de production maximale. Ils seraient donc dans l'incapacité de compenser rapidement une baisse massive de production en cas

(1) Cotation à la bourse de New York, pour une qualité différente de celle du Brent.

(2) Le cours du WTI a été supérieur de 1,5\$ en moyenne au cours du Brent sur la période 1990-2003.

TABLEAU 1 : PRIX DU PÉTROLE ET TAUX DE CHANGE

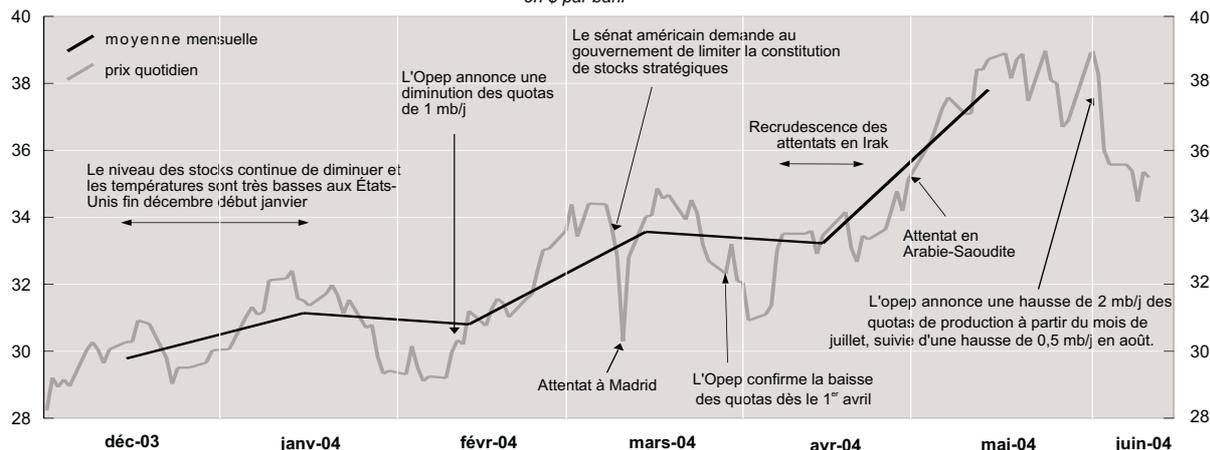
	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2003				2004				2002	2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
Baril de «BRENT DATÉ» en dollars	31,7	26,0	28,4	29,3	31,8	36,0	35,0	32,0	24,9	27,7	33,7
Taux de change euro-dollar	1,07	1,14	1,12	1,19	1,25	1,20	1,20	1,20	0,95	1,19	1,21
Baril de «BRENT DATÉ» en euros	29,6	22,8	25,4	24,6	25,4	30,0	29,2	26,7	26,2	23,3	27,8

■ Prévission

Sources : Financial Times, Banque de France

## PRIX QUOTIDIEN DU BARIL DE BRENT

en \$ par baril



source : Financial Times

d'attentat sur les équipements pétroliers. En outre, la Russie, deuxième exportateur mondial et seul pays non Opep à avoir augmenté significativement sa production de pétrole ces dernières années, aurait également atteint un plafond dans ses capacités d'exportations. Selon le président de Transneft<sup>(3)</sup>, à moyen terme la Russie devrait construire de nouveaux oléoducs pour pouvoir augmenter ses livraisons. Par ailleurs, les tensions politiques se maintiennent au Venezuela. Un référendum aura lieu le 15 août prochain afin de déterminer si le président actuel (Hugo Chavez) conserve son mandat ou non.

Toutefois, l'annonce de l'Opep, le 3 juin, d'une augmentation des quotas de production de 2 mb/j en juillet et de 0,5 mb/j supplémentaire en août (cf. tableau 3) a eu un impact sur le cours du baril, qui a diminué aussitôt.

### La demande soutenue et le faible niveau des stocks des pays importateurs accentuent les pressions haussières sur le prix du baril

La demande de pétrole a été vigoureuse au premier trimestre de l'année (cf. graphique 2), soutenue notamment par la forte croissance de la demande chinoise et par le dynamisme de l'activité aux États-Unis (cf. tableau 4). Cette tendance se confirmerait dans les trimestres à venir. D'une part, l'activité industrielle particulièrement dynamique en Chine augmente considérablement la consomma-

**TABLEAU 2 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET CAPACITÉ DE PRODUCTION DE L'OPEP**

en millions de barils par jour			
	Production du mois de mai	Capacité de production soutenable <sup>(1)</sup>	Capacité de production disponible
Algérie	1,2	1,3	0,1
Indonésie	1,0	1,1	0,1
Iran	4,0	4,0	0,0
Koweït <sup>(2)</sup>	2,3	2,3	0,0
Libye	1,5	1,6	0,1
Nigéria	2,3	2,6	0,3
Qatar	0,8	0,9	0,1
Arabie Saoudite <sup>(2,3)</sup>	8,7	9,5	0,8
Emirats Arabes Unis	2,3	2,5	0,2
Venezuela	2,2	2,4	0,2
<b>Total Opep hors Irak</b>	<b>26,1</b>	<b>27,9</b>	<b>1,8</b>
Irak	2,1	2,8	0,7
<b>TOTAL</b>	<b>28,2</b>	<b>30,7</b>	<b>2,5</b>

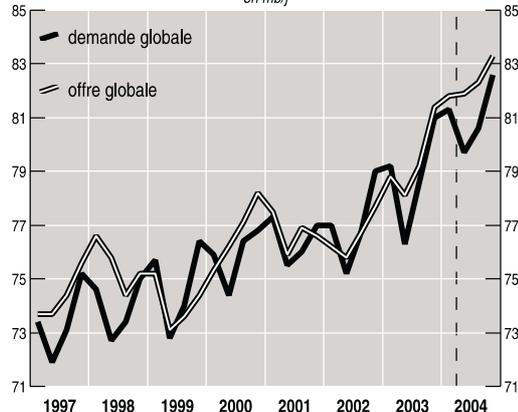
(1) : niveau de production atteignable en 30 jours et soutenable pendant 90 jours

(2) : inclut la moitié de la production de la zone neutre entre le Koweït et l'Arabie Saoudite

(3) : l'Arabie Saoudite peut atteindre 10,5 mb/j en 90 jours

Source : Agence Internationale de l'Énergie

### DEMANDE ET OFFRE GLOBALE



sources : Agence internationale de l'énergie, Insee

prévision au-delà du pointillé

(3) Monopole russe des oléoducs.

**TABLEAU 3 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE**

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles				Données mensuelles		
	2004				Mars 2004	Avril 2004	Mai 2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.			
<b>Opep excluant l'Irak</b>							
Quotas de production	24,5	23,5	25,8	26,0	24,5	23,5	23,5
Production totale	25,9	25,9 <sup>(1)</sup>	26,1 <sup>(1)</sup>	26,1 <sup>(1)</sup>	25,8	25,5	26,1
dont : Venezuela	2,2	-	-	-	2,2	2,2	2,2
Arabie Saoudite	8,2	-	-	-	8,2	8,0	8,4
Iran	3,9	-	-	-	4,0	4,0	4,0
Émirats Arabes Unis	2,3	-	-	-	2,3	2,1	2,3
Nigeria	2,3	-	-	-	2,3	2,3	2,3
<b>Irak</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2<sup>(1)</sup></b>	<b>2,2<sup>(1)</sup></b>	<b>2,2<sup>(1)</sup></b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
<b>Total OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs)</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Total (y compris NGLs) Non Opep</b>	<b>49,9</b>	<b>49,8<sup>(2)</sup></b>	<b>49,9<sup>(2)</sup></b>	<b>50,8<sup>(2)</sup></b>	<b>49,8</b>	<b>49,7</b>	<b>49,7</b>
dont : Amérique du Nord	14,8	14,6	14,7	14,9	14,8	14,7	14,6
Russie	8,9	9,1	9,2	9,3	9,0	9,1	9,1
Europe	6,4	6,2	6,0	6,2	6,4	6,2	6,2
Asie	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2
Amérique latine	3,9	3,9	4,0	4,1	3,9	3,9	4,0
Afrique	3,3	3,4	3,5	3,6	3,3	3,3	3,4
<b>TOTAL</b>	<b>81,8</b>	<b>82,0</b>	<b>82,3</b>	<b>83,3</b>	<b>82,0</b>	<b>81,6</b>	<b>82,0</b>

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

Source : Agence Internationale de l'Énergie

tion énergétique et les mesures prises par le gouvernement chinois pour freiner la croissance économique n'auraient pas d'impact à court terme sur la demande de pétrole : l'écart grandissant entre la demande d'électricité, en forte croissance, et l'offre, limitée par les capacités de production actuelles, stimule la demande de produits de substitution (produits raffinés) qui représentent l'essentiel de la hausse de la demande chinoise en 2003 ; par ailleurs, la croissance de la demande de fuel reflète les changements structurels des comportements en matière de consommation (véhicules particuliers). D'autre part, les États-Unis entrent dans la « driving season<sup>(4)</sup> » alors que le niveau des stocks d'essence, bien qu'en forte hausse, reste inférieur à la moyenne

des 5 dernières années pour la saison (cf. graphique 3) et que les raffineries ont des difficultés à produire suffisamment d'essence.

Dans ce contexte, le prix du pétrole se maintiendrait à des niveaux très élevés jusqu'à la fin de l'année. Le cours du Brent atteindrait ainsi 36\$ en moyenne au deuxième trimestre, puis 35\$ et 32\$ respectivement au troisième et quatrième trimestres de 2004.

**TABLEAU 4 : DEMANDE GLOBALE DE PÉTROLE, Y COMPRIS GAZ NATUREL LIQUIDE**

millions de barils par jour

	Données trimestrielles				Données annuelles		Variations annuelles, en %	
	2004				2003	2004	2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.				
<b>Etats-Unis</b>	20,4	20,4	21,0	20,6	20,1	20,6	1,7	2,5
<b>Europe</b>	15,5	15,2	15,5	15,8	15,2	15,5	0,6	2,0
<b>Chine</b>	6,2	6,4	6,2	6,3	5,5	6,3	11,1	14,5
<b>Monde</b>	81,3	79,6	80,6	82,6	78,8	81,1	2,3	2,9

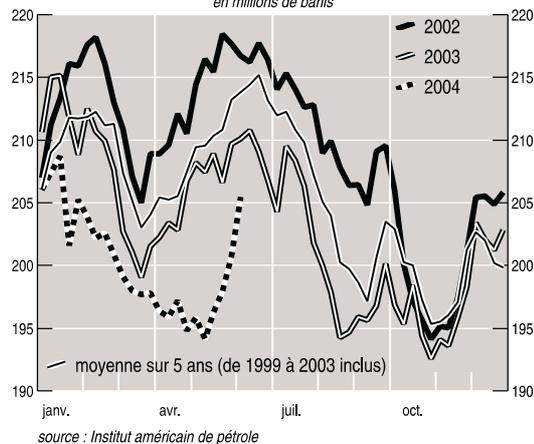
■ Prévisions

Source : Agence Internationale de l'Énergie

3

**STOCKS D'ESSENCE AMERICAINS**

en millions de barils



source : Institut américain de pétrole

(4) Littéralement la saison des déplacements automobiles, qui correspond à une forte demande de carburant.

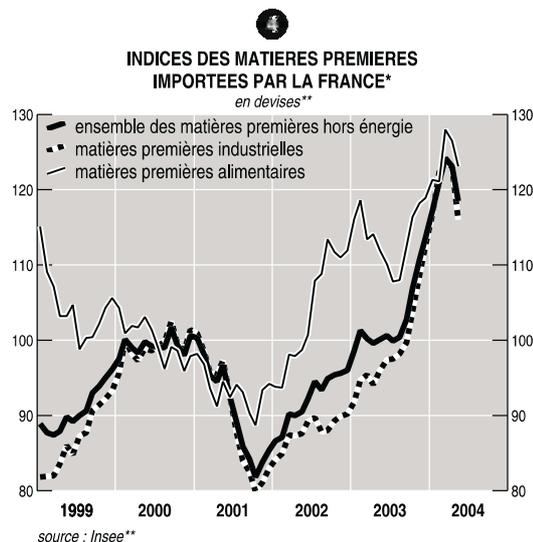
## Le dynamisme de la demande chinoise continue également de soutenir la hausse des cours des autres matières premières

Les prix des matières premières ont poursuivi leur hausse au quatrième trimestre de 2003 et au premier trimestre de 2004. Pour la France, la hausse des prix des matières premières importées a été respectivement de 9,2% et 9,4% (cf. graphique 4). Cette augmentation a été largement marquée par celle des cours des métaux non-ferreux (aluminium, cuivre, nickel,...) : +14,5% au dernier trimestre de 2003 et +19,3% au premier trimestre de 2004.

Le dynamisme toujours soutenu de l'activité industrielle chinoise contribue à la forte accélération de la demande de matières premières. En 2003, la Chine est ainsi devenue, selon l'Association des Instituts Européens de Conjoncture Économique<sup>(5)</sup>, importateur net de matières premières, notamment pour les matières premières industrielles : elle est désormais le plus grand consommateur de nickel (25% de la production mondiale), d'acier (25%) et d'aluminium (19%).

Au cours des trimestres à venir, les prix des matières premières hors énergie continueraient de croître, toujours dynamisés par la croissance de l'activité chinoise. Toutefois, la croissance des prix serait faible au deuxième trimestre, altérée par la baisse des prix des métaux non-ferreux. L'annonce, fin avril, de la mise en place par le gouvernement chinois des mesures pour limiter la croissance nationale a immédiatement pesé à la baisse sur les marchés des matières premières industrielles. Cet effet ne serait que ponctuel. Les prix des matières premières industrielles retrouveraient un rythme de croissance plus élevé au second semestre, comme c'est déjà le cas depuis début juin, d'autant que la reprise de l'activité industrielle américaine et japonaise stimulerait également la demande.

Les prix des matières agro-industrielles continueraient aussi d'augmenter. La demande chinoise de caoutchouc serait stimulée par l'activité automobile nationale et le dynamisme du secteur de la construction américain soutiendrait le marché du bois. Seuls



\* Indice calculé par l'Insee et publié dans l'Information Rapide mensuelle sur « le prix du pétrole et des matières premières importées ».

\*\*Chaque matière est cotée dans sa monnaie d'origine.

les prix des fibres textiles (coton et laine) diminueraient dans les trimestres à venir car le haut niveau des prix observés ces dernières années pousserait les acheteurs à se tourner vers des produits de substitutions (fibres synthétiques par exemple).

À l'image des cours des denrées tropicales, la croissance des prix des matières alimentaires conserverait un rythme soutenu tout au long de l'année. Le prix du cacao se stabiliserait à un niveau élevé. L'instabilité politique en Côte d'Ivoire maintient une pression haussière sur le prix alors que le marché pourrait être en légère surproduction dans les trimestres à venir. En effet, l'offre globale de cacao augmenterait<sup>(6)</sup> et la demande serait affectée par les nouvelles normes européennes concernant la fabrication du chocolat. Les prix des céréales et des huiles végétales diminueraient, quant à eux, progressivement à partir du second semestre de 2004 du fait de la hausse de la production. ■

(5) Rapport de l'AIECE, mai 2004, auquel l'Insee participe.

(6) Bulletin trimestriel de statistiques sur le cacao.

## ENCADRÉ : COMMENT QUANTIFIER LA PRIME DE RISQUE SUR LE PRIX DU PÉTROLE ?

Les variations du prix du pétrole peuvent résulter d'effets d'offre ou de demande. Les répercussions sur l'activité économique globale sont différentes. Une hausse du prix du pétrole due à une augmentation de la demande est généralement liée à une activité économique plus dynamique. Par contre, une hausse du prix du pétrole due à la baisse de la production aura généralement un impact négatif sur la croissance économique.

L'augmentation actuelle du prix du pétrole résulte à la fois d'une augmentation de la demande (notamment chinoise et américaine) et d'un effet spéculatif sur l'offre à venir. Quantifier la prime de risque permettrait de mieux évaluer l'effet de la hausse du prix du pétrole sur l'activité.

Selon nos estimations, la prime de risque sur le prix du pétrole a fortement augmenté en 2004 : elle s'établit à environ 1\$ et 6,5\$ par baril respectivement aux premier et deuxième trimestres de l'année.

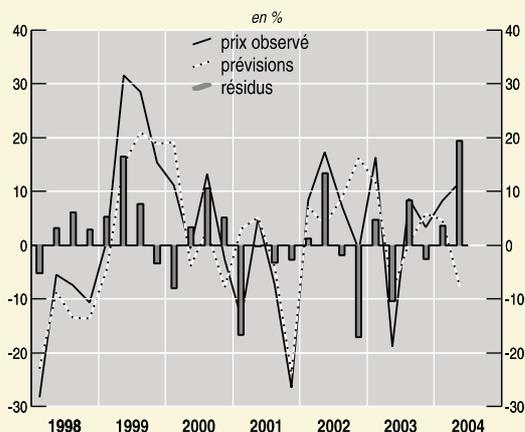
La prime de risque est l'écart entre le prix du marché et le prix fondamental, c'est à dire le prix d'équilibre théorique entre l'offre et la demande.

$$P_m = P_f + PR$$

Où  $P_m$  est le prix du marché,  $P_f$  est le prix fondamental et  $PR$  est la prime de risque.

Notre équation de prévision du prix du pétrole (voir ci-contre) explique la croissance du prix fondamental du pétrole à partir de variables quantitatives représentant l'état de l'offre et de la demande. Le résidu de cette équation est en partie à relier aux variations de la prime de risque, et également à des imprécisions du modèle sur le prix fondamental.

La hausse du résidu début 2004 (cf. graphique A) peut s'interpréter ainsi comme l'augmentation de la prime de risque suite aux craintes d'attentats sur les infrastructures pétrolières. En supposant l'égalité entre le prix du



marché et le prix fondamental au quatrième trimestre de 2003, la prime de risque est estimée à environ 1\$ au premier trimestre et à environ 6,5\$ au deuxième trimestre de 2004<sup>(1)</sup>.

Équation de prévision du taux de croissance du prix du pétrole :

$$\begin{aligned} \text{Dln Pét}_t = & 0.002 - 0.27 * \text{DlnPét}_{t-3} + 0.04 * \text{ecart}_t \\ & (0.09) \quad (-2.6) \quad (2.5) \\ & - 5.26 * \text{stock3}_{t-1} - 3.31 * \text{stock2}_{t-1} \\ & (-3.5) \quad (-2.8) \\ & - 4.72 * \text{stock2}_{t-2} - 5.16 * \text{stock2}_{t-3} \\ & (-4.3) \quad (-3.9) \\ & + 0.63 * \text{X3chine}_{t-1} + 0.85 * \text{X2chine}_{t-1} \\ & (3.4) \quad (4.5) \\ & + 0.51 * \text{X1chine}_{t-1} - 0.60 * \text{X2chine}_{t-3} + \text{res}_t \\ & (2.7) \quad (-4.6) \end{aligned}$$

Période d'estimation : 1992:T1 - 2004:T1, T de Student entre parenthèse.

$R^2 = 0,71$

DW = 2,0

Où :

Dln Pét : taux de croissance du prix du baril de Brent.

Ecart : excès de demande (écart entre demande globale et offre globale de pétrole), en mb/j.

Stock3 : taux de croissance des stocks totaux des pays de l'OCDE (stocks commerciaux + stratégiques), 3<sup>ème</sup> mois du trimestre.

Stock2 : taux de croissance des stocks totaux des pays de l'OCDE (stocks commerciaux + stratégiques), 2<sup>ème</sup> mois du trimestre.

X3chine : taux de croissance des exportations chinoises, 3<sup>ème</sup> mois du trimestre.

X2chine : taux de croissance des exportations chinoises, 2<sup>ème</sup> mois du trimestre.

X1chine : taux de croissance des exportations chinoises, 1<sup>er</sup> mois du trimestre. ■

(1) Au premier trimestre, le résidu de l'équation vaut 4%. On a donc  $\Delta(PR/P_f) = 4\%$  soit  $PR = 4\% * P_f = 4\% * 28\$ \approx 1\$$  en supposant que le prix fondamental soit de 28\$ au premier trimestre de 2004.

De même pour le deuxième trimestre, le résidu de l'équation vaut 20% et  $PR = (4\% + 20\%) * 28\$ \approx 6,5\$$ .

# Échanges extérieurs

Après un rebond au second semestre de 2003, les exportations se sont stabilisées au début de l'année 2004. À partir de l'été, dans un contexte de change devenu plus neutre, elles bénéficieraient pleinement de la vigueur de la demande américaine. En outre, la reprise graduelle de la croissance de la zone euro relancerait les commandes adressées à la France.

En France, la bonne tenue de l'investissement des entreprises et un comportement de stockage moins restrictif soutiendraient la croissance des importations tout au long de l'année 2004. En revanche, les achats à l'étranger destinés à satisfaire la demande des ménages auraient un impact relativement neutre sur la dynamique d'ensemble des importations, alors qu'ils en constituaient le socle depuis la mi-2003.

## Dans un environnement international porteur et un contexte de change plus favorable, la croissance des exportations serait soutenue à partir du printemps 2004

Au début de l'année 2004, le redressement des exportations de biens et de services, qui semblait s'être amorcé au second semestre de 2003, s'est interrompu : elles n'ont augmenté que de 0,3% après 1,5% au quatrième trimestre de 2003 et 0,9% au troisième. 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 euro-

péenne. En outre, les livraisons de matériel aéronautique et naval à destination de ces mêmes pays se sont fortement contractées.

Analysé selon la nature des produits exportés, le ralentissement des exportations de produits manufacturés au premier trimestre de 2004 (+0,3%, après +3,2% et +1,8%) est principalement imputable aux livraisons de matériel aéronautique et naval, et à celles d'automobiles. En revanche, les exportations de biens de consommation sont demeurées robustes (+2,1% au premier trimestre), notamment les ventes de produits pharmaceutiques et de cosmétiques. Les exportations de biens intermédiaires ont également progressé, de 1,6%, en liaison avec l'amélioration de la conjoncture industrielle en Europe.

Le recul des exportations de biens d'équipement aéronautiques et navals (-6,1% ce trimestre après +18,8% au quatrième trimestre de 2003) apparaît clairement comme le contrecoup de la forte hausse ponctuelle de la fin de l'année dernière, due à la livraison du Queen Mary 2 au Royaume-Uni et à des ventes d'Airbus très importantes. Ainsi, au quatrième trimestre de 2003, ce poste expliquait 1,4 point de la hausse des exportations de produits manufacturés (+3,2%) alors qu'il les tire vers le bas ce trimestre, avec une contribution négative de -0,5 point. Toutefois, la baisse du premier trimestre ne gommant pas la hausse de la fin de l'année passée, le niveau de ce flux reste élevé en tendance.

Sur les marchés extérieurs de l'automobile, la demande semble s'être réellement affaiblie : les exportations reculent au premier trimestre de 2004 (-2,1%) après avoir mollement augmenté au quatrième trimestre de 2003 (+0,8%). Les marchés traditionnellement les plus porteurs sont effectivement moins dynamiques (Allemagne, Italie et Espagne),

## PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 1995

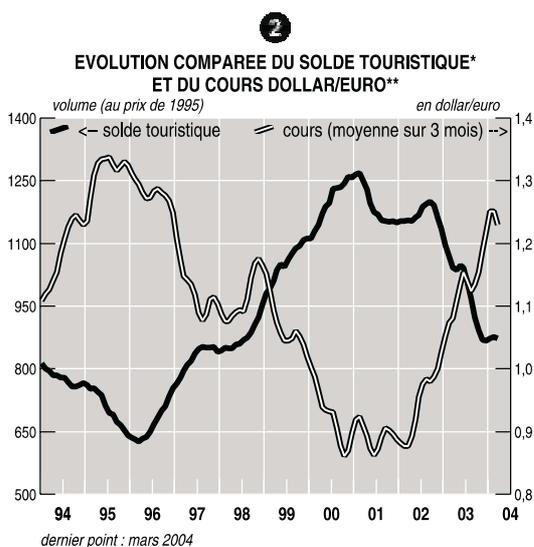
	2003				2004				2003	2004
	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	1 <sup>er</sup> T.	2 <sup>e</sup> T.	3 <sup>e</sup> T.	4 <sup>e</sup> T.	(en %)	
<b>Importations</b>										
Ensemble des biens et services	-0,6	-0,1	0,2	2,5	0,7	1,7	1,4	1,4	0,3	5,1
Produits manufacturés	-0,5	0,2	-0,1	3,9	1,0	2,2	1,8	1,7	0,2	7,0
<b>Exportations</b>										
Ensemble des biens et services	-2,2	-1,4	0,9	1,5	0,3	1,3	1,6	1,2	-2,7	3,6
Produits manufacturés	-2,5	-1,4	1,8	3,2	0,3	1,5	2,0	1,5	-2,4	5,9

■ Préviation

mais la demande reste soutenue sur les marchés émergents (Iran, Pologne, Turquie). Néanmoins, avec une contribution de -0,3 point, les ventes d'automobiles freinent la progression des exportations de produits manufacturés ce trimestre, alors qu'elles la poussaient légèrement à la hausse à la fin de l'année 2003, avec une contribution de +0,1 point.

Sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change de la monnaie européenne autour de 1,20 dollar pour un euro, les exportations de produits manufacturés accéléreraient graduellement (cf. graphique 1). La demande étrangère demeurerait en effet bien orientée, tant en provenance des États-Unis<sup>(1)</sup> que des principaux pays de la zone euro<sup>(2)</sup>. Au second trimestre de 2004, les exportations seraient encore freinées par les effets de l'appréciation passée de l'euro. Le regain de compétitivité-prix des produits français qui résulterait de la stabilisation de l'euro autour de 1,20 dollar contribuerait à stimuler les exportations de produits manufacturés au troisième trimestre. En glissement annuel, les exportations de produits manufacturés augmenteraient de 5,4% au cours de l'année 2004, après +1,0% en 2003. En moyenne annuelle, ces mouvements se traduiraient par une hausse de presque 6,0% en 2004, après une baisse de 2,4% en 2003.

La désaffection des touristes étrangers à l'égard de la France, particulièrement marquée en 2003 en raison d'une conjonction de facteurs exceptionnels, semblait devoir s'atténuer à partir de l'automne ; mais les effets de l'appréciation de l'euro, dissuasifs pour les touristes de la zone dollar, continuaient néanmoins à se faire sentir. De fait, la stabilité du nombre de « nuitées » en glissement annuel au premier trimestre 2004 ne permet pas de conclure à une franche amélioration de la fréquentation touristique au cours du passé récent. Toutefois, la pression du change se relâcherait à partir du second trimestre, ce qui devrait favoriser la reprise du tourisme en France

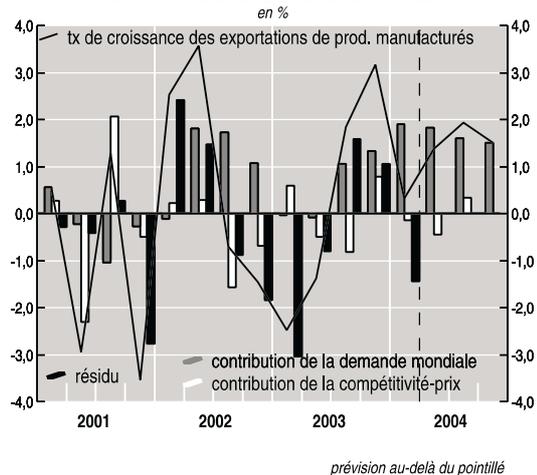


\* : Le solde touristique est la différence entre les dépenses des non-résidents sur le territoire français et les dépenses des résidents hors du territoire français - volume au prix de 1995 (CVS-CJO).

\*\* : Avant 1995, le cours \$/€ est rétroposé à partir du cours \$/FF.

**1**

**EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS ET CONTRIBUTIONS ECONOMIQUES**



et l'amélioration du solde touristique en volume (cf. graphique 2). Les indicateurs de conjoncture ne laisse toutefois entrevoir en avril qu'une progression très modérée de la fréquentation hôtelière<sup>(3)</sup> des non-résidents, par rapport à la même période de l'année précédente.

Le profil de l'ensemble des exportations de biens et de services serait en phase avec les tendances des exportations de produits manufacturés : il révélerait une accélération jusqu'au troisième trimestre puis une légère décélération (cf. tableau 1).

**La demande des entreprises soutiendrait la croissance des importations de produits manufacturés en 2004**

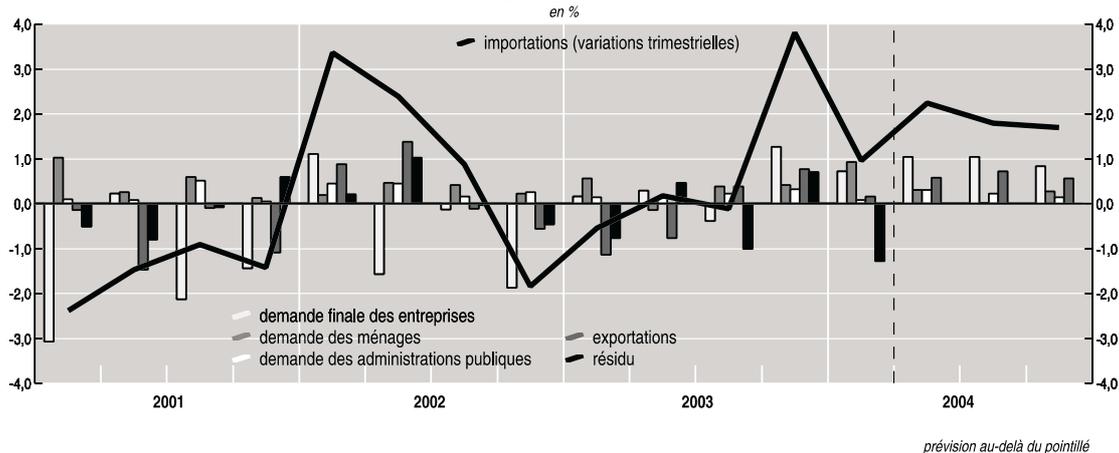
Le dynamisme des importations de produits manufacturés au quatrième trimestre de 2003 (+3,9%) ne s'est pas confirmé au premier trimestre 2004 : elles n'ont progressé que de 1,0%. Ce sont principalement les achats à l'étranger de produits de la branche automobile et de la branche aéronautique qui sont à l'origine de ce ralentissement. Les premiers se sont contractés de 4,0% au premier trimestre après avoir crû de 3,5% au quatrième trimestre de 2003. Le repli des importations de produits de la branche des transports (-17,8%) est à rapprocher de la baisse des livraisons d'Airbus ce trimestre. Celle-ci va de pair avec un ralentissement de la production au premier trimestre, qui se répercute sur les importations de pièces détachées, souvent usinées dans des pays partenaires. Le repli des importations de biens d'équipement dans leur ensemble (-0,4%) n'est dû qu'aux achats de produits de la branche transport. Les importations de biens d'équipement électriques et électroniques sont restées au contraire dynamiques,

(1) Cf. fiche « Environnement international de la zone euro ».

(2) Cf. fiche « Conjoncture dans la zone euro ».

(3) D'après les résultats provisoires de l'enquête de fréquentation hôtelière, INSEE/Direction du Tourisme.

CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES DES POSTES DE LA DEMANDE  
A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURES



prévision au-delà du pointillé

Note :

L'équation économétrique a été présentée dans un dossier de la note de conjoncture de juin 2002.

en réponse à un rebond de la demande des entreprises, qui ont relancé leurs projets d'investissement. Soutenue par les achats de biens d'équipement du foyer (meubles et électronique grand public), la progression des importations de biens de consommation a été vive également (+4,4%).

Au premier trimestre de 2004, l'appréciation du change a amorti les effets de l'envolée des cours des matières premières et la hausse des cours du pétrole sur le coût des importations. La facture énergétique de la France, en particulier, n'a pas augmenté : 5,7Md€<sup>(4)</sup> après 5,8Md€ au quatrième trimestre de 2003. Mais depuis mars, du fait de la dépréciation de l'euro, l'effet de change n'est plus aussi favorable : en avril, le prix en euros du pétrole augmente de 1,2% et celui de l'ensemble des matières premières, hors énergie, de 1,5%. Ces hausses de prix devraient inciter les industriels du secteur pétrolier à limiter leurs achats à l'étranger, dans la mesure où le niveau de leurs stocks le leur permettra.

Dès le printemps, les importations de produits manufacturés renoueraient avec des rythmes de croissance trimestriels proches de 2,0% (cf. graphique 3). L'accélération des exportations contribuerait à relancer la production domestique et, par contrecoup, les importations de produits intermédiaires. La bonne tenue de l'investissement et une gestion moins serrée des stocks stimuleraient également les commandes à l'étranger des industriels français. En revanche, les importations de biens de consommation, affectées par le ralentissement de la demande des ménages<sup>(5)</sup>, perdraient le rôle moteur qu'elles avaient depuis le printemps 2003 dans la dynamique des importations. En moyenne annuelle, les importations de produits manufacturés croîtraient de près de 7,0% en 2004 après 0,2% en 2003. ■

(4) Source : Douanes.

(5) Cf. fiche « Consommation et investissement des ménages ».

## ENCADRÉ : QUE PEUT-ON ANTICIPER AU VU DE L'ORIENTATION DES PRINCIPAUX DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS AU COURS DES DERNIÈRES ANNÉES ?

L'analyse du profil des exportations de produits manufacturés au cours des quatre dernières années met en évidence le rôle moteur d'un nombre relativement limité de postes. Les évolutions, à la hausse, comme à la baisse, sont en effet en grande partie expliquées par la somme des contributions des exportations de biens d'équipement électriques et électroniques, de matériel de transport et de biens intermédiaires, alors que ces postes ne représentent que 55% des exportations de produits manufacturés (cf. graphique A). Compte tenu de leur rôle directeur au cours du passé récent, une bonne anticipation de l'évolution de ces postes constituerait un élément clé du diagnostic conjoncturel.

La contribution, presque toujours négative, entre le début de l'année 2001 et la mi-2003 (sauf au premier semestre 2002), des exportations de biens d'équipements électriques et électroniques était une conséquence de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC), survenue en 2001. Or, le marché des NTIC semble depuis quelques mois se réanimer : d'après l'Observatoire Européen des Technologies de l'Information (EITO), la demande mondiale de produits NTIC croîtrait de 4,3% en 2004, et la demande européenne de 3,4%. Les entreprises, dont la situation financière s'est améliorée, ont en effet relancé des projets d'investissement (cf. fiche « Investissement »). En outre, la durée de vie de ces équipements ne dépassant guère cinq ans, il devient nécessaire de renouveler le matériel acheté massivement à la fin des années quatre-vingt-dix. En 2004, les exportations d'équipements électriques et électroniques devraient donc de

nouveau contribuer à la croissance des exportations de produits manufacturés, sans lui apporter cependant une contribution aussi forte qu'en 2000. Il en est de même des exportations de biens intermédiaires. Fortement dépendantes de l'activité industrielle de la zone euro, elles devraient bénéficier de la reprise, alors que, symétriquement, le ralentissement conjoncturel des trois dernières années les avait freinées.

Les exportations de matériel de transport soutiendraient également la croissance des exportations de produits manufacturés en 2004. Les livraisons de l'industrie aéronautique française notamment devraient dépasser leur niveau de 2003 d'après les dernières estimations du groupe Airbus (« La Tribune » 08/06/2004). Les avions français, du fait de leur présence sur le marché mondial, n'ont pas été épargnés par la crise déclenchée par les évènements du 11 septembre. Toutefois, les ventes d'Airbus n'ont chuté que de 8% en trois ans, passant de 325 en 2001 à 305 en 2003, alors que, dans le même temps, les livraisons d'avions ont baissé de plus de 30% au niveau mondial. Airbus a donc renforcé sa position. L'accroissement de sa part de marché, passée de 38,1% en 2001 à 52% en 2003, devrait lui permettre de profiter de la reprise du trafic aérien liée à celle du tourisme et de l'activité. Mais cette reprise n'est vraiment sensible que depuis quelques mois et son impact sur les livraisons d'appareils, modéré en 2004 compte tenu des délais de production, se renforcerait au cours des années suivantes. Airbus étudie en effet l'hypothèse d'une augmentation de la cadence de production pouvant atteindre les 20% en 2005 et 2006. ■

CONTRIBUTION PAR POSTE A LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS  
en %

