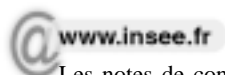


NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2004

© Insee 2004



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

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

■ Directeur de la publication

Jean-Michel Charpin

■ Rédacteurs en chefs

Michel Devilliers
Xavier Bonnet
Olivier Biau
Julie Labarthe

■ Contributeurs

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

■ Secrétariat de Rédaction

Pascal Rivière

■ Secrétariat

François-Xavier Habay

■ Mise en page

Dominique Michot
Marina Robin
Rédaction achevée le 17 juin 2004

SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

LA CROISSANCE CONFIRMÉE

- Vue d'ensemble 9

DOSSIERS

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

FICHES THÉMATIQUES

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

COMPTE ASSOCIÉ

Encadrés

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

La croissance confirmée

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

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

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

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

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

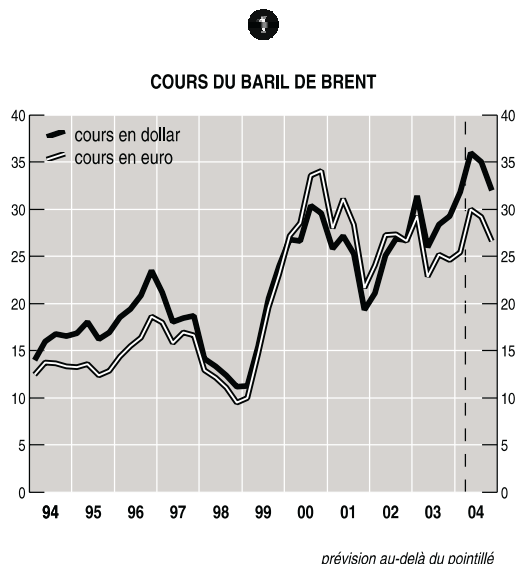
À court terme, l'aléa le plus susceptible d'affecter la croissance en zone euro réside dans les cours du pétrole, devenus très sensibles à la situation au Moyen-Orient. Leurs variations, en se répercutant rapidement sur la demande intérieure, peuvent retarder -ou accélérer- le retour esquissé vers une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

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

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

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

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



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

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

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

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

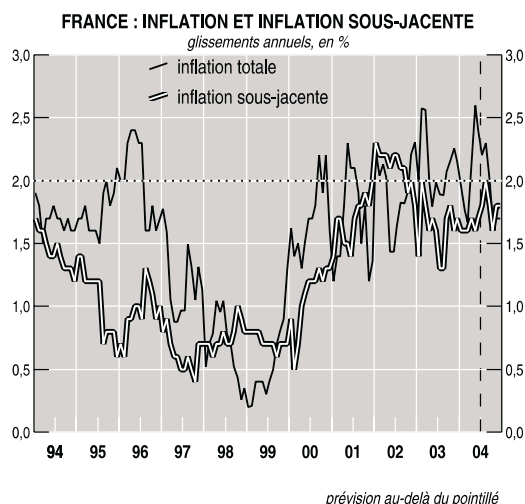
FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

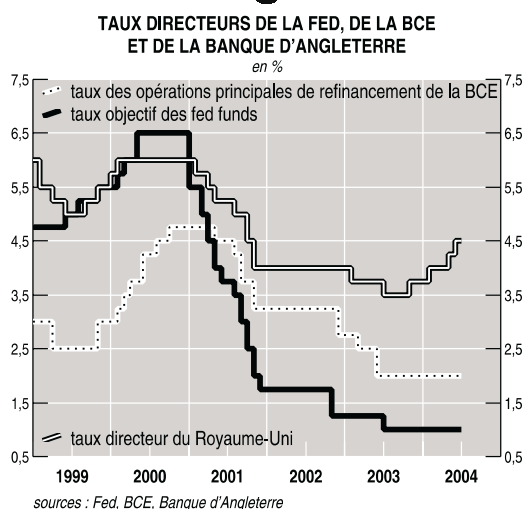
		2002				2003				2004				2002	2003	2004
		1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
PIB	(100%)	0,8	0,6	0,1	-0,1	0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	0,5	0,6	0,5	1,1	0,5	2,3
Importations	(27%)	3,0	1,8	0,9	-1,0	-0,6	-0,1	0,2	2,5	0,7	1,7	1,4	1,4	3,3	0,3	5,1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

Prévision

2



3

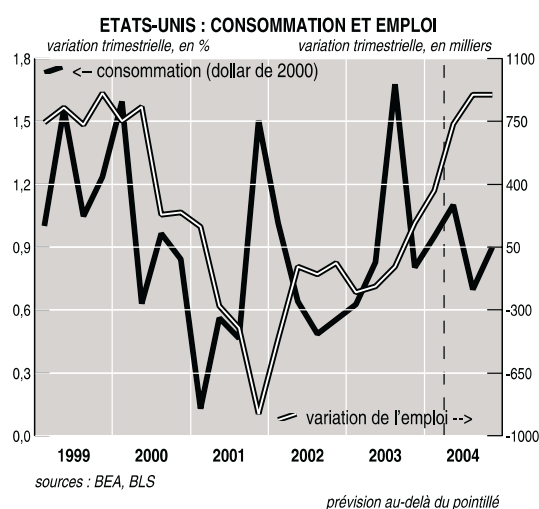


qu'en Europe. En effet, les pressions inflationnistes restent modérées aux États-Unis grâce au maintien d'un niveau élevé de la concurrence sur le marché des biens, et au sein de la zone euro, en raison de la persistance du chômage. La Réserve fédérale américaine (Fed) envisage clairement depuis mai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

...ni de nature à casser la croissance mondiale

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

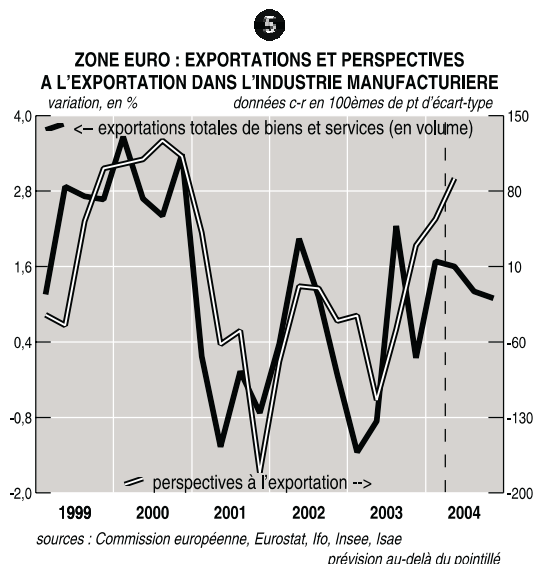
4



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

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

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

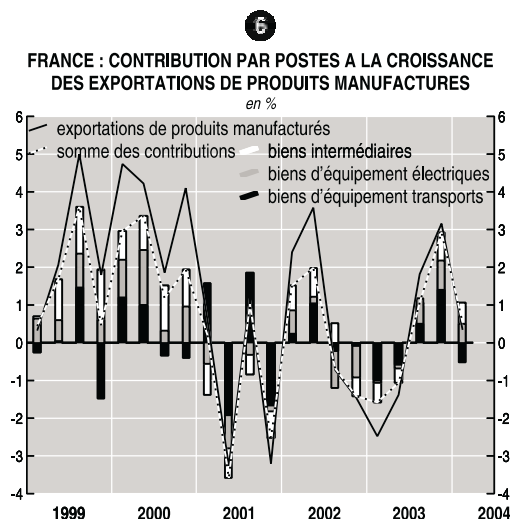


ce ciment hypothécaire, affecterait la consommation des ménages et leur investissement en logement. Le dynamisme de la consommation et des importations américaines soutiendrait les exportations britanniques au second semestre. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un arrêt de l'appréciation de la livre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

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

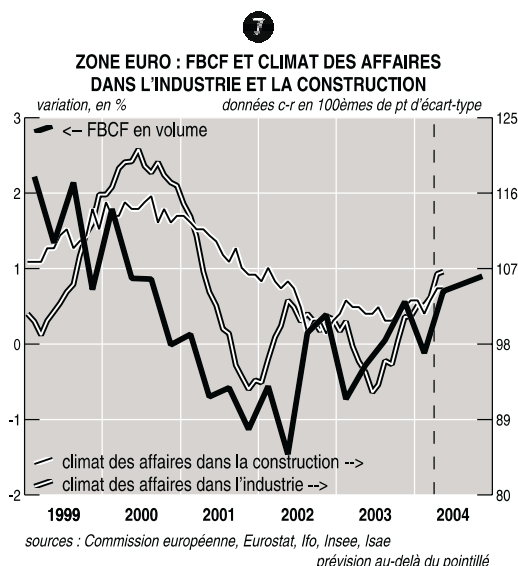
Dans ce contexte mondial porteur, les exportations de la zone euro et de la France resteraient bien orientées...

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



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

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



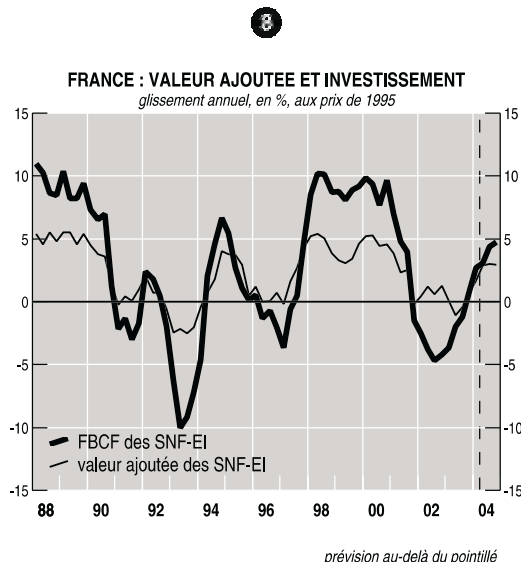
...et la demande intérieure, notamment celle des entreprises, se raffermirait, toujours soutenue par des conditions financières favorables

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

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

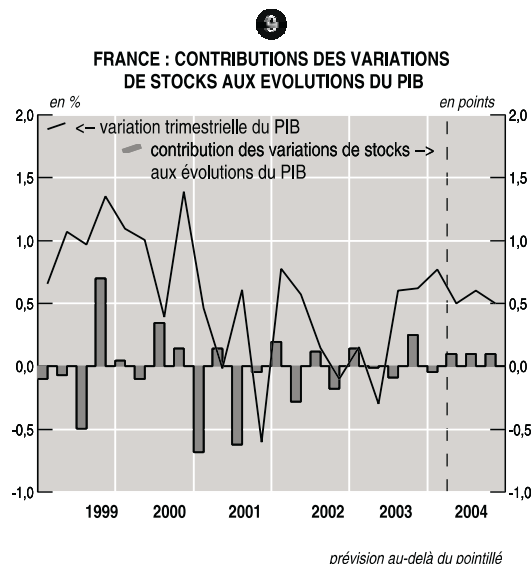
En France, les dépenses d'équipement des entrepreneurs ont déjà retrouvé une croissance élevée au premier trimestre de 2004 (+1,7% après +0,8% au quatrième trimestre de 2003). Les entreprises ont investi surtout en produits manufacturés, notamment pour renouveler les appareils de production les plus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

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



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

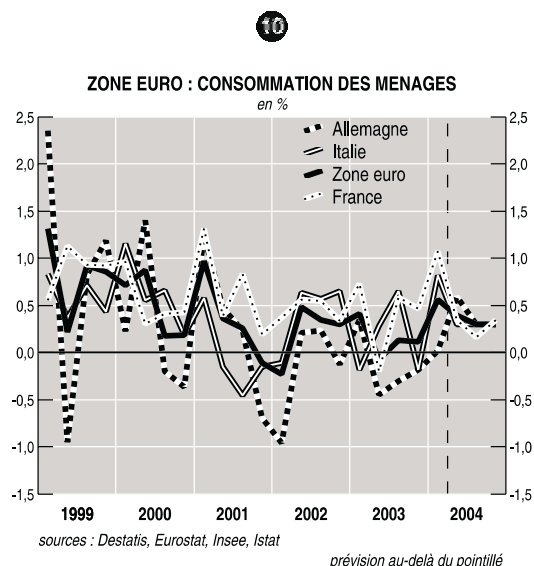
Soutenu par une accélération des exportations, des conditions de financement encore favorables et par une demande intérieure relativement dynamique même si elle est un peu moins forte qu'au premier trimestre, l'investissement resterait vigoureux tout au long de l'année (cf. graphique 8), avec quelques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



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

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

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



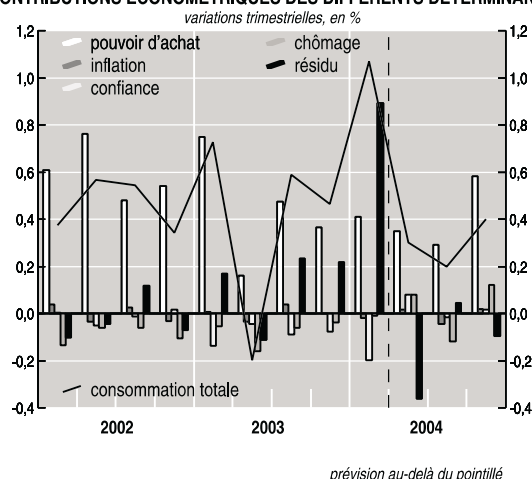
Au premier trimestre, la France s'est démarquée des autres grands pays de la zone euro en matière de consommation des ménages : cette dernière y a augmenté fortement (+1,1%), soutenue par la concentration des baisses d'impôts, survenue à la fin de l'année 2003, dans un contexte de taux d'intérêt peu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

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

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

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

FRANCE : TAUX DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES DES DIFFERENTS DETERMINANTS



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

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

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

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

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

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

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

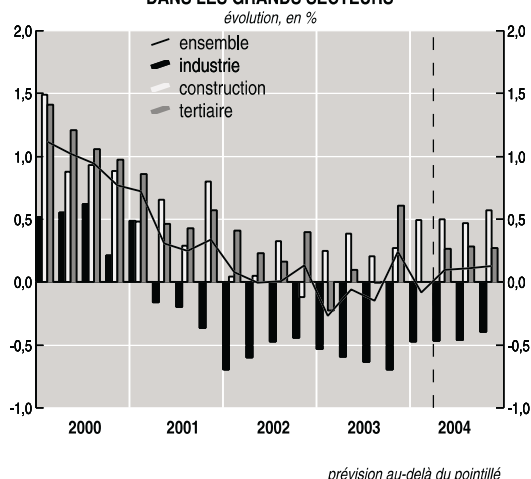
La production de services principalement marchands a été très vigoureuse au premier trimestre de 2004, à l'instar de la consommation de services des ménages et des entreprises. En particulier, la consommation des ménages a été très dynamique dans l'hôtellerie et la restauration. La consommation des ménages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

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

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

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

FRANCE : EVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIE DANS LES GRANDS SECTEURS



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

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

Le prix du pétrole demeure un élément d'incertitude

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

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

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

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

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

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

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

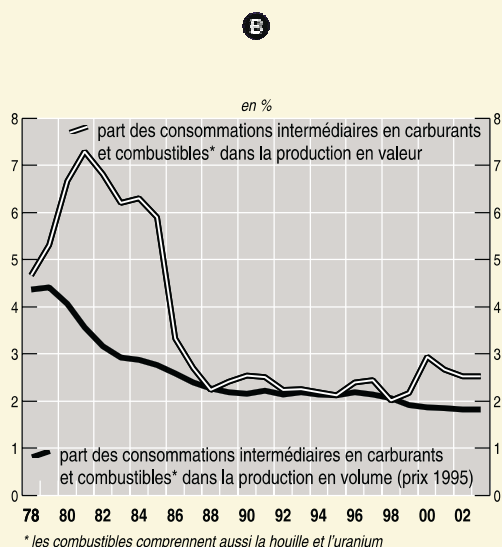
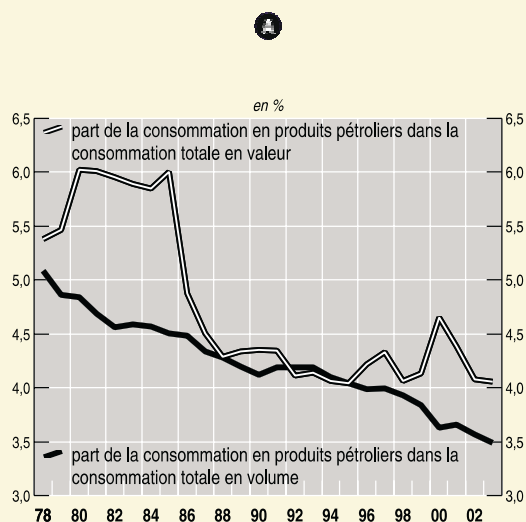
L'effet négatif est majoré par le ralentissement concomitant de la demande extérieure en provenance des autres pays importateurs de pétrole, dont la demande intérieure est ralentie. À l'inverse, les pays producteurs sont enrichis et accroissent leur demande aux pays importateurs, ce qui est de nature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

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

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

Plusieurs raisons rendent difficiles la mesure de cet effet négatif.

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



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

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

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

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

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

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

Tableau : deux scénarios d'augmentation du prix du pétrole

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

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

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

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

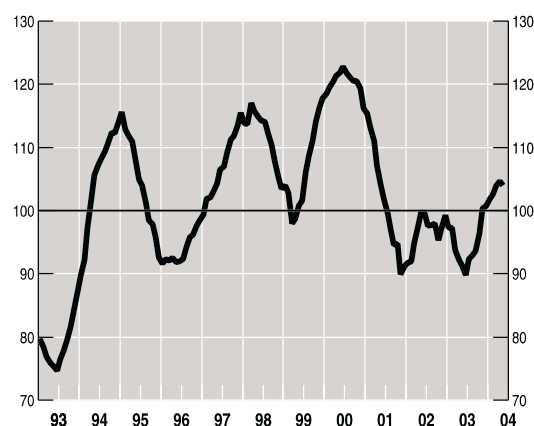
(3) FMI (2000) : *The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy*.

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

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

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

INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU CLIMAT DES AFFAIRES
industrie manufacturière

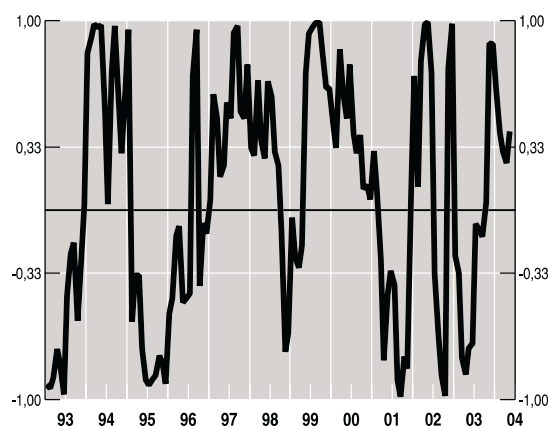


Note : 100 représente la moyenne et 10 un écart-type.

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

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

INDICATEUR DE RETOURNEMENT DE LA CONJONCTURE
industrie manufacturière



tendre au moins deux mois consécutifs pour pouvoir interpréter une ample variation comme le signal d'un changement conjoncturel important. ■



Dossiers

Une datation mensuelle de la conjoncture française

Matthieu Cornec

Division synthèse conjoncturelle

Dans ce dossier, nous cherchons à dater de manière fine -mensuelle- les périodes de la conjoncture française de 1985 à nos jours.

Une nouvelle méthodologie permet la construction d'un indicateur synthétique mensuel (ISeco) à partir de grands indicateurs quantitatifs de l'économie française ne se limitant pas au PIB.

Au vu de cet indicateur, nous distinguons sept phases de conjoncture durant cette période. Une seule récession apparaît, de septembre 1992 à mai 1993.

Enfin, en suivant la même méthodologie, nous revisitons l'indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie manufacturière (ISmanuf), publié chaque mois par l'Insee, en le comparant à celui obtenu en incorporant le PIB (ISmanufbis). Les différences liées aux écarts entre anticipations des industriels et réalité économique globale montreraient une erreur d'appréciation sur la période récente ou une dichotomie très forte entre l'industrie et les autres secteurs.

Une récession économique est communément définie comme « une baisse consécutive de deux trimestres du PIB réel ». Utiliser une telle définition revient implicitement à faire du PIB l'unique mesure de l'activité économique.

Le NBER⁽¹⁾ adopte une démarche plus large : « une récession économique est un déclin significatif de l'activité économique dans les différentes branches d'une durée supérieure à quelques mois. Cette baisse significative devrait normalement être présente dans le PIB, l'emploi, la production industrielle, les ventes des secteurs manufacturier et commerce. ». En intégrant les différents secteurs de l'économie, le NBER s'éloigne d'une définition qui ne considérerait que le PIB. Ainsi, un déclin dans l'activité manufacturière se transmettant au PIB, mais qui ne serait pas simultané avec une baisse dans les services ne peut être considéré comme une récession à part entière.

Cette définition soulève plusieurs questions techniques :

- comment prendre en compte simultanément plusieurs séries ?
- comment traiter simultanément des séries de fréquences différentes ?
- comment donner un signal fin (mensuel) et en temps réel de l'économie ?

Nous proposons ici une méthode statistique pour mettre en œuvre cette définition en répondant à ces questions.

Nous obtenons de la sorte une grille de lecture mensuelle de la conjoncture française de 1985 à nos jours. Au vu de cette dernière, nous dis-

tinguons sept phases distinctes qui ne comptent qu'une seule récession.

Enfin, nous appliquons cette méthodologie aux enquêtes de conjonctures dans l'industrie en France. Cette démarche permet de généraliser l'indicateur synthétique du climat manufacturier (ISmanuf) publié par l'Insee (cf. *Informations Rapides et notes de conjoncture*). Nous extrayons un indicateur commun (ISmanufbis) à la fois aux enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie et au PIB français. Le nouvel indicateur ISmanufbis ainsi obtenu apparaît très proche de l'indicateur synthétique du climat des affaires. La comparaison de l'indicateur synthétique ISmanuf, actuellement utilisé, construit avec les six soldes d'opinion de l'enquête mensuelle de conjoncture et d'un nouvel indice ISmanufbis élaboré à partir de ces mêmes six soldes d'opinion et du PIB trimestriel permet de faire la part entre anticipations reflétées par les enquêtes et activité économique.

Un nouvel indicateur synthétique de l'activité économique est élaboré à partir de données quantitatives, notamment le PIB, ...

Le suivi conjoncturel est rendu difficile par la multiplicité des indicateurs, et ce pour au moins deux raisons « classiques ». D'une part, le niveau et l'ampleur des évolutions varient d'une série à une autre. D'autre part, les séries peuvent avoir des évolutions contradictoires en apparence au mois le mois. Ces deux considérations rendent malaisées la synthèse conjoncturelle.

(1) National Bureau of Economic Research.

Afin de pallier ces difficultés, les conjoncturistes construisent des indicateurs mensuels synthétiques. Par exemple, Stock et Watson (1989) élaborent pour les États-Unis un indicateur coïncident à partir de grands indicateurs quantitatifs de l'économie américaine : nombre d'emplois hors agriculture, revenu des ménages avant les transferts, indice de la production industrielle, dépenses de produits manufacturés et ventes des secteurs manufacturier et commerce. Ils utilisent pour cela une méthode d'analyse factorielle dynamique. Doz et Lengart (1995) définissent un indicateur synthétique du climat des affaires en France à partir des soldes d'opinion de l'enquête industrie (cf. encadré 1).

L'Insee a ainsi retenu cette méthodologie reposant sur l'analyse factorielle. Cette méthode consiste à décomposer chaque solde d'opinion en deux composantes indé-

pendantes : l'une commune à l'ensemble des soldes d'opinion, l'autre spécifique à la série considérée. La première composante, encore appelée « facteur commun », s'apparente à un climat des affaires dans l'industrie manufacturière.

Toutefois, nous sommes confrontés ici à un troisième problème. Les indicateurs quantitatifs sont de périodicité différente : le PIB est trimestriel alors que l'indice de la production industrielle (IPI) est mensuel. Ceci rend l'interprétation plus ardue. Murasawa et Mariano (2003) contournent cette difficulté à l'aide de l'analyse factorielle également (cf. encadré 2).

Dans un premier temps, nous cherchons les indicateurs quantitatifs (cf. graphiques 1 et 2) représentant les grandes branches de l'économie française. D'autres critères de choix interviennent : la disponibi-

té des données, leur fréquence. Le PIB, principal agrégat de l'activité économique, est bien entendu retenu. Pour décrire la branche industrielle, nous choisissons l'indice de la production industrielle, disponible en cvs-cjo⁽²⁾ depuis 1978. Du côté demande, la consommation des ménages est décrite par les dépenses des ménages en produits manufacturés, disponible depuis janvier 1985. Enfin, sur le marché du travail, l'effectif salarié est retenu, en fréquence trimestrielle depuis le premier trimestre de 1978 (cf. tableau 1 de l'annexe statistique).

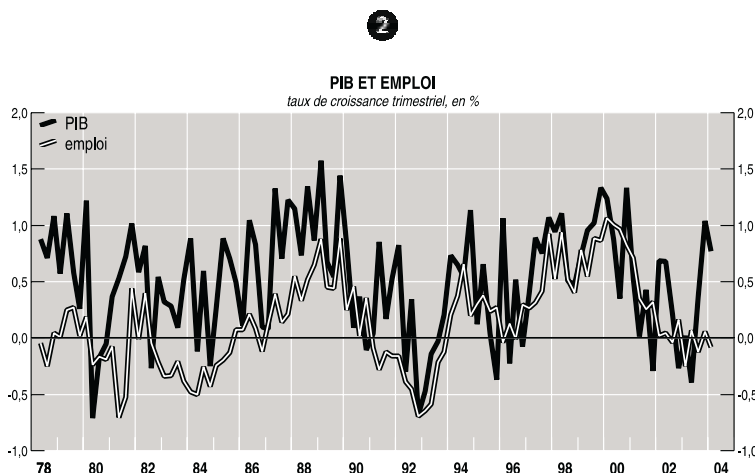
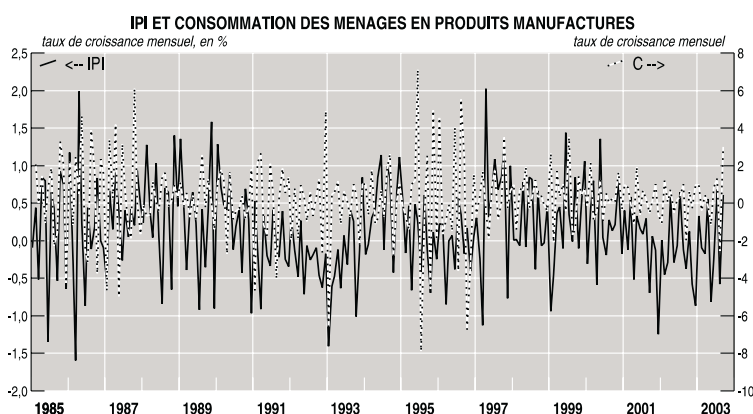
L'analyse ci-dessous montre qu'il est possible de dégager un climat conjoncturel mensuel, sous la forme d'un indicateur synthétique ISeco (cf. graphique 3) qui viendrait résumer la partie commune aux différents agrégats. Cet indicateur ISeco n'est pas le résultat fortuit de mouvements conjoncturels indépendants de chaque branche de l'activité économique. Bien au contraire, il est présent partout, même s'il se décline suivant les particularismes de chaque branche. Enfin, la confrontation entre cet indicateur et chacun des indicateurs quantitatifs offre un regard sur la conjoncture d'une branche en particulier par rapport à la conjoncture générale de l'économie.

Ainsi, l'indicateur ISeco donne un sens quantitatif à la définition du NBER. Une récession correspond à des valeurs négatives de l'indicateur pendant plusieurs mois consécutifs, ce qui est équivalent à une baisse du même indicateur cumulé ISeco-cumul pendant plusieurs mois.

...qui permet une datation précise des cycles économiques français

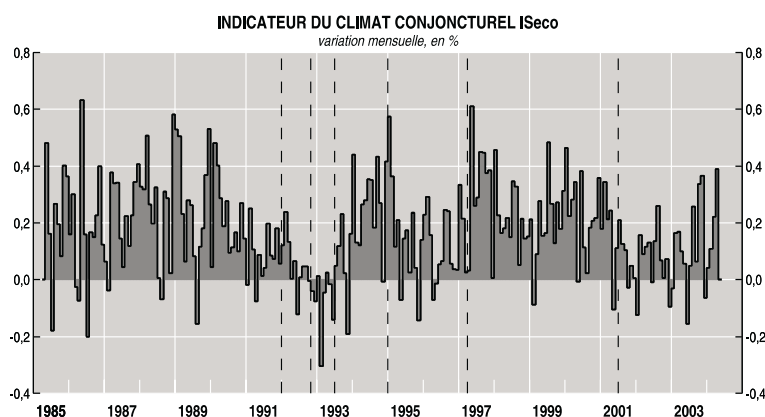
Les évolutions du facteur commun agrégé ISeco-cumul donne une nouvelle grille de lecture de la phase conjoncturelle :

(2) Corrigé des variations saisonnières et des jours ouvrables.

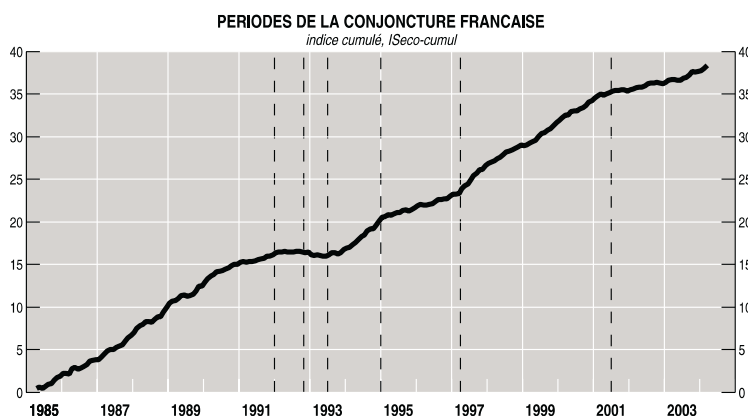


Une datation mensuelle de la conjoncture française

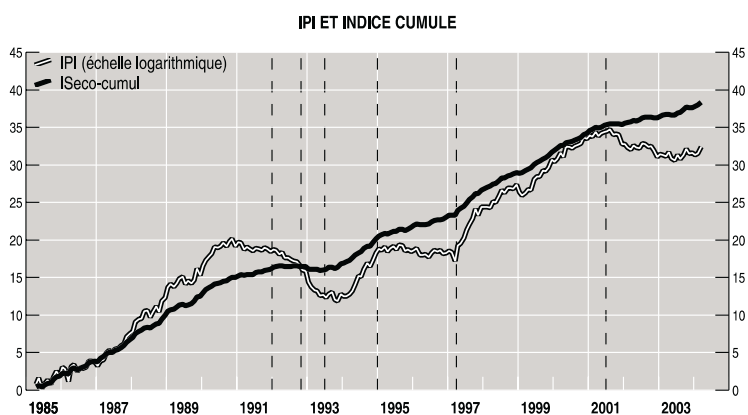
3



4



5



- les parties décroissantes (respectivement croissantes) de la courbe correspondent aux périodes de récession (respectivement croissance).

- plus la pente est décroissante (respectivement décroissante), plus la

récession (respectivement croissance) est forte.

Nous pouvons ainsi distinguer sept périodes de l'économie française de 1985 à 2004 (cf. graphique 4).

1) de janvier 1985 à janvier 1992 : forte croissance.

2) de février 1992 à août 1992 : stabilité.

3) de septembre 1992 à mai 1993 : récession.

4) de juin 1993 à décembre 1994 : forte croissance.

5) de janvier 1995 à avril 1997 : croissance moyenne.

6) d'avril 1997 à juin 2001 : forte croissance.

7) à partir de juillet 2001 : croissance modeste.

Cette datation apparaît cohérente avec celle obtenue par Doz et Lengart (1995) sur la période 1985-1995 qui font leur analyse à partir de l'enquête de conjoncture dans l'industrie.

S'agissant de la récession de 1993, le détail des comptes trimestriels montre en effet pour l'année 1993, une baisse du PIB réel. Cette dernière est principalement présente du quatrième trimestre de 1992 au deuxième trimestre de 1993 dans les dépenses de ménages, les investissements des entreprises et des ménages. Ici, nous la datons précisément de septembre 1992 à mai 1993.

Même si l'analyse permet de dégager l'existence d'un indicateur commun ISeco entre les différents indicateurs quantitatifs, il n'en demeure pas moins que ces derniers apportent un éclairage propre.

En effet, à l'aide de cette grille de lecture, il est possible d'isoler la contribution propre à chaque grandeur économique et de la situer par rapport au facteur conjoncturel commun. De cette comparaison, le conjoncturiste peut tirer deux enseignements :

- l'avance ou le retard d'une branche par rapport à l'activité générale.

- le dynamisme relatif d'une branche par rapport à l'activité d'ensemble.

Ainsi,

1) l'indice de la production industrielle apparaît coïncident sur la période récente (cf. graphique 5)

L'IPI présente des signes de faiblesse dès la fin 1990 (novembre), c'est-à-dire en avance par rapport au climat général représenté par l'indicateur ISeco-cumul.

De février 1995 à mars 1997, l'IPI est atone alors que l'indicateur synthétique ISeco-cumul continue de progresser.

De mars à octobre 1997, l'IPI est en avance sur la conjoncture globale et présente un dynamisme supérieur.

D'août 2001 à mars 2004, l'IPI faiblit tandis que l'indicateur ISeco-cumul connaît toujours une progression modeste.

2) L'emploi n'est pas toujours en phase avec le cycle conjoncturel. (cf. graphique 6)

En novembre 1990, l'emploi commence déjà à faiblir alors que l'indicateur ISeco-cumul est encore dans une phase de progression modeste.

A partir de novembre 2001, le nombre d'emplois cesse de progresser à la différence de l'indicateur synthétique ISeco-cumul.

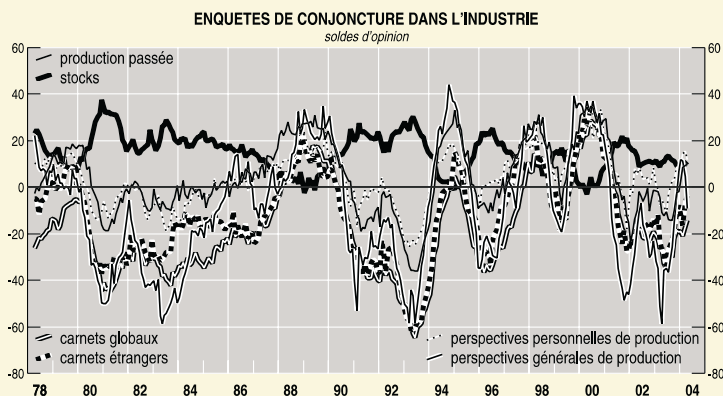
ENCADRÉ 1 : ENQUÊTES DE CONJONCTURE DANS L'INDUSTRIE

Chaque mois, l'Insee publie une enquête sur la situation conjoncturelle dans l'industrie. Le champ de l'industrie retenu recouvre l'industrie manufacturière, les industries agroalimentaires et les raffineries de pétrole. L'échantillon utilisé pour cette enquête est composé d'environ 4000 entreprises. Elles sont interrogées sur l'évolution de leur activité au cours des trois derniers mois (tendance passée de la production) et sur leurs perspectives pour les trois prochains mois (tendance prévue). L'Insee leur demande également de juger l'état de leurs carnets de commande globaux et étrangers ainsi que de leurs stocks par rapport à un niveau qu'elles considèrent comme «normal». Les industriels donnent aussi leur sentiment sur l'évolution générale de la conjoncture dans l'industrie (perspectives générales). En outre, des questions complémentaires sont posées aux industriels une fois par trimestre portant notamment sur l'évolution récente et future de la demande qui leur est adressée. Rappelons que les entreprises répondent de manière qualitative (amélioration, même niveau, ou détérioration) à une série de questions. La répartition des trois types de réponses est calculée en pourcentage et l'information relative à chaque question est ensuite représentée sous la forme d'un solde d'opinion (différence des pourcentages d'entreprises ju-

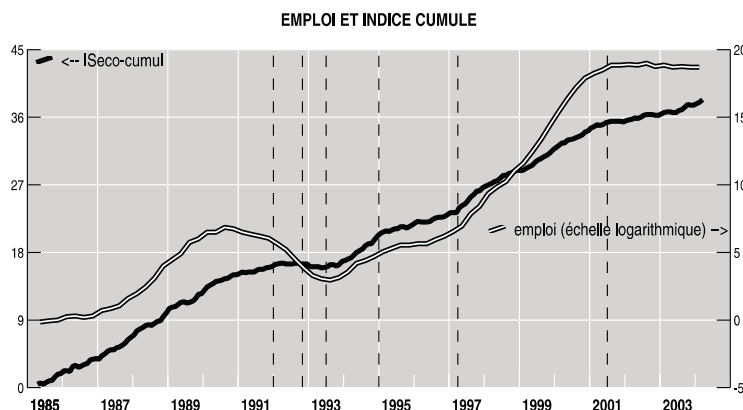
geant qu'il y a amélioration de celles jugeant qu'il y a détérioration). L'observation au mois le mois de ces soldes permet de suivre l'évolution des opinions des industriels sur ces questions.

Quels avantages présentent les enquêtes de conjoncture ?

Tout d'abord, elles fournissent un signal recueilli directement auprès des acteurs économiques sur l'évolution à court terme de leurs comportements. Elles sont considérées comme stationnaires, ce qu'on vérifie par les tests usuels. De plus, elles sont publiées très rapidement - quelques jours - après la fin du mois sous revue, c'est-à-dire bien plus rapidement que les données relatives aux principaux agrégats macroéconomiques. Disponibles depuis mars 1976 selon une périodicité mensuelle, elles comptent un grand nombre d'observations. Enfin, leurs résultats sont soumis à de très faibles corrections. ■



6



3) La consommation en produits manufacturés des ménages est soit en avance soit coïncidente avec le cycle économique. (cf. graphique 7).

La consommation en produits manufacturés des ménages présente un profil plus volatil au mois le mois ce qui rend sa lecture plus difficile.

Dès mars 1990, la consommation en produits manufacturés des ménages affiche un profil à la baisse, bien avant le déclin de l'indicateur synthétique ISeco-cumul.

ENCADRÉ 2 : MÉTHODE UTILISÉE, MARIANO ET MURASAWA (2003)

Nous cherchons à synthétiser l'information commune contenue dans les séries temporelles en construisant un indice mensuel de l'activité économique. La méthode statistique retenue appartient au cadre de l'analyse factorielle dynamique.

La fréquence considérée est mensuelle. Ainsi, les données trimestrielles sont vues comme des séries mensuelles avec valeurs observables toutes les trois périodes.

Dans un premier temps, nous supposons l'existence d'une variable cachée y_t^* vérifiant :

$$y_t = \frac{1}{3} y_t^* + \frac{2}{3} y_{t-1}^* + \frac{1}{3} y_{t-2}^* + \frac{2}{3} y_{t-3}^* + \frac{1}{3} y_{t-4}^*$$

Où $y_t = \Delta_3 \ln PIB_t$ est la variation trimestrielle du logarithme du PIB. Ainsi, y_t^* peut être assimilé à un taux de croissance mensuel du PIB.

Une hypothèse similaire est réalisée sur l'emploi trimestriel.

Dans un deuxième temps, nous supposons qu'il est possible de résumer le comportement des variables (taux de croissance mensuel observé pour les variables mensuelles, taux de croissance mensuel inobservé pour les variables trimestrielles) par un petit nombre de variables fictives, ou sous-jacentes, construites par combinaison des variables initiales. Ces variables fictives, appelées facteurs communs aux variables initiales, expliquent la variance commune aux séries temporelles observées. C'est le principe de l'analyse factorielle.

Plus précisément, si nous disposons de I variables $(z_t^i)_{1 \leq i \leq I}$ (où $z_t^i = y_t^*$ taux de croissance mensuel inobservé pour les variables trimestrielles, $z_t^i = \Delta \ln Y_t^i$ taux

de croissance mensuels observé pour les variables mensuelles), et de J ($J < I$) facteurs communs F_1, F_2, \dots, F_J , le modèle s'écrit :

$$z_t^i = \mu_i + \beta_{i1} F_{1t} + \dots + \beta_{iJ} F_{Jt} + \varepsilon_{it}$$

Les résidus ε_{it} , encore appelés composantes spécifiques, représentent la partie de variance qui est propre à chaque variable z_t^i . Ils sont orthogonaux entre eux et avec les $F_{1t}, F_{2t}, \dots, F_{Jt}$.

Dans la pratique, on retiendra un seul facteur commun.

Afin de pouvoir capter des évolutions différentes suivant les séries, nous introduisons une modélisation de type ARMA (autoregressive-moyenne mobile) sur les différentes composantes du modèle. Nous avons retenu la modélisation suivante pour l'indicateur construit à l'aide des indicateurs quantitatifs :

$$\begin{cases} z_t^i = \mu_i + \beta_i F_t + \varepsilon_{it} \\ F_t = \phi_1 F_{t-1} + u_t \\ \varepsilon_{it} = \rho_1 \varepsilon_{i,t-1} + \rho_2 \varepsilon_{i,t-2} + w_{it} \end{cases}$$

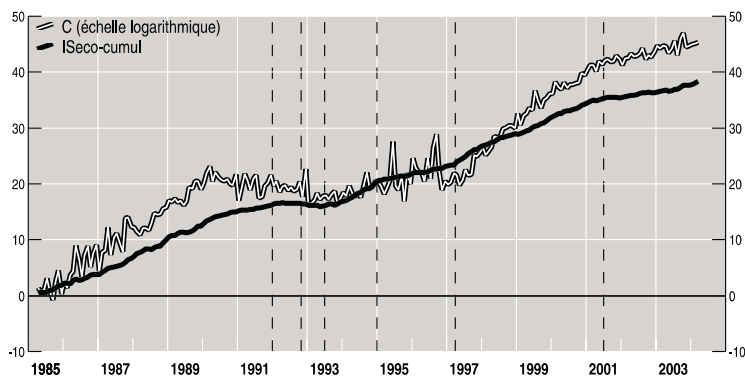
Avec w_{it} et u_t des bruits blancs non corrélés de variance respective σ_i et σ .

Ce modèle, de type représentation espace-état, est estimé par la méthode du filtre de Kalman. Pour des raisons d'identification, nous fixons $\beta_1 = 1$. L'algorithme employé de maximisation de vraisemblance est une procédure classique de gradients conjugués. L'indicateur ISeco est le facteur lissé $E(F_t | I_T)$ ($t \leq T$).

Pour l'indicateur construit à partir des enquêtes de conjoncture dans l'industrie et du PIB français, la dynamique retenue est légèrement différente : la dynamique sur le facteur commun est un AR(2) tandis que celle des composantes spécifiques est un AR(1). ■

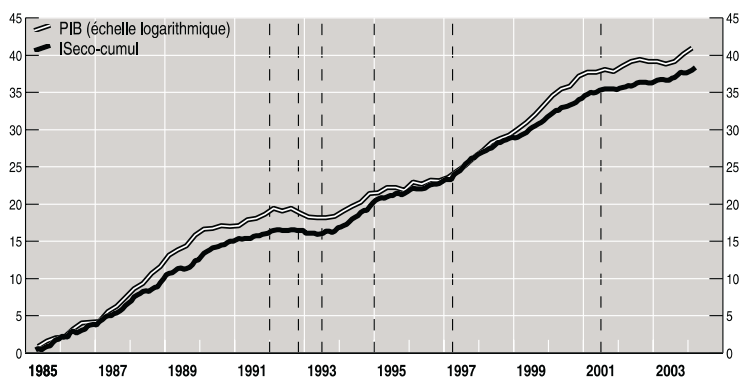
7

CONSOMMATION EN PRODUITS MANUFACTURES ET INDICE CUMULE



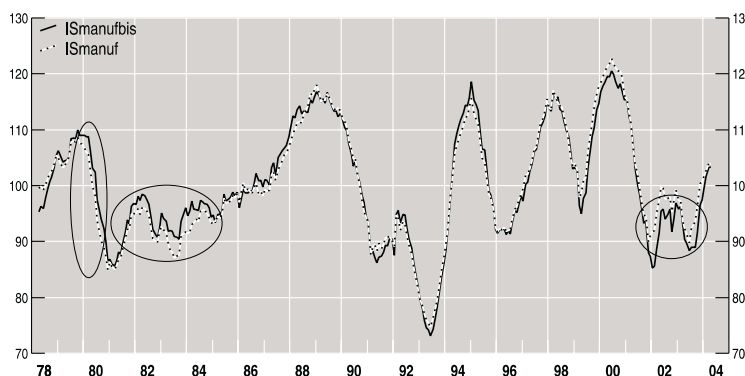
8

PIB ET INDICE CUMULE



9

INDICATEUR INDUSTRIE ISmanuf ET NOUVEL INDICATEUR ISmanufbis



4) Le PIB est imprécis pour dater les cycles (cf. graphique 8)

La simple lecture du PIB indiquerait une récession du quatrième trimestre de 1992 jusqu'au troisième trimestre de 1993. L'indicateur du climat conjoncturel général ISeco-cumul limite cette dernière aux quatrième trimestre de 1992, premier trimestre de 1993 et au

deuxième trimestre de 1993.

La transposition de l'analyse de l'enquête industrie confirme la pertinence de l'indicateur synthétique industrie publié par l'Insee,...

L'Insee publie chaque mois l'indicateur mensuel synthétique de l'in-

dustrie manufacturière ISmanuf, construit à l'aide des six soldes d'opinion émis dans l'enquête de conjoncture dans l'industrie (cf. encadré 2). Ce facteur commun ISmanuf apparaît comme un indicateur du climat des affaires dans l'industrie. Il offre l'avantage d'être moins volatil au mois le mois que les séries d'enquêtes et a donc une plus grande lisibilité. Nous revisitons cet indicateur synthétique de l'industrie manufacturière ISmanuf en appliquant la méthodologie retenue ci-dessus. Ainsi, nous construisons un nouvel indicateur synthétique ISmanufbis à partir des six soldes d'opinion des enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie et du PIB trimestriel. L'objectif est de capter le facteur commun entre les différentes enquêtes (grandeurs qualitatives) et le PIB (principale mesure quantitative de l'activité économique).

Remarquons tout d'abord que cet indicateur ISmanufbis apparaît très proche de celui publié par l'Insee (cf. graphique 9).

... et offre un éclairage complémentaire sur les enquêtes de conjoncture.

La comparaison entre ces deux facteurs ISmanuf et ISmanufbis peut s'avérer riche d'enseignements :

- nous pouvons comparer les opinions des chefs d'entreprise avec un indice conjoncturel reposant sur le PIB et faire ainsi la part entre anticipations et réalité économique.

- cette différence peut aussi être interprétée comme un renseignement complémentaire du côté des services.

Sur la période d'estimation (1978 à 2003), nous remarquons (cf. graphique 9) :

- de 1979 à 1981, le facteur commun industrie ISmanuf est avancé sur le nouveau facteur commun ISmanufbis intégrant le PIB. Ceci peut s'interpréter comme une

avance du cycle du secteur industriel sur le cycle global.

- de 1981 à 1985, les industriels apparaissent plus pessimistes que de raison car le facteur commun industrie ISmanuf se trouve en dessous du facteur ISmanufbis.

- de 1985 à 2001, les deux indicateurs sont très semblables, indiquant peut-être une synchronisation des cycles du secteur manufacturier avec le secteur services.

- de 2001 à 2003, nous remarquons de nouveau un décalage entre le cycle industriel et le cycle global :

les industriels apparaissent plus optimistes que ne laisse suggérer la situation de l'activité économique globale, soit qu'ils aient fait une erreur d'appréciation, soit qu'une dichotomie très forte entre l'industrie et les autres secteurs ait été à l'oeuvre. ■

ENCADRÉ 3 : FACTEUR LISSÉ OU FILTRÉ ?

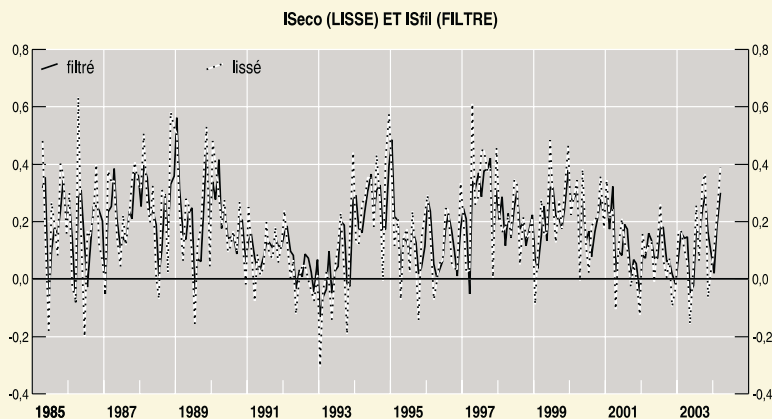
Dans le dossier, nous avons présenté l'indicateur lissé ISeco. Nous avons utilisé cet indicateur dans le cadre d'une relecture de l'activité économique, où nous disposons des données sur toute la période d'estimation. En effet, ISeco prend en compte à la date t l'information disponible jusqu'à la date T ($T > t$), notamment l'information disponible juste après la date t . Ce facteur correspond à $E(F_t | I_T)$.

Dans le cadre d'une lecture en temps réel de l'activité économique, notre indicateur ISeco coïncide avec le facteur filtré ISfil. Ce facteur correspond à $E(F_t | I_t)$, car en temps réel $t=T$. Cependant, rétrospectivement ($t < T$), le facteur filtré se distingue du facteur lissé ISeco car le premier n'est construit qu'à l'aide de l'information passée I_t alors que le second l'est en prenant en compte l'information passée et future I_T .

Quand nous effectuons l'exercice de datation en temps réel, nous utilisons en réalité le facteur filtré ISfil et non le facteur lissé ISeco. Pour juger de la pertinence du facteur filtré ISfil pour le conjoncturiste, il convient donc de le comparer au facteur lissé ISeco de 1985 à 2004.

Les deux signaux sont très cohérents entre eux (cf. Graphique A). Toutefois, il apparaît que le facteur filtré est légèrement en retard sur le facteur lissé pendant les périodes de transition.

Ainsi, le facteur filtré est un indicateur mensuel légèrement retardé (au plus d'un seul mois) de l'activité économique globale. ■



Annexe statistique

Tableau 1 : Indicateurs quantitatifs utilisés

Nom	Descriptif	Début série	Fréquence	Disponibilité
PIB	Produit Intérieur Brut (en euros base 1995, cvs-cjo)	1978T1	Trimestrielle	+ 42 jours ⁽¹⁾
EMP	Effectifs salariés trimestriels : ensemble des secteurs (cvs)	1978T1	Trimestrielle	+ 45 jours
IPI ⁽²⁾	Indice de la production industrielle (base 2000, cvs)	1980M1	Mensuelle	+ 40 jours
C	Dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés (volumes aux prix de 1995, cvs-cjo)	1985M1	Mensuelle	+ 22 jours

(1) Il s'agit de l'estimation précoce des comptes trimestriels.

(2) L'IPI en base 2000 utilisé a été rétropolé jusqu'en janvier 1980 pour les besoins de l'étude.

Tableau 2 : Statistiques des indicateurs quantitatifs (en % d'avril 1985 à mars 2004)

Indicateur ⁽¹⁾	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
PIB	0,54	0,52	-0,68	1,57
EMP	0,25	0,40	-0,69	1,06
C	0,20	2,06	-7,87	7,07
IPI	0,14	0,62	-1,60	2,02

(1) Les indicateurs sont indiqués en taux de croissance. Le Produit Intérieur Brut ainsi que l'emploi sont des séries trimestrielles, alors que l'Indice de la Production Industrielle et la consommation en produits manufacturés des ménages sont des séries mensuelles.

Tableau 3 : Statistiques enquêtes de conjoncture (en % d'avril 1978 à mars 2004)

Indicateur ⁽¹⁾	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
PIB	0,50	0,51	-0,71	1,57
TPPA	3,96	15,46	-36,10	34,69
TPPRE	3,68	11,44	-25,65	33,80
OSCD	-17,69	19,64	-64,51	28,58
OSCDE	-12,28	19,21	-61,57	36,53
OSSK	14,65	7,95	-3,10	37,67
PGP	-8,95	25,49	-58,75	44,03

(1) Le Produit Intérieur Brut ainsi que l'emploi sont des séries trimestrielles, alors que l'Indice de la Production Industrielle et la consommation en produits manufacturés des ménages sont des séries mensuelles.

Avec

TPPA : opinion sur la tendance passée de la production personnelle.

TPPRE : opinion sur la tendance prévue de la production.

OSCD : opinion sur la demande et les carnets de commandes globaux.

OSCDE : opinion sur la demande et les carnets de commandes en provenance de l'étranger.

OSSK : opinion sur le niveau des stocks.

PGP : opinion sur les perspectives générales d'activité.

Tableau 4 : Estimation des paramètres

Paramètre	PIB ⁽¹⁾	EMP	DET	IPI
β	1,00	0,77	1,44	2,71
(écart-type)	(0,19)	(0,56)	(0,43)	(0,17)
ϕ_I (écart-type)	0,48 (0,17)			
σ_1^2 (écart-type)	0,02 (0,01)			
$\phi_{u,1}$	0,41	0,14	-0,55	-0,99
(écart-type)	(0,67)	(0,79)	(0,04)	(0,06)
$\phi_{u,2}$	-0,46	-0,30	-0,35	-0,76
(écart-type)	(0,14)	(0,26)	(0,06)	(0,10)
$\Sigma_{2,2}$	0,07	0,06	3,00	0,07
(écart-type)	0,09	0,01	0,28	0,04

(1) Le PIB est considéré en taux de croissance trimestriel.

Bibliographie

Doz et Lenglart (1995) Décembre « Une grille de lecture pour l'enquête mensuelle de l'industrie », Note de Conjoncture, INSEE.

Doz et Lenglart (1999) Avril-Juin « Analyse factorielle dynamique : test du nombre de facteurs, estimation et application à l'enquête de conjoncture dans l'industrie », Annales d'Economie et Statistique n°54, avril-juin 1999.

Doz, Lenglart et Rivière (2000) Juin « Deux indicateurs synthétiques de l'activité industrielle dans la zone euro », Note de Conjoncture, INSEE, 2000.

Hamilton (1991) « Time series Analysis », Princeton University Press.

Stock and Watson (1989) « New indexes of coincident and leading economic indicators », NBER Macroeconomic Annual.

Mariano et Murasawa (2003) « A new coincident index of business cycles based on monthly and quaterly series », Journal of Applied Econometrics.

Synchronisation des cycles au sein du G7 et intégration commerciale et financière

Benoît Heitz

Division Synthèse conjoncturelle

François Hild
Brieuc Monfort

Division Croissance et politiques macroéconomiques

Le ralentissement mondial en 2000-2001 a surpris plusieurs observateurs économiques qui s'attendaient au contraire à ce que l'Europe prenne le relais des États-Unis au lieu de les suivre dans une situation de croissance faible. La désynchronisation des cycles entre pays du G7 au début des années 1990 avait en effet conduit à minorer le rôle d'un cycle mondial, et ce en dépit de l'intensification de l'intégration commerciale et financière. Nous regardons dans ce dossier si celle-ci s'est traduite par un renforcement de la synchronisation des évolutions des PIB, des exportations et des performances boursières. Il apparaît que, si les liens entre exportations et entre évolutions boursières se sont accrus, les résultats obtenus ne permettent pas de conclure à une augmentation de la synchronisation des croissances économiques.

Traditionnellement, le cycle d'une économie ouverte peut être décomposé en trois composantes : des chocs spécifiques à une économie donnée, dits idiosyncrasiques (par exemple une politique budgétaire domestique expansionniste), des chocs communs à l'ensemble des économies (par exemple un choc pétrolier), enfin la transmission d'un choc d'une économie sur une autre (l'effet d'une relance aux États-Unis sur ses partenaires). Sur la base de cette grille de lecture, le ralentissement simultané des économies en 2000-2001 est-il inhabituel par rapport à la corrélation des cycles entre économies du G7 ? Est-il le résultat d'un choc commun à l'ensemble des économies ou de la transmission des chocs d'une économie à d'autres ? Enfin, l'intégration commerciale et financière a-t-elle conduit à une augmentation des mécanismes de transmission entre économies ?

Dans ce dossier, nous présentons dans une première partie l'évolution de la corrélation entre les cycles des économies du G7 sur les trente dernières années. Cette période constitue une unité puisqu'elle correspond à la période des changes flottants qui ont suivi la fin du système de Bretton-Woods en 1971-1973. Il faut cependant noter qu'elle est aussi marquée par des changements institutionnels importants, par exemple la libéralisation des marchés financiers au milieu des années 1980 ou l'intégration européenne croissante qui a culminé avec la création de la zone euro en janvier 1999. La première partie présente aussi des éléments descriptifs sur l'intégration commerciale et financière croissante.

Dans une deuxième partie, nous interprétons les résultats à partir d'un modèle qui permet d'isoler un cycle mondial. Nous appliquons la

décomposition des cycles entre les éléments présentés ci-dessus à savoir : chocs communs, chocs idiosyncrasiques et effets de la transmission des chocs d'une région à une autre. Nous appliquons successivement cette grille d'analyse aux taux de croissance du PIB, des exportations et des indices boursiers. Nous nous intéressons en particulier aux évolutions entre les périodes 1973-1986 et 1987-2003. La dernière partie présente un modèle où les facteurs commerciaux et boursiers sont utilisés pour expliquer la dynamique des cycles au niveau du PIB.

La corrélation des croissances économiques au sein du G7 a diminué et celle des flux commerciaux et financiers s'est accentuée

Une baisse de la corrélation entre les économies du G7

Le tableau 1 présente les corrélations instantanées entre les économies du G7 sur l'ensemble de la période d'étude et aussi sur la période allant de 1987 à aujourd'hui. On observe une forte corrélation entre les pays d'Europe continentale (France, Italie, Allemagne). De même, le Canada et les États-Unis ont des taux de croissance économique fortement corrélés. Par ailleurs, le Royaume-Uni et l'Allemagne présentent une corrélation relativement élevée avec les États-Unis ce qui peut refléter le lien financier pour le Royaume-Uni ou l'importance des États-Unis comme partenaire commercial pour l'Allemagne et pour le Royaume-Uni. Le Japon est l'économie du G7 qui présente la plus faible corrélation avec les autres pays.

Nous avons divisé l'échantillon en deux sous-périodes à partir de 1987. En effet, dans le courant de l'année 1987, les pays du G7 ont fini de lever leurs contrôles sur les flux de capitaux. Les capitaux circulant plus librement au sein du G7, les liens entre ces économies ont pu s'en trouver renforcés. Par ailleurs, cette année correspond aussi à la mise en œuvre du marché unique européen qui précède une intensification importante des échanges de marchandises au sein des pays européens⁽¹⁾.

Si l'on se limite à l'étude de la période 1987-2003, on observe une augmentation de la corrélation au sein des pays anglo-saxons (États-Unis, Canada et Royaume-Uni) mais une baisse de leurs corrélations avec les pays d'Europe continentale, comme s'il y avait une différenciation de blocs économiques. La corrélation entre le Japon et les autres pays du G7 diminue très fortement d'une période à l'autre en raison du ralentissement qui frappe le Japon au cours des années 1990. De même, le choc

de la réunification allemande conduit à un affaiblissement des corrélations des différents pays avec l'Allemagne, mais cet effet est beaucoup moins marqué pour les pays d'Europe continentale qui ont subi la propagation de ce choc via la hausse des taux d'intérêt en Europe.

Une augmentation des corrélations pour les flux commerciaux et pour les indicateurs boursiers

En moyenne, les exportations sont moins corrélées que le PIB mais les indices boursiers le sont davantage (cf. tableaux 2 et 3). Pour ces deux variables cependant, les corrélations entre pays ont en général augmenté sur la deuxième

(1) Le choix de 1986 comme année charnière peut être sujet à discussion et nous discuterons plus loin la sensibilité des résultats à cette coupure. L'accélération des flux financiers internationaux en Europe continentale a lieu dans la seconde moitié des années 1980 tandis qu'elle a plutôt lieu au début de cette décennie pour les pays anglo-saxons. Tous les pays connaissent cependant une accélération nette des flux financiers au cours de la décennie suivante. D'autres études (Monfort et al. (2003) ou Kose et al. (2003)) retiennent la même date de rupture (cf. encadré 2).

Tableau 1 : corrélation des taux de croissance des PIB pour les pays du G7 de 1973 à 2003 et de 1987 à 2003.

	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Canada	Allemagne	France	Italie
États-Unis		0,12	0,30	0,56	0,34	0,26	0,14
Japon	-0,12		0,24	0,11	0,15	0,18	0,09
Royaume-Uni	0,42	0,03		0,20	0,35	0,32	0,11
Canada	0,61	-0,07	0,57		0,22	0,30	0,22
Allemagne	0,07	0,09	0,09	-0,09		0,51	0,33
France	0,27	0,09	0,28	0,33	0,39		0,50
Italie	0,11	-0,01	0,25	0,17	0,25	0,55	

Source : OCDE, calculs des auteurs.

Note : 1973-2003 au dessus de la diagonale et 1987-2003 en dessous.

Tableau 2 : corrélation des taux de croissance des exportations pour les pays du G7 de 1973 à 2003 et de 1987 à 2003.

	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Canada	Allemagne	France	Italie
États-Unis		0,16	0,22	0,20	0,13	0,20	0,08
Japon	0,32		0,20	0,10	0,38	0,33	0,03
Royaume-Uni	0,34	0,20		-0,04	0,20	0,30	0,07
Canada	0,27	-0,06	0,28		0,02	0,16	0,12
Allemagne	0,19	0,35	0,08	-0,15		0,44	0,23
France	0,44	0,41	0,35	0,23	0,51		0,28
Italie	0,21	0,16	0,22	0,02	0,10	0,22	

Source : OCDE, calculs des auteurs.

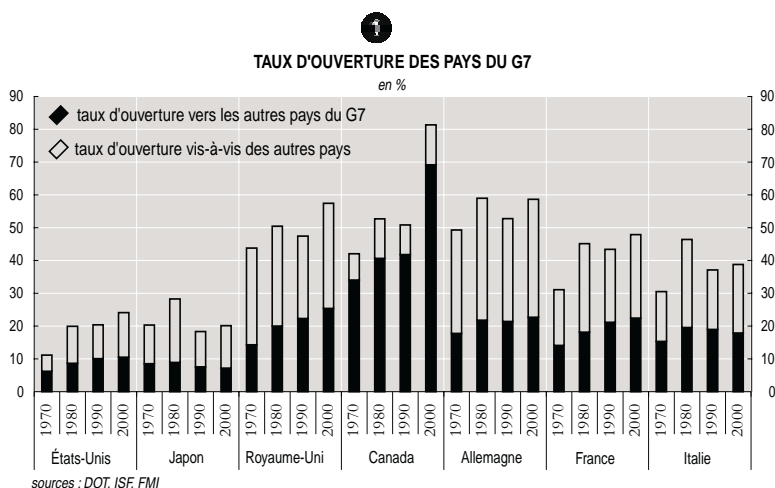
Note : 1973-2003 au dessus de la diagonale et 1987-2003 en dessous.

Tableau 3 : corrélation des indices boursiers pour les pays du G7 de 1973 à 2003 et de 1987 à 2003.

	États-Unis	Japon	Royaume-Uni	Canada	Allemagne	France	Italie
États-Unis		0,42	0,66	0,78	0,60	0,68	0,50
Japon	0,36		0,45	0,44	0,35	0,45	0,33
Royaume-Uni	0,81	0,41		0,49	0,57	0,62	0,44
Canada	0,79	0,46	0,62		0,48	0,59	0,46
Allemagne	0,66	0,31	0,65	0,55		0,70	0,54
France	0,76	0,42	0,72	0,69	0,85		0,63
Italie	0,53	0,32	0,56	0,49	0,77	0,78	

Source : OCDE, calculs des auteurs.

Note : 1973-2003 au dessus de la diagonale et 1987-2003 en dessous.



sous-période d'étude. Pour les indices boursiers, on observe aussi une plus forte corrélation entre les pays d'Europe continentale.

Une ouverture commerciale et financière accrue

On s'attend généralement à ce que l'augmentation des flux commerciaux et financiers entre les pays du G7 conduise à une augmentation de la synchronisation des cycles économiques entre ces pays.

Au cours des trente dernières années, les échanges commerciaux ont progressé notamment du fait de la baisse des coûts de transport et de la réduction des barrières douanières en raison des négociations au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ou au niveau de blocs commerciaux régionaux (Alena, Communauté européenne). L'évolution la plus remarquable concerne le Canada, qui a

bénéficié d'un accord de libre échange avec les États-Unis en 1989, étendu au Mexique dans le cadre de l'Alena en 1994. Pour l'ensemble des autres économies, la progression de l'ouverture commerciale reste cependant modeste (cf. graphique 1). Elle est plus marquée au cours des années 1970 que sur la période récente. Les États-Unis restent par ailleurs une économie relativement fermée avec un taux d'ouverture⁽²⁾ de 25% en 2002, soit légèrement moins que l'Union européenne. La progression des échanges avec les pays hors G7 est plus forte que la progression générale des échanges pour les États-Unis, l'Italie et la France entre 1970 et 2000. Il convient de prendre en compte l'ouverture commerciale avec des économies hors G7 dans la mesure où elle peut aussi contribuer à la

(2) Le taux d'ouverture est défini ici comme le ratio de la somme des exportations et des importations sur le PIB.

transmission des cycles entre économies. Ainsi, une augmentation de la consommation dans un pays conduit à une demande accrue d'importations. Il en résulte une augmentation du PIB des partenaires commerciaux de ce pays, et ce d'autant plus que les économies échangent entre elles, qui elle-même suscite un surcroît d'échanges commerciaux (effet d'écho). Une plus grande intégration commerciale devrait ainsi favoriser la synchronisation des cycles.

Cependant on peut aussi observer le résultat inverse si l'ouverture commerciale s'accompagne d'une spécialisation plus poussée des pays dans les secteurs où ils disposent d'avantages comparatifs. Dans ce cas, chaque pays est plus susceptible d'être l'objet de chocs sectoriels asymétriques.

En général, la prise en compte de canaux de transmission uniquement commerciaux comme c'est le cas dans les modèles macro-économétriques traditionnels conduit à une sous-estimation de la synchronisation des cycles par rapport à ce qui est observé. Cela provient de la non-prise en compte des canaux financiers.

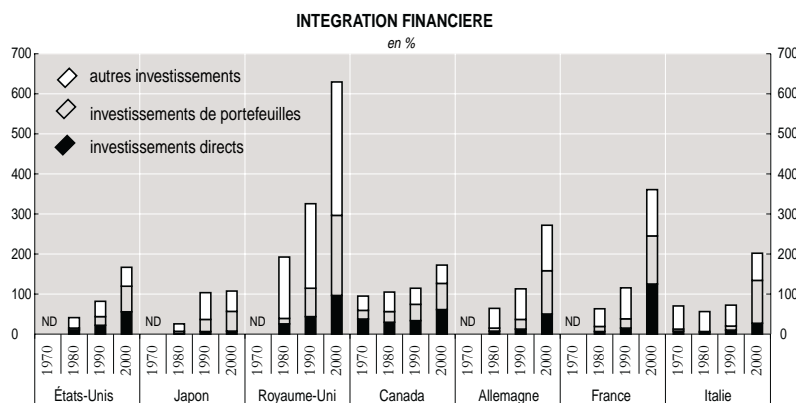
L'accélération de l'intégration financière au cours de ces trente dernières années est plus marquée que le développement des flux commerciaux. Le graphique 2 présente la somme des investissements à l'étranger et des investissements

ENCADRÉ 1 : DONNÉES UTILISÉES.

Les données de comptabilité nationale en volume (PIB et exportations) sont issues de l'OCDE. Pour les indices boursiers, l'indice retenu pour chaque pays est relativement large, par exemple le SBF250 pour la France et le S&P500 pour les États-Unis. L'indice représente la moyenne de la valeur de l'indice sur le trimestre, déflaté de l'évolution des prix à la consommation afin d'avoir un indicateur en volume. Toutes les variables sont considérées en taux de croissance et centrées, ce qui revient à supprimer la tendance de long terme des variables en niveaux. On se concentre ainsi sur les cycles plutôt que sur

la croissance à long terme et ses déterminants fondamentaux (par exemple la croissance de la productivité ou de la population qui diffèrent entre pays). Une méthode alternative plus coûteuse à mettre en œuvre mais aussi plus sujette à controverse du fait de difficultés d'estimation, aurait pu consister pour le PIB à s'intéresser à l'écart au PIB potentiel, l'output gap. Enfin, les variables sont réduites afin d'éviter dans le modèle que la variabilité du facteur commun provienne d'abord de la volatilité plus forte d'une des économies considérées. ■

2



sources : ISF, FMI. Pour la plupart des pays, les données sont non disponibles (ND) en 1970.

Note :

Ensemble des positions extérieures des pays du G7 en parts de PIB (somme des investissements à l'étranger et des investissements étrangers dans le pays).

étrangers dans un pays donné rapportée au PIB. Cet indicateur présente l'avantage de mesurer les stocks de capitaux à destination et en provenance d'un pays. Cepen-

dant, dans la mesure où certains capitaux peuvent correspondre à un arbitrage ou à une couverture, il peut donner une estimation élevée des échanges financiers. Les inves-

tissements sont ventilés entre investissements directs étrangers, investissements de portefeuille et autres investissements. La progression est particulièrement remarquable pour les pays d'Europe dans les années 1990. En France la somme des investissements de capitaux « exportés » et « importés » est ainsi passée de 0,6 fois le PIB en 1980 à 1,2 fois en 1990 et 3,6 fois en 2000. L'éclatement de la bulle liée aux nouvelles technologies a cependant ramené cet indicateur à 3,3 fois le PIB en 2002. Le rôle du Royaume-Uni comme place financière internationale apparaît aussi nettement. Le Japon a connu une forte progression entre 1980 et 1990, puis une baisse suite à l'éclatement de la bulle en 1991 ; depuis cinq ans l'indicateur est resté stable à 1,2 soit un niveau inférieur à celui des autres pays.

ENCADRÉ 2 : GLOBALISATION ET SYNCHRONISATION DES CYCLES CONJONCTURELS, QUELQUES RÉSULTATS.

Les études empiriques sur la synchronisation des cycles économiques ont connu un renouveau d'intérêt depuis quelques années, en particulier suite au ralentissement simultané aux États-Unis et en Europe en 2000-2001. Les résultats sur les évolutions tendanciennes sont cependant contrastés.

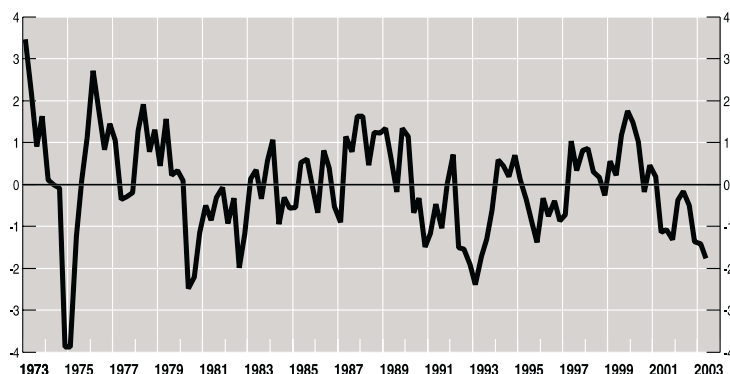
Kose, Prasad et Terrones (2003) concluent à une augmentation de la synchronisation des économies du G7. Il est vrai que leur période de référence concerne les dernières années du régime de change de Bretton-Woods et non les années 1970 marqués par une série de chocs communs de forte ampleur (chocs pétroliers, politique monétaire américaine restrictive...). Doyle et Faust (2002) apportent un résultat plus sceptique sur la synchronisation des économies. Les auteurs se concentrent sur des corrélations croisées entre économies du G7. Ils trouvent que les changements qui auraient pu avoir lieu entre économies ne sont pas statistiquement significatifs. En particulier ils remarquent qu'on n'a pas observé d'augmentation de la corrélation de la consommation entre le Canada et les États-Unis qui traduirait un meilleur partage du risque, en dépit de la très forte intégration commerciale du Canada dans la zone de libre-échange nord-américaine.

D'autres auteurs concluent en revanche à une baisse de la synchronisation entre les économies. Ainsi, à l'aide d'un modèle espace-état dont s'inspire le modèle utilisé dans cet article (cf. encadré 3), Monfort, Renne, Rüffer et Vitale (2003) mettent en évidence une diminution de la synchronisation des économies, en partie due à l'affaiblissement des chocs communs. Cependant, ils montrent aussi une augmentation des liens entre les économies du G7. En particulier, ils mettent en évidence un phénomène de transmission de chocs originaires d'Amérique du Nord vers l'Europe et affirment que cette transmission s'est renforcée sur les quinze dernières années. Stock et Watson (2003) constatent aussi une diminution de la volatilité des économies, due à des chocs internationaux de moindre importance et aussi à des modifications structurelles comme des méthodes de gestion des stocks moins coûteuses et peut-être à une politique monétaire plus adaptée. Selon eux, la baisse de ces chocs n'a pas conduit à une augmentation de la synchronisation des économies dans le monde, sauf au sein de la zone euro et peut-être au sein d'un bloc anglo-saxon. Ils affirment aussi qu'il y a une plus forte persistance des chocs locaux idiosyncrasiques.

En ce qui concerne les canaux de transmission des chocs, en dépit de l'intégration financière, le canal commercial reste le principal circuit de transmission mondiale des chocs selon Forbes et Chinn (2003). ■

3

FACTEUR COMMUN CROISSANCE G7 (HORS JAPON)



L'augmentation des placements financiers à l'étranger conduit à une plus grande sensibilité de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises à des chocs financiers extérieurs et à une plus faible sensibilité relative à des chocs domestiques. L'intégration des marchés de capitaux rend aussi plus rapide la transmission d'information mais aussi la circulation de bruits, ce qui peut donner lieu à une sur-réaction comme lors du krach boursier de 1987. Les pro-

fits des entreprises traduisent aussi les résultats de leurs filiales à l'étranger. Hors spécialisation accrue des économies, ces éléments devraient conduire à une augmentation de la synchronisation des économies.

D'autres facteurs peuvent aussi contribuer à une plus grande synchronisation entre les économies : ainsi plus les économies sont synchronisées, plus les politiques budgétaires et monétaires contra-cycli-

ques mises en œuvre le sont aussi, ce qui devrait encore renforcer la corrélation entre les économies ; une meilleure circulation de l'information peut rapprocher les anticipations tant des industriels que des consommateurs, favorisant ainsi la propagation des crises de confiance ou des anticipations de hausse des rendements futurs.

Les croissances des pays du G7 ont des variations communes importantes. Bien que les liens entre les évolutions boursières et commerciales se soient renforcés, la synchronisation des économies n'apparaît pas croissante au cours du temps

Afin de décomposer le rôle d'un cycle économique mondial sur les cycles des différentes économies du G7, on utilise un modèle espace-état, qui permet de mettre en évidence une variable inobservée ou facteur commun, le cycle économique mondial. La méthode est présentée dans l'encadré 3.

ENCADRÉ 3 : EXTRACTION D'UN CYCLE ÉCONOMIQUE MONDIAL À L'AIDE D'UN MODÈLE ESPACE-ÉTAT.

Les modèles espace-état s'appliquent à des modèles dynamiques avec des variables inobservées. Les applications concernent par exemple la mise en évidence de variables inobservées (le NAIRU ou le salaire de réserve) ou anticipées (comme le taux d'intérêt anticipé), de paramètres variables (les paramètres de la fonction de réaction de banque centrale) ou d'indicateurs synthétiques coïncidents (un indicateur de cycle économique au niveau national ou au niveau international comme ici). L'algorithme généralement employé pour calculer la vraisemblance de ces modèles est la procédure récursive du filtre de Kalman.

Le modèle se compose de deux groupes d'équations, une équation de mesure et une équation d'état, qui rassemble les variables inobservées. Le modèle espace-état retenu dans ce dossier s'écrit de la manière suivante :

(Équation de mesure) $Y_t = B \cdot Z_t$

(Équation d'état) $Z_t = C \cdot Z_{t-1} + \eta_t$

où $Y_t = (Y_{1,t}, \dots, Y_{n,t})'$ est le vecteur des observations (variations des logarithmes des PIB, exportations ou indices boursiers réels indicés par $i \in [1, n]$ pour les sept pays) ;

$Z_t = (FC_t, \varepsilon_{1,t}, \dots, \varepsilon_{n,t})'$ le vecteur d'état qui rassemble le ou les facteurs communs et $\varepsilon_{i,t}$ les erreurs de mesure ; η_t le vecteur des innovations à la date t . Le facteur commun représente le cycle économique mondial commun à l'ensemble des pays du G7 ou, si l'on retient un modèle avec deux facteurs communs régionaux, le cycle économique spécifique à chaque zone (pays anglo-saxons ou Europe continentale).

On impose un certain nombre de restrictions au modèle. Ainsi, on suppose que les innovations sont des bruits blancs indépendants normaux, centrés et réduits. Chaque variable observée n'est influencée que par le facteur commun et les erreurs de mesure. Le modèle peut donc se réécrire sous la forme suivante :

$Y_{i,t} = b_i FC_t + \varepsilon_{i,t}$ pour $i \in [1, n]$, b_i étant un vecteur ligne de dimension égale au nombre de facteurs communs

$FC_t = c_0 FC_{t-1} + \eta_{0,t}$, c_0 étant une matrice carrée de dimension égale au nombre de facteurs communs

et $\varepsilon_{i,t} = c_i \varepsilon_{i,t-1} + \eta_{i,t}$ où $\eta_{i,t}$ pour $i \in [1, n]$ sont i.i.d. et suivent une loi normale centrée. ■

Un seul facteur commun ne semble pas suffisant pour bien appréhender les cycles de croissance au sein du G7...

Nous nous intéressons ici aux résultats obtenus avec un seul facteur commun pour tous les pays du G7. Ce facteur explique une part importante des variations des taux de croissance des pays du G7 mais le Japon se démarque nettement : sur la période totale comme sur les sous-périodes considérées, sa croissance est très peu liée au facteur commun. Cette déconnexion du Japon par rapport au facteur commun s'observe également lorsque l'on considère les exportations ou les rendements boursiers. De plus, les résultats obtenus ne sont que très peu modifiés si l'on procède aux mêmes estimations en excluant le Japon de l'échantillon. Dans tout ce qui suit, nous avons donc considéré les pays du G7 hors Japon.

Le graphique 3 représente le facteur commun croissance G7 obtenu. D'après celui-ci, les pays du G7 ont connu quatre épisodes récessifs : au milieu des années 1970, au début des années 1980, au début des années 1990 et en 2000. Cela correspond bien aux faits stylisés,

avec les deux chocs pétroliers, la récession de 1991 aux États-Unis suivie du ralentissement global de 1993 et enfin le retournement qui est survenu en 2000 avec l'éclatement de la bulle dans les secteurs des nouvelles technologies de l'information.

On observe des co-mouvements importants au sein des pays du G7. Ainsi, sur l'ensemble de la période considérée, le facteur commun explique de 15 à 62% de la variance observée sur ces variables (cf. tableau 4), les pays d'Europe continentale étant en moyenne plus liés au cycle mondial que les pays anglo-saxons.

Afin d'explorer l'éventualité d'une hausse du lien entre les croissances des pays du G7, nous avons effectué les mêmes estimations sur deux sous-périodes. Les résultats obtenus ne permettent pas d'étayer l'hypothèse que les liens entre les taux de croissance des pays du G7 se soient accrus entre ces deux périodes. En effet, la part de la variance de la croissance expliquée par le facteur n'est en hausse que pour deux pays (la France et l'Italie) mais elle est en baisse pour les autres pays et même en très forte baisse pour l'Allemagne.

Ceci pourrait provenir notamment du choc de la réunification, même s'il a été transmis en partie à ses partenaires européens. Notons aussi que le facteur commun est beaucoup plus volatil sur la première période, notamment en raison des chocs pétroliers. L'écart type du facteur commun mesuré sur la première sous-période est supérieur d'un tiers à sa valeur sur la seconde sous-période.

... il est nécessaire de distinguer deux zones : l'Europe continentale et une zone anglo-saxonne

La modélisation précédente néglige potentiellement un phénomène important : une intégration plus poussée entre pays d'Europe continentale, du fait du marché commun et du système monétaire européen puis de l'euro, que vis-à-vis des autres pays. Nous avons donc procédé à la recherche de deux facteurs communs, l'un pour l'Europe continentale et l'autre pour les pays anglo-saxons. Une étude préliminaire de ces deux facteurs estimés isolément (non présentée ici) montre qu'il existe un lien entre eux allant du facteur anglo-saxon vers le facteur européen. Nous avons donc à nouveau

Tableau 4 : Part de la variance de la croissance expliquée par le facteur commun croissance

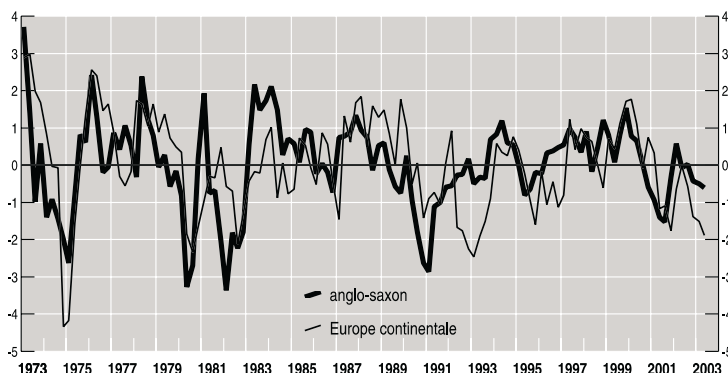
	Avec le Japon			Sans le Japon		
	1973-2003	1973-1986	1987-2003	1973-2003	1973-1986	1987-2003
États-Unis	22%	41%	16%	19%	39%	15%
Japon	7%	17%	4%	—	—	—
Royaume-Uni	15%	24%	18%	15%	24%	16%
Canada	23%	33%	23%	20%	32%	15%
Allemagne	34%	73%	16%	34%	78%	19%
France	53%	43%	61%	62%	43%	67%
Italie	39%	23%	31%	38%	22%	34%

Tableau 5 : Part de la variance de la croissance expliquée par les facteurs croissance régionaux

	expliquée par	1973-2003	1973-1986	1987-2003	1994-2003
États-Unis	facteur commun anglo-saxon	58%	67%	43%	39%
Royaume-Uni	"	16%	11%	53%	27%
Canada	"	51%	41%	77%	76%
Allemagne	facteur commun Europe continentale	31%	49%	20%	23%
France	"	62%	51%	75%	67%
Italie	"	45%	51%	38%	28%
Facteur Europe continentale	facteur anglo-saxon	34%	42%	33%	79%

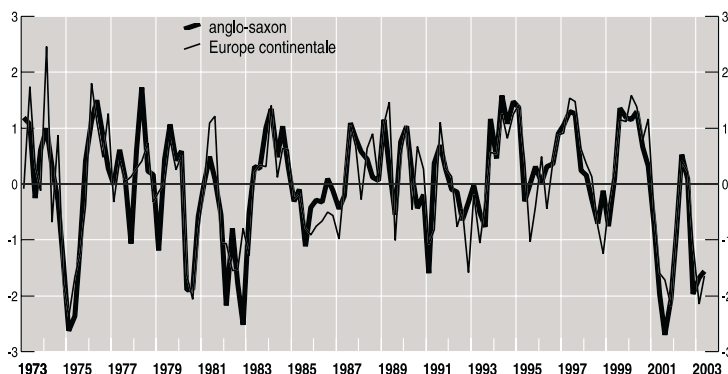
4

FACTEURS COMMUNS CROISSANCE ANGLO-SAXON ET EUROPE CONTINENTALE



5

FACTEURS COMMUNS COMMERCE ANGLO-SAXON ET EUROPE CONTINENTALE



extrait ces deux facteurs en tenant compte explicitement de ce lien. Pour des raisons d'identification, on suppose que le facteur commun anglo-saxon a une influence sur le facteur commun européen après un trimestre. Le modèle ne permet pas de prendre en compte une influence contemporaine d'un facteur commun sur l'autre.

Les deux facteurs obtenus rendent mieux compte des faits stylisés que dans le cas d'un seul facteur. Ils

font notamment ressortir qu'en 1991 les États-Unis étaient en récession alors que les pays européens n'ont connu qu'un ralentissement et que, en 1993, alors que l'économie américaine avait redémarré, les économies d'Europe continentale ont connu une période de turbulences (politique monétaire restrictive liée aux suites de la réunification allemande, crise du SME...) (cf. graphique 4).

Cette modélisation permet de mieux expliquer les fluctuations des croissances des pays du G7 hors Japon (cf. tableau 5). Au sein des pays d'Europe continentale, on n'observe pas de hausse claire des liens entre les croissances : si la part de la variance de la croissance expliquée par le facteur commun d'Europe continentale est en hausse entre les deux sous-périodes pour la France, elle est en forte baisse pour l'Italie et, surtout pour l'Allemagne. La situation est tout aussi contrastée au sein de la zone anglo-saxonne : la part de la variance expliquée progresse avec le temps pour le Royaume-Uni et le Canada mais elle baisse dans le cas des États-Unis. Par ailleurs, on note un affaiblissement du lien existant entre les deux facteurs communs pour la deuxième sous-période mais celui-ci se renforce nettement sur les dix dernières années. Deux lectures de ces évolutions sont possibles. Soit les deux zones s'éloignent même si elles ont subi, avec la formation puis l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies, un choc exogène commun qui a touché l'Europe avec retard. Soit la période 1991-1993 était atypique, notamment du fait de la réunification allemande, ce qui a conduit à une décorrélation temporaire des cycles.

Les liens entre les exportations au sein du G7 sont forts et se sont renforcés au cours du temps

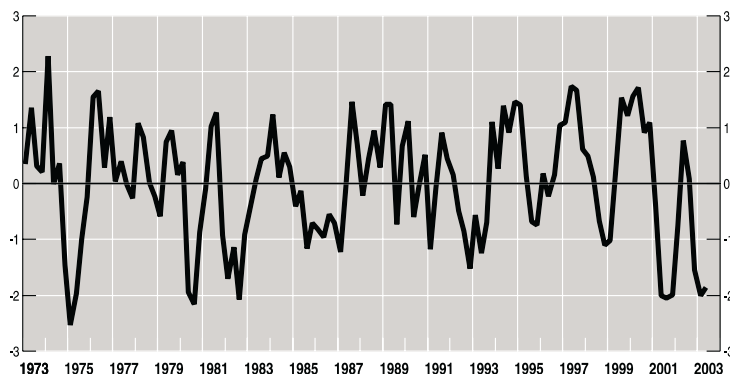
Afin d'explorer plus avant le rôle joué par le canal du commerce dans la synchronisation des cycles économiques, nous avons cherché à isoler un ou plusieurs facteurs

Tableau 6 : Part de la variance des exportations expliquée par le facteur commun commerce

	Deux facteurs	Un seul facteur			
	1973-2003	1973-2003	1973-1986	1987-2003	1994-2003
États-Unis	21%	19%	7%	35%	42%
Royaume-Uni	12%	16%	16%	21%	35%
Canada	18%	9%	10%	10%	24%
Allemagne	40%	31%	41%	28%	51%
France	49%	51%	35%	70%	78%
Italie	17%	13%	19%	12%	33%

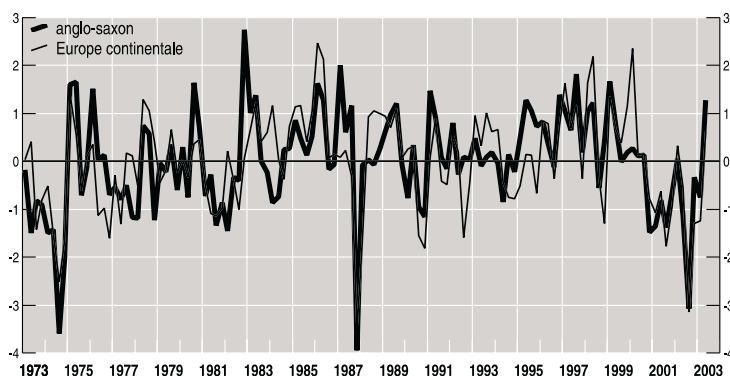
6

FACTEUR COMMUN COMMERCE



7

FACTEURS COMMUNS BOURSIER ANGLO-SAXON ET EUROPE CONTINENTALE



communs aux évolutions des exportations des pays considérés. Le but est ensuite, à partir de ces composantes communes sur le commerce, d'expliquer les évolutions observées quant à la synchronisation des cycles de croissance.

Comme dans le cas des taux de croissance, nous avons testé deux spécifications possibles : avec un seul facteur commun pour tous les pays du G7 hors Japon ou avec deux facteurs, l'un pour les pays anglo-saxons et l'autre pour les pays d'Europe Continentale. Dans ce second cas, l'étude économétrique fait ressortir un lien allant du facteur anglo-saxon vers le facteur d'Europe continentale. Il a donc été tenu compte explicitement de ce lien dans la détermination des facteurs communs.

L'étude des résultats obtenus lorsqu'on postule l'existence de deux facteurs indique que la présence du

second facteur est superflue. En effet, ces facteurs ne présentent que peu de différence (cf. graphique 5) et le pouvoir explicatif des facteurs communs sur les évolutions des exportations n'est pas meilleur quand on considère deux facteurs que dans le cas où l'on n'en considère qu'un (cf. tableau 6). De plus, il apparaît que les variations du facteur commun d'Europe continentale s'expliquent en très grande partie par celles du facteur commun anglo-saxon qui présente une plus forte persistance.

Par conséquent, la modélisation avec un seul facteur commun à l'ensemble des pays considérés a été retenue. Nous appellerons par la suite ce facteur commun "facteur commun commerce". En plus des épisodes récessifs, le facteur commun commerce fait ressortir les effets de la crise asiatique sur le commerce mondial. Ainsi, on ob-

serve une augmentation du facteur commun jusqu'à la crise asiatique en 1997 puis un retournement dans le courant de 1998 et, enfin, un creux début 1999 suivi d'une reprise (cf. graphique 6).

Sur l'ensemble de la période, les co-mouvements des exportations sont notables : le facteur commun commerce explique de 10 à 50% des variations des exportations des pays considérés. Qui plus est, ils se sont nettement renforcés entre les deux sous-périodes considérées (cf. tableau 6), en ligne avec l'intégration commerciale croissante observée. L'intensification des liens commerciaux, entre ces pays mais aussi vis-à-vis de pays tiers, serait donc de nature à renforcer la synchronisation des cycles commerciaux entre les pays du G7 (hors Japon).

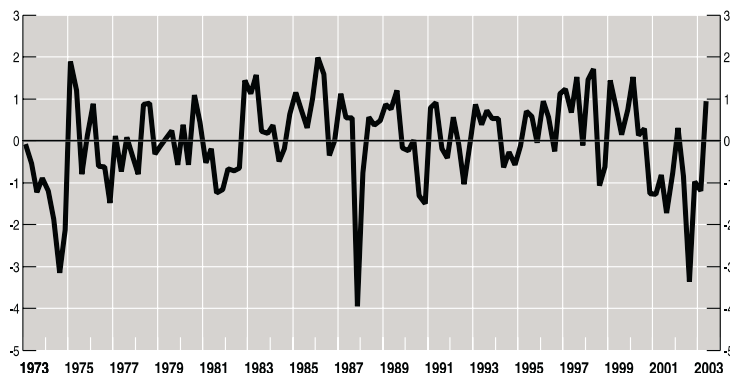
Les liens entre évolutions boursières sont très forts et se sont également accrues au sein du G7

Afin d'étudier le second canal de synchronisation des cycles évoqué, nous avons appliqué la même démarche aux évolutions boursières réelles, c'est-à-dire les évolutions trimestrielles des cours boursiers corrigées des évolutions des prix. Nous avons été amenés à tester deux spécifications alternatives, avec un seul facteur commun ou avec deux facteurs communs, un pour l'Europe continentale et un pour les pays anglo-saxons. À la différence des cas précédents (croissance et commerce), il ne ressort pas de propagation d'une zone vers l'autre, ce qui de prime abord peut paraître étonnant. Ceci tient sans doute à une synchronisation plus rapide à s'établir, qui ne permet pas d'identifier sur données trimestrielles l'existence d'une propagation dans un sens ou dans l'autre.

En fait, la présence d'un second facteur apparaît également superflue dans ce cas car les deux facteurs extraits sont à nouveau très proches l'un de l'autre (cf. graphique 7) ; la part de la variance des

8

FACTEUR COMMUN BOURSIER



rendements boursiers expliquée par les deux facteurs est peu différente de celle expliquée par un seul facteur (cf. tableau 7) ; l'absence de propagation d'un facteur vers l'autre vient du fait qu'ils sont fortement corrélés en contemporain et non en retardé. La périodicité trimestrielle de nos séries ne permet pas de déceler de manière flagrante d'éventuels phénomènes de propagation qui seraient présent dans des séries à très haute fréquence. Par conséquent, nous avons retenu

la modélisation à un seul facteur commun pour l'ensemble des pays considérés.

Le facteur commun boursier fait principalement ressortir deux événements (cf. graphique 8) : d'une part, le krach boursier de la fin 1987 ; d'autre part, la mauvaise orientation des marchés boursiers de la fin 2000 à la fin 2002. On observe également, mais avec une bien moindre ampleur, les épisodes récessifs enregistrés par le PIB. Ce

facteur correspond donc bien aux faits stylisés et il présente des mouvements marqués qui lui sont propres.

Sur l'ensemble de la période, les co-mouvements des performances boursières sont très importants pour les six pays considérés (cf. tableau 7). Le facteur commun explique plus de la moitié des variations de leurs rendements boursiers. Ce lien s'est nettement renforcé entre les deux sous-périodes, sauf dans le cas des États-Unis où il est en baisse mais reste à un niveau élevé et au Canada où il est stable. Les cycles boursiers semblent donc également avoir évolué dans le sens d'une plus grande synchronisation, particulièrement en Europe continentale.

Tableau 7 : Part de la variance des évolutions boursières réelles expliquée par le facteur commun boursier

	Deux facteurs	Un seul facteur			
	1973-2003	1973-2003	1973-1986	1987-2003	1994-2003
États-Unis	100%	75%	87%	66%	69%
Royaume-Uni	44%	54%	42%	60%	68%
Canada	61%	58%	62%	55%	55%
Allemagne	60%	56%	41%	76%	85%
France	83%	70%	45%	92%	93%
Italie	49%	43%	32%	63%	67%

Tableau 8 : Part de la variance de la croissance expliquée par le facteur commun commerce et par le facteur commun boursier

	1973-2003		1973-1986		1987-2003		1994-2003	
	Commerce	Boursier	Commerce	Boursier	Commerce	Boursier	Commerce	Boursier
États-Unis	12%	10%	59%	22%	11%	12%	27%	53%
Royaume-Uni	6%	5%	10%	14%	12%	5%	14%	42%
Canada	16%	3%	63%	9%	18%	19%	33%	42%
Allemagne	17%	5%	58%	22%	13%	3%	25%	29%
France	35%	2%	53%	2%	31%	2%	48%	15%
Italie	14%	6%	32%	33%	30%	4%	67%	23%

Tableau 9 : Part de la variance des facteurs communs croissance expliquée par les autres facteurs communs

Période	Facteurs communs explicatifs	Facteurs communs croissance expliqués	
		Anglo-saxon	Europe continentale
1973-2003	Commerce	19%	38%
	Boursier	11%	4%
	Croissance anglo-saxon(*)		5%
1973-1986	Commerce	33%	51%
	Boursier	29%	25%
	Croissance anglo-saxon (*)		2%
1987-2003	Commerce	15%	32%
	Boursier	18%	5%
	Croissance anglo-saxon (*)		13%
1994-2003	Commerce	27%	47%
	Boursier	44%	26%
	Croissance anglo-saxon (*)		6%

(*) : ces parts de variance expliquées diffèrent de celles présentées dans le tableau 3. En effet, il s'agit ici des parts de la variance du facteur commun croissance de l'Europe continentale qui n'est pas expliquée par les facteurs communs commerce ou boursier mais qui l'est par le facteur commun croissance anglo-saxon.

La baisse de la synchronisation des croissances économiques ces quinze dernières années peut s'expliquer par l'affaiblissement des chocs communs ou par l'importance de chocs spécifiques au début des années 1990

Dans cette partie, nous nous intéressons au pouvoir explicatif des facteurs communs spécifiques issus de l'analyse précédente pour la croissance des économies. Nous régressons la croissance du PIB dans chaque pays sur les facteurs communs commerce et boursier en supposant que les facteurs agissent avec au maximum quatre retards. Cette structure parcimonieuse permet d'obtenir des résidus satisfaisants. Nous calculons ensuite la variance expliquée par les régresseurs (cf. tableau 8). Le pouvoir explicatif de ces deux éléments est généralement inférieur à celui du facteur commun croissance pris isolément si on prend en compte la période complète. Ce modèle est relativement plus explicatif sur la première sous-période que pour la seconde. Une partie de la perte d'information provient peut-être de ce que les caractéristiques régionales ne sont pas présentes dans les facteurs commerce et boursier alors qu'elles l'étaient dans une analyse au niveau du PIB. Par ailleurs, la première sous-période a été soumise à deux chocs pétroliers

qui se sont transmis à l'ensemble des économies.

Dans l'analyse des facteurs communs croissance, nous avons déjà noté une baisse du pouvoir explicatif du facteur commun entre les deux sous-périodes. Ce résultat est renforcé dans le cadre de cette décomposition. La baisse du pouvoir explicatif du facteur boursier est d'ailleurs particulièrement importante. Ce résultat conduit à interpréter de manière prudente l'impact de l'intégration économique et financière. Plusieurs facteurs peuvent constituer des éléments d'explication. La sphère financière, si elle devient plus intégrée internationalement, prend peut-être plus d'autonomie vis-à-vis de la sphère réelle. Cela est d'autant plus vrai si elle est soumise à des mouvements de baisse simultanée des marchés boursiers, comme en 1987, ou de spéculation comme avec la bulle technologique jusqu'en 2000-2001. Ces résultats tiennent cependant peut-être aussi en partie au rôle des chocs asymétriques du début des années 1990 (récession américaine et réunification allemande). En effet, en estimant chacun des facteurs communs uniquement sur la période 1994-2003, on note une augmentation pour l'ensemble des pays du rôle explicatif à la fois du facteur boursier et du facteur commerce.

Enfin, nous essayons d'expliquer les facteurs communs croissance. L'objectif est de déterminer, dans les co-mouvements des économies, le rôle joué par chacun des facteurs qui pourraient expliquer la synchronisation des économies. On constate alors trois phénomènes (cf. tableau 9) :

- Le pouvoir explicatif des facteurs communs commerce et boursier sur les facteurs communs croissance est en nette baisse entre les deux périodes. Ici aussi, nous observons une augmentation de leurs pouvoirs explicatifs si nous nous restreignons à la période 1994-2003.

- Les variations du facteur commun d'Europe continentale s'expliquent beaucoup mieux. La conjoncture économique de l'Europe continentale serait donc plus liée à l'environnement international que celle des pays anglo-saxons.

- La part de la variance du facteur croissance de l'Europe continentale non expliquée par les facteurs commerce et boursier mais expliquée par le facteur commun anglo-saxon est faible, mais en hausse sensible entre les deux sous-périodes.

Ainsi, l'accélération des interdépendances commerciales et financières entre les pays du G7 depuis quinze ans n'a pas conduit à une augmentation de la synchronisation des économies. Ce constat de prime abord paradoxal peut s'expliquer par la baisse de chocs communs sur cette période mais aussi par l'importance de chocs spécifiques au début des années 1990 pour chacune des zones que nous avons identifiées. En effet, en se restreignant à la période 1994-2003, le pouvoir explicatif des facteurs communs boursiers et commerciaux a augmenté. Les résultats ne permettent toutefois pas de conclure à une augmentation de la synchronisation des croissances économiques. ■

Bibliographie

Forbes, Kristin et Menzie Chinn (2003), «A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time», NBER Working Paper.

Gouriéroux, Christian et Alain Monfort (1995), Séries temporelles et modèles dynamiques, Economica.

Hamilton, James (1994), Times Series Analysis, Princeton University Press.

FMI (2001), «International Linkages : Three perspectives», World Economic Outlook, Fonds Monétaire International, octobre.

Kose, Ayhan, Eswar Prasad and Marco Terrones (2003), «How Does Globalization Affect the Synchronisation of BS?», FMI, document de travail.

Monfort, Alain, Jean Paul Renne, Rasmus Ruëffer et Giovanni Vitale (2002), «Is Economic Activity in the G7 Synchronized?», miméo.

Stock, James et Mark Watson (2003), «Understanding Changes in International Business Cycle Dynamics», NBER Working Paper.



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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (37,2%) ⁽¹⁾											
PIB	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 ⁽²⁾	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 ⁽³⁾	-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
Contributions :											
<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
ROYAUME-UNI (5,6%) ⁽¹⁾											
PIB	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 ⁽⁴⁾</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 ⁽⁴⁾</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 ⁽⁵⁾	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
Contributions :											
<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*).

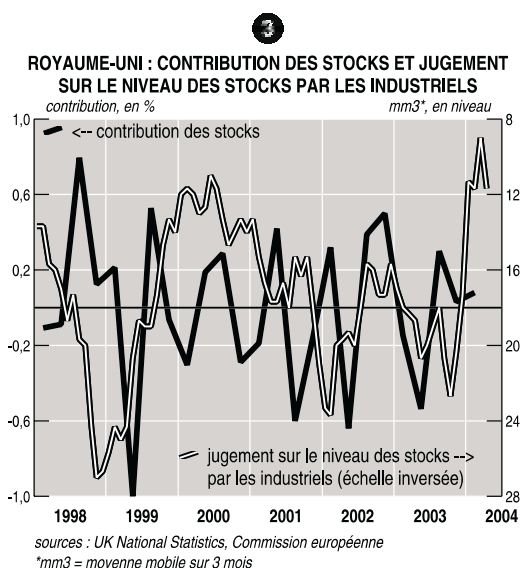
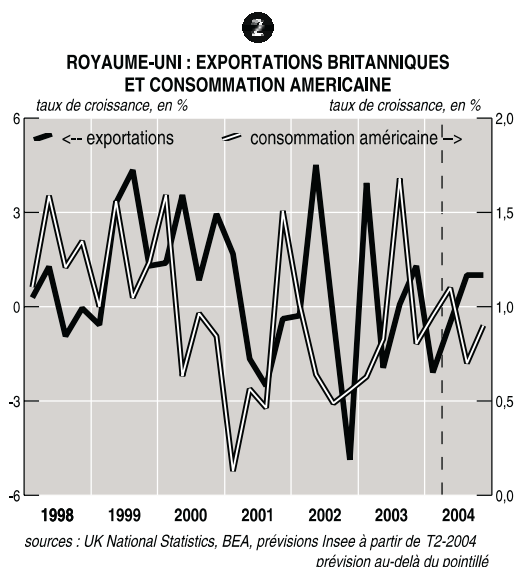
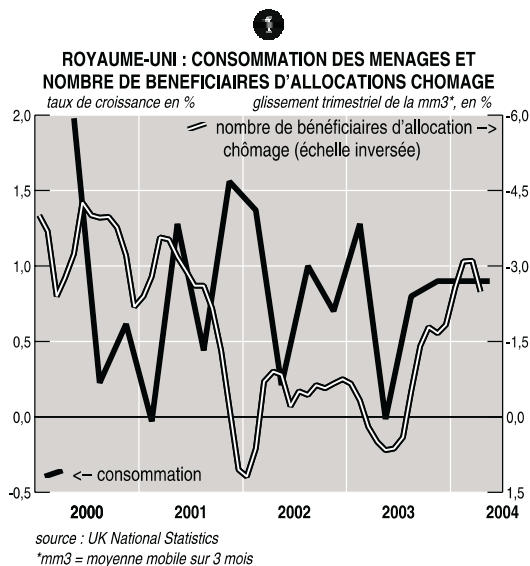
Au Royaume-Uni, en dépit du léger ralentissement de la demande intérieure lié au resserrement monétaire, la croissance du PIB serait dynamique, soutenue notamment par l'accélération des exportations

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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e 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. ■

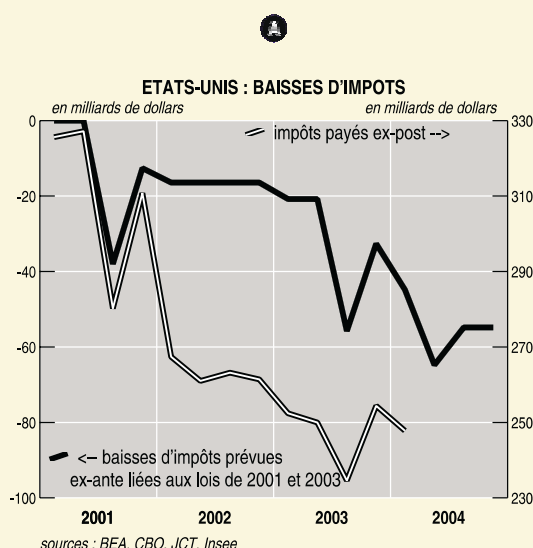
ENCADRÉ 1 : ÉTATS-UNIS : IMPACT SUR LA CONSOMMATION DES BAISSES D'IMPÔTS, UNE ACTUALISATION DE L'ENCADRÉ DE LA NOTE DE MARS 2004

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.

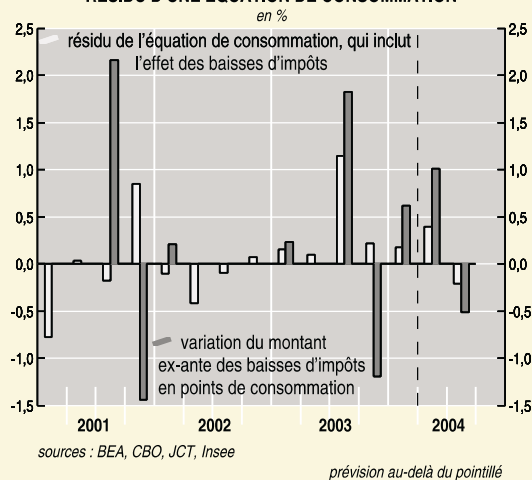
Ex ante, les impôts baisseraient à nouveau aux deuxième et troisième trimestres de 2004. Par rapport au niveau observé au premier trimestre de 2004, ils s'établiraient 20 milliards plus bas au deuxième trimestre et 10 milliards plus bas au troisième trimestre. Ces chiffres sont obtenus à partir des dernières 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 : BAISSES D'IMPÔTS ET RÉSIDU D'UNE ÉQUATION DE CONSOMMATION



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).

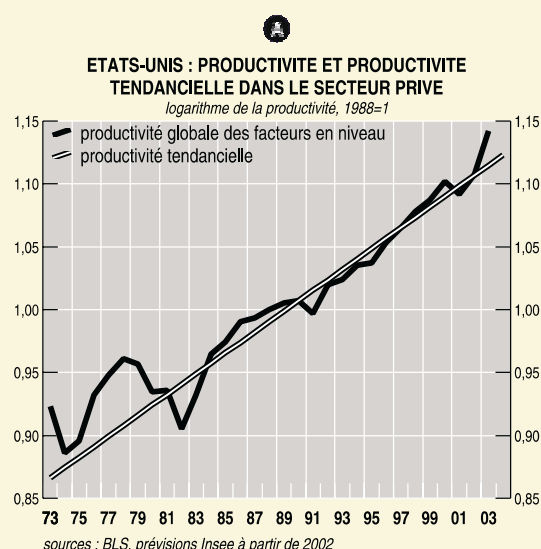
La baisse d'impôt augmenterait donc la consommation de 0,2 point⁽¹⁾. Le niveau de la consommation serait particulièrement élevé au deuxième trimestre dans la mesure où les chèques de remise d'impôt sont touchés au printemps. L'effet sur la croissance de la consommation serait de 0,4 point au deuxième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



Note :

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

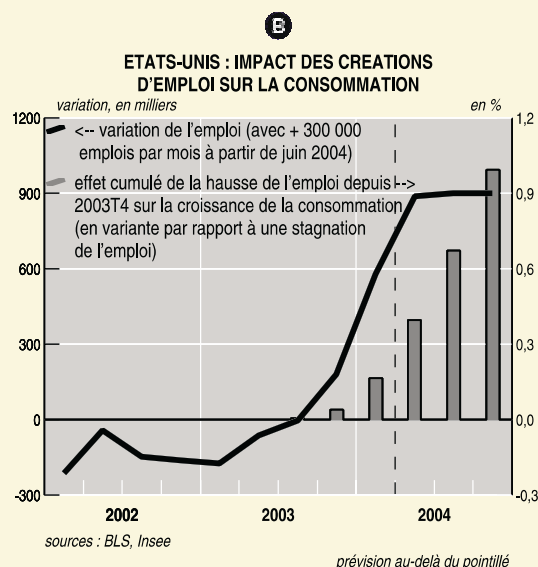
Plusieurs indicateurs sur le marché du travail indiquent une croissance de l'emploi toujours vive pour les trimestres à venir : les demandes d'assurance chômage sont nettement inférieures au seuil de 400 000 et les indices de confiance ISM des entreprises relatifs à l'emploi sont bien orientés. Cet encadré 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).



(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 α 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

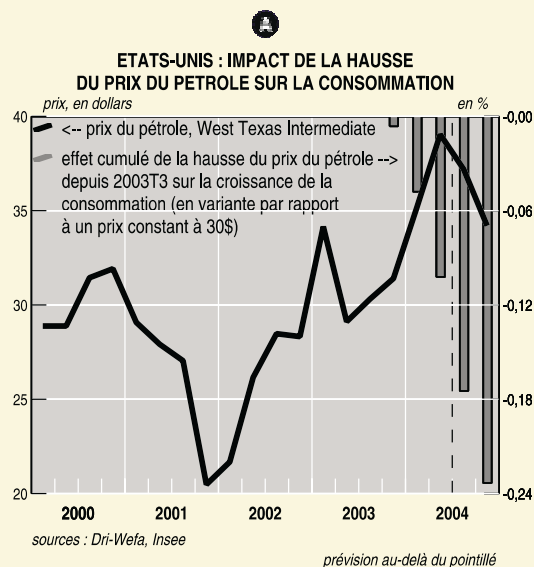
Depuis début 2004, la croissance des prix a augmenté aux États-Unis : la croissance trimestrielle de l'indice des prix est de 0,9% au premier trimestre à comparer à 0,2% au quatrième trimestre de 2003. Cette hausse de l'inflation n'est pas limitée aux biens énergétiques puisque l'indice des prix hors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

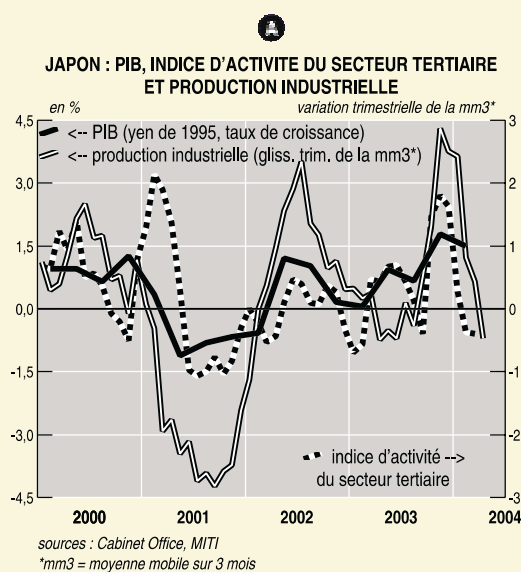


ENCADRÉ 4 : LA CROISSANCE JAPONAISE ACCÉLÉRERAIT AU SECOND SEMESTRE DE 2004

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-



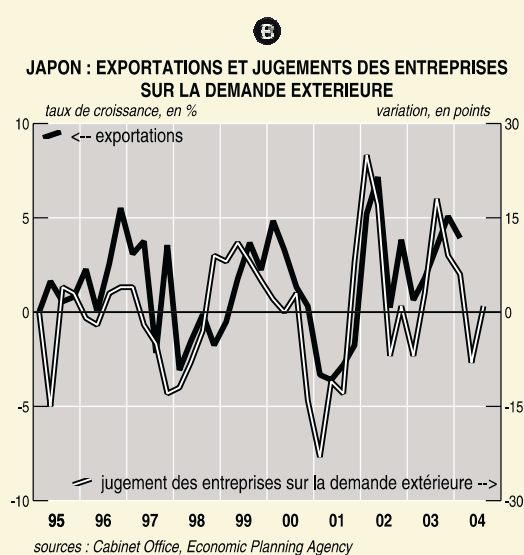
ration se traduirait par une accélération de la consommation à partir du second semestre. De plus, selon l'Institut de l'Administration du Travail, les bonus d'été dans les grandes entreprises devraient augmenter de 4,7% par

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. ■

	Variations trimestrielles								(en %)		
	2003				2004				Variations annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2002	2003	2004
JAPON											
PIB	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
Contributions :											
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.

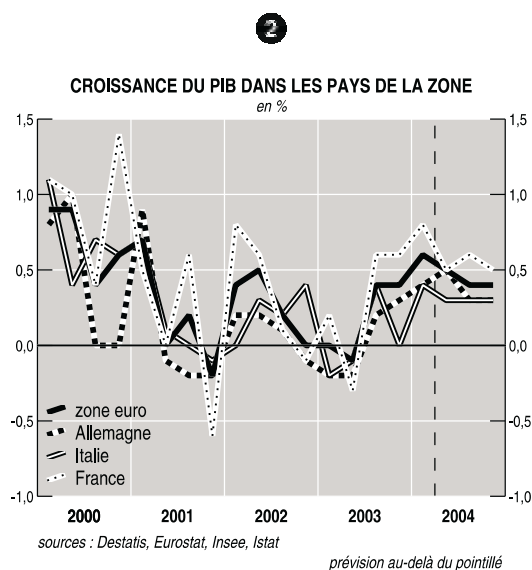
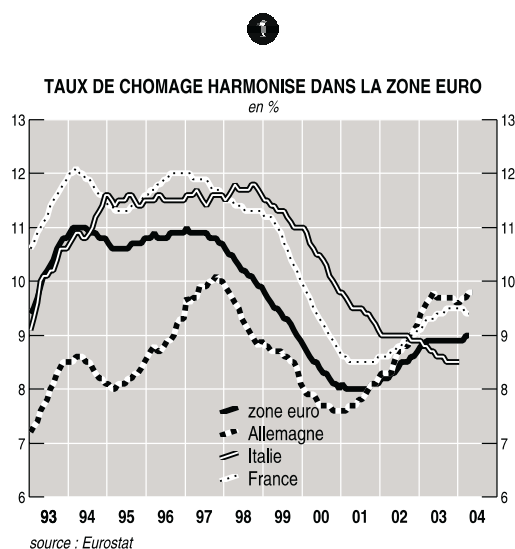
L'activité continuerait de progresser tout au long de l'année 2004, mais en ralentissant légèrement en fin d'année vers un rythme proche de son potentiel. En moyenne annuelle, la croissance du PIB serait de 1,8%. Les exportations resteraient soutenues par une croissance mondiale toujours forte. Les perspectives 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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
ALLEMAGNE (31,5%) ⁽¹⁾											
PIB	-0,2	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,1	1,3
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
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,1	-0,3	0,0	0,2	-0,6	0,5	0,3	0,3	-1,7	-0,3	0,1
Variations de stocks	0,7	0,2	-0,9	0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,7	0,1
Commerce extérieur	-1,0	-0,1	1,1	-0,4	0,8	0,1	0,0	0,0	1,7	-0,5	1,1
FRANCE (22,3%) ⁽¹⁾											
PIB	0,2	-0,3	0,6	0,6	0,8	0,5	0,6	0,5	1,1	0,5	2,3
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
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	0,5	0,5	0,5	1,7	1,6	2,5
Variations de stocks	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,3
Commerce extérieur	-0,5	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-0,4
ITALIE (16,5%) ⁽¹⁾											
PIB	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,1
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
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-1,2	0,2	0,3	-0,2	1,0	0,4	0,4	0,5	0,9	0,7	1,6
Variations de stocks	1,1	0,1	-0,9	0,7	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,6	-0,4
Commerce extérieur	-0,1	-0,4	1,1	-0,5	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,9	-0,9	-0,1
ESPAGNE (9,0%) ⁽¹⁾											
PIB	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,0	2,4	2,6
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
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,7	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	2,6	3,3	3,5
Variations de stocks	-0,6	-0,5	0,7	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
Commerce extérieur	0,4	0,5	-0,7	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-1,0	-0,9
ZONE EURO (27,4%) ⁽²⁾											
PIB	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,9	0,5	1,8
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
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,8	1,2
Variations de stocks	0,3	0,0	-0,2	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2
Commerce extérieur	-0,4	-0,1	0,4	-0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,5	-0,7	0,3

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

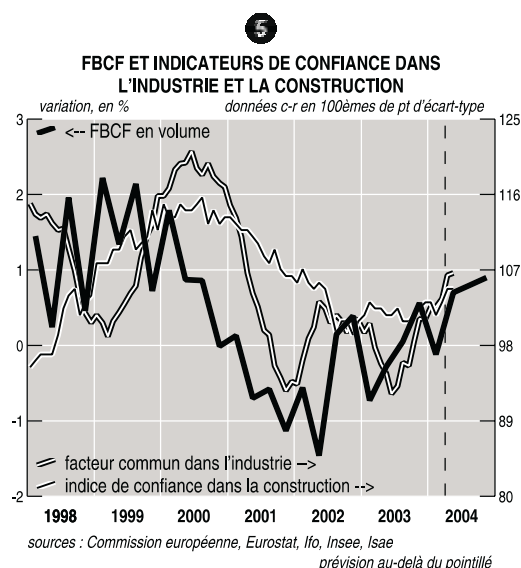
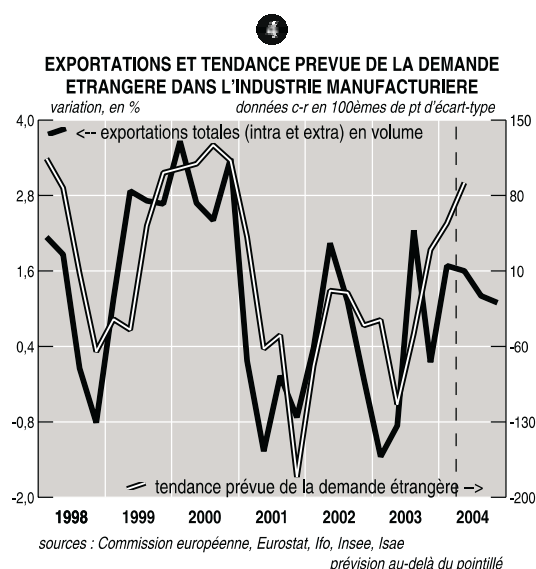
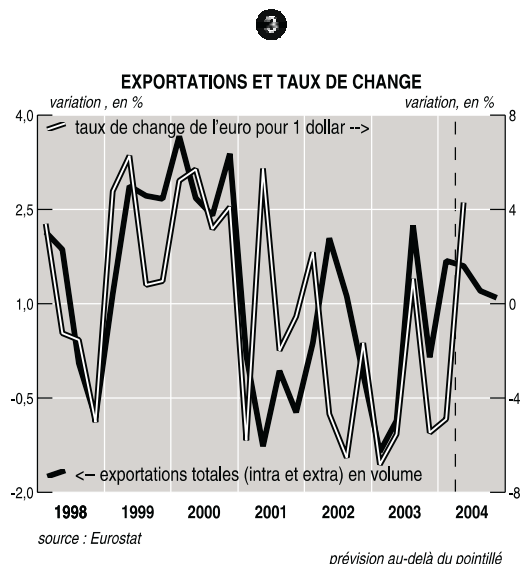
Les exportations extra-zone resteraient favorisées par le dynamisme de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (États-Unis et Royaume-Uni notamment). La stabilisation du taux de change à un niveau voisin de 1,20 dollar/euro, après avoir approché 1,29 dollar/euro en début d'année, 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^{er} 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.

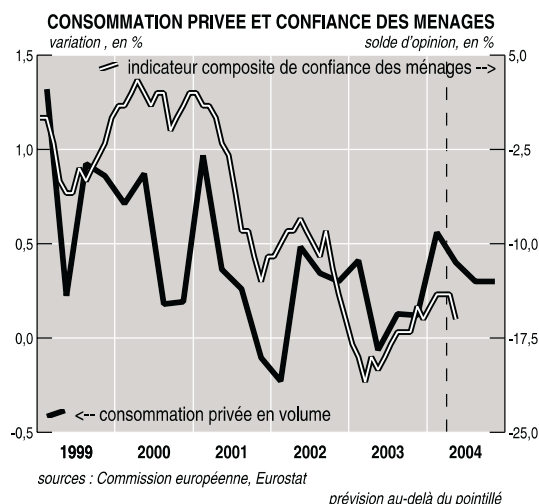
La consommation des ménages resterait globalement modeste sur l'année, ponctuellement soutenue par des baisses d'impôt en Allemagne au deuxième trimestre

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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.		
Volumes										
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
Prix										
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
Emploi et chômage										
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
Divers										
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⁽¹⁾ 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

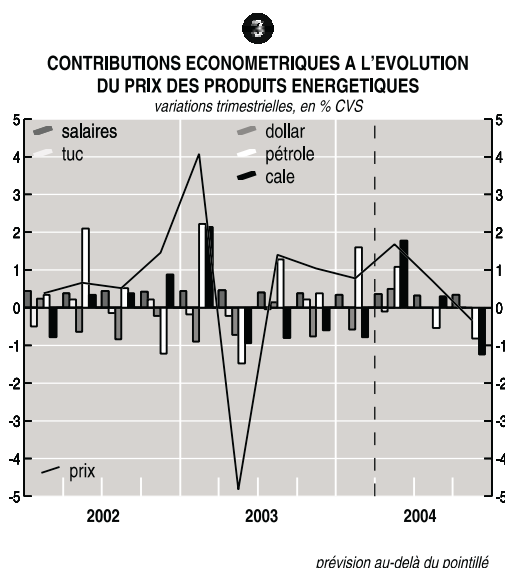
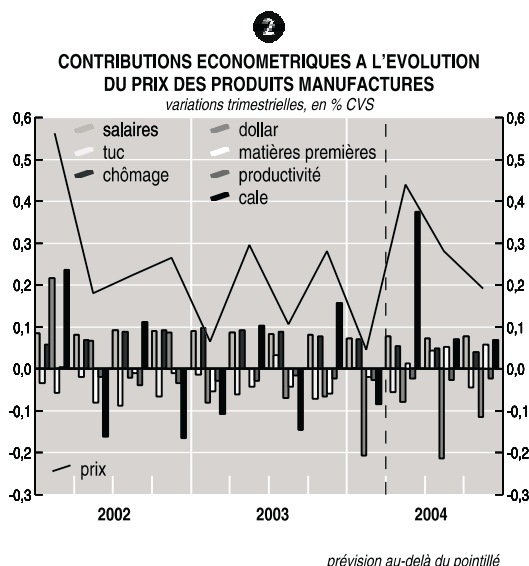
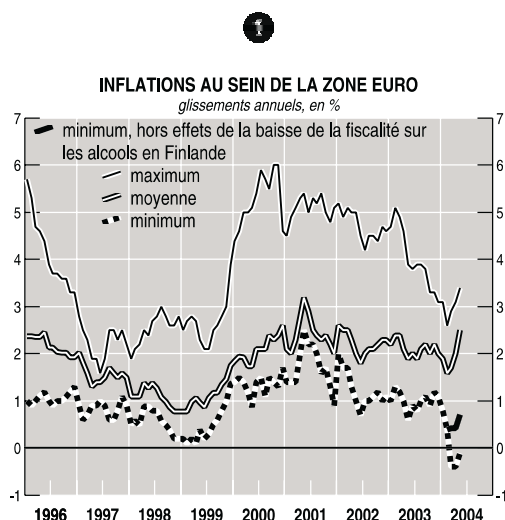
L'inflation dans la zone euro s'est inscrite en nette baisse entre la fin de l'année 2003 et le début de l'année 2004, passant de 2,2% en novembre 2003 à 1,6% en février 2004. Cependant, elle a nettement rebondi par la suite pour s'établir à 2,5% en mai 2004. Ce mouvement provient essentiellement de 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
Ensemble (100,0%)	2,1	2,0	2,5	2,4	2,0
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,5%)	2,4	3,6	3,1	2,7	2,5
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
Énergie (8,1%)	2,2	1,8	6,7	7,5	3,7
Inflation sous-jacente (72,3%)	2,0	1,6	1,8	1,8	1,7
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



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.

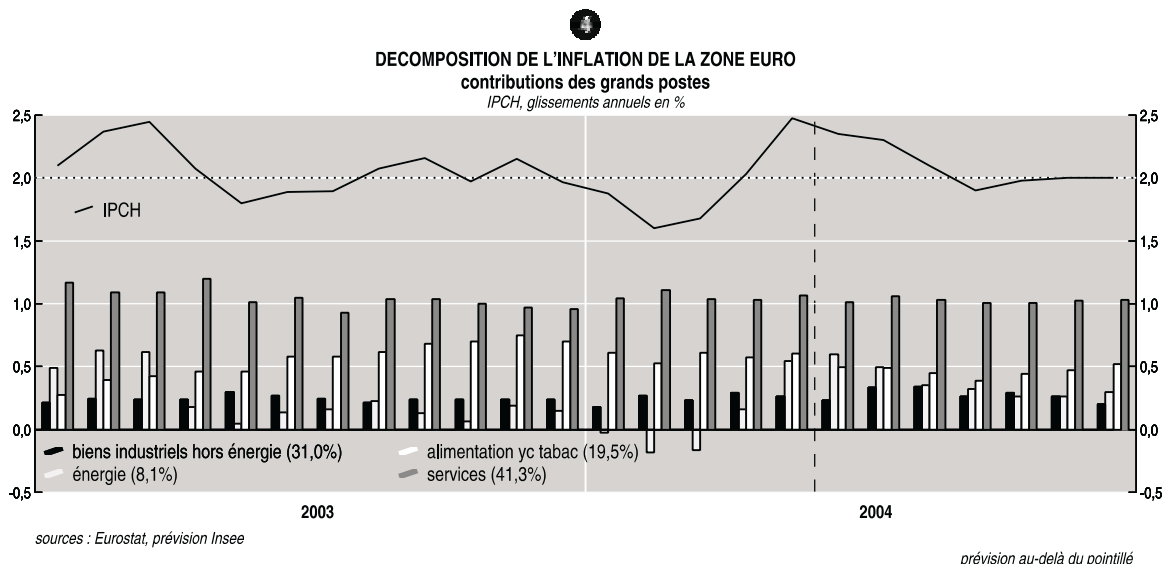
Le resserrement des écarts d'inflation au sein de la zone euro s'est interrompu début 2004.

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



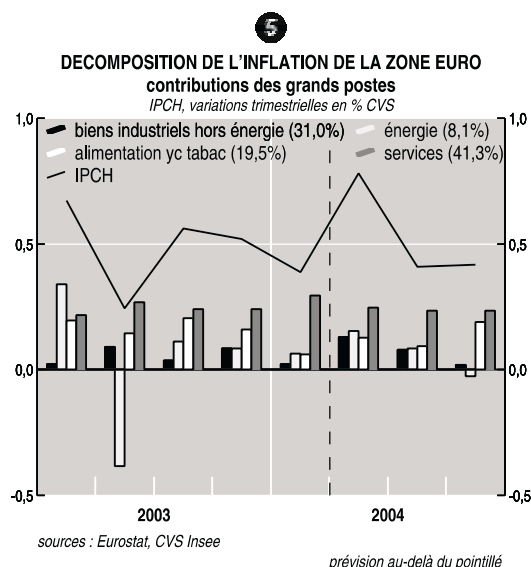
moindre mesure, des premiers effets sur les prix de la phase basse du cycle précédent. Le glissement annuel des prix des produits manufacturés, qui atteint 0,8% en mai 2004, serait stable en juin 2004 puis se replierait à 0,6% en décembre, malgré l'effet haussier de l'augmentation passée des prix des 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. ■



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'établit 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⁽¹⁾

s'établit, quant à lui, autour de 40\$ au mois de mai. Cette cotation est généralement supérieure à celle du Brent de 1,5\$⁽²⁾. 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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e 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

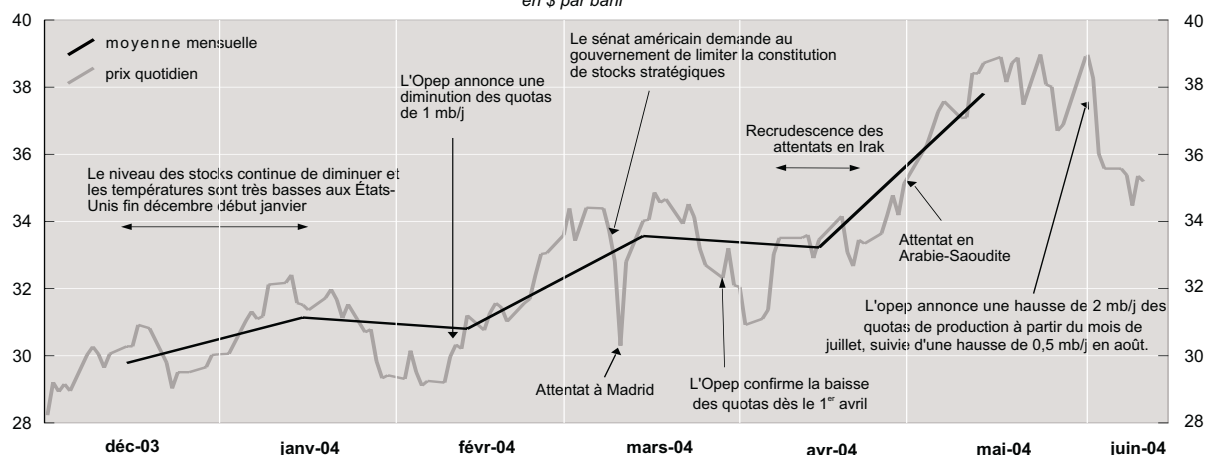
Prévision

Sources : Financial Times, Banque de France

1

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⁽³⁾, 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 ⁽¹⁾	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 ⁽²⁾	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 ^(2,3)	8,7	9,5	0,8
Emirats Arabes Unis	2,3	2,5	0,2
Venezuela	2,2	2,4	0,2
Total Opep hors Irak	26,1	27,9	1,8
Irak	2,1	2,8	0,7
TOTAL	28,2	30,7	2,5

(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

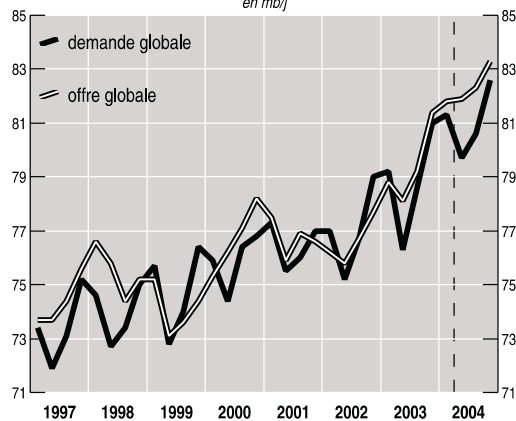
(3) : l'Arabie Saoudite peut atteindre 10,5 mb/j en 90 jours

Source : Agence Internationale de l'Energie

2

DEMANDE ET OFFRE GLOBALE

en mb/j



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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Opep excluant l'Irak							
Quotas de production	24,5	23,5	25,8	26,0	24,5	23,5	23,5
Production totale	25,9	25,9 ⁽¹⁾	26,1 ⁽¹⁾	26,1 ⁽¹⁾	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
Irak	2,1	2,2 ⁽¹⁾	2,2 ⁽¹⁾	2,2 ⁽¹⁾	2,4	2,3	2,1
Total OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs)	4,0	4,1	4,1	4,2	4,0	4,0	4,0
Total (y compris NGLs) Non Opep	49,9	49,8 ⁽²⁾	49,9 ⁽²⁾	50,8 ⁽²⁾	49,8	49,7	49,7
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
TOTAL	81,8	82,0	82,3	83,3	82,0	81,6	82,0

■ 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⁽⁴⁾ » 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.

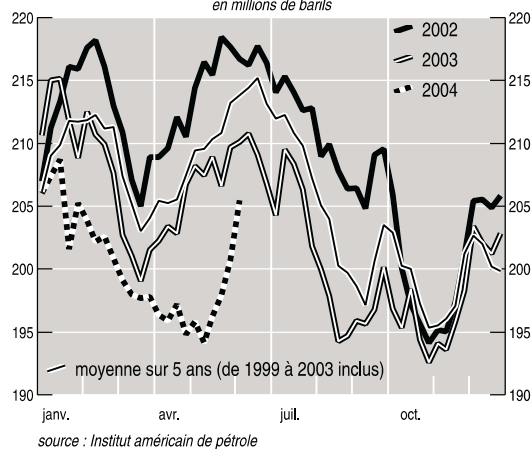
Dans ce contexte, le prix du pétrole se maintiendrait à des niveaux très élevés jusqu'à la fin de l'année. Le cours du Brent atteindrait ainsi 36\$ en moyenne au deuxième trimestre, puis 35\$ et 32\$ respectivement aux troisième et quatrième trimestres de 2004.

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 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.				
Etats-Unis	20,4	20,4	21,0	20,6	20,1	20,6	1,7	2,5
Europe	15,5	15,2	15,5	15,8	15,2	15,5	0,6	2,0
Chine	6,2	6,4	6,2	6,3	5,5	6,3	11,1	14,5
Monde	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.

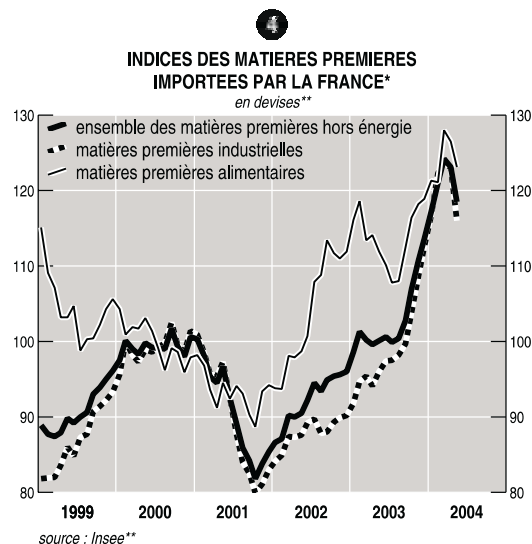
Le dynamisme de la demande chinoise continue également de soutenir la hausse des cours des autres matières premières

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⁽⁵⁾, 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⁽⁶⁾ 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⁽¹⁾.

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

$$\begin{aligned} \text{Dln Pét}_t = & 0.002 - 0.27 * \text{DlnPét}_{t-3} + 0.04 * \text{ecart}_t \\ & (0.09) \quad (-2.6) \quad (2.5) \\ & - 5.26 * \text{stock3}_{t-1} - 3.31 * \text{stock2}_{t-1} \\ & (-3.5) \quad (-2.8) \\ & - 4.72 * \text{stock2}_{t-2} - 5.16 * \text{stock2}_{t-3} \\ & (-4.3) \quad (-3.9) \\ & + 0.63 * X3\text{chine}_{t-1} + 0.85 * X2\text{chine}_{t-1} \\ & (3.4) \quad (4.5) \\ & + 0.51 * X1\text{chine}_{t-1} - 0.60 * X2\text{chine}_{t-3} + \text{res}_t \\ & (2.7) \quad (-4.6) \end{aligned}$$

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.

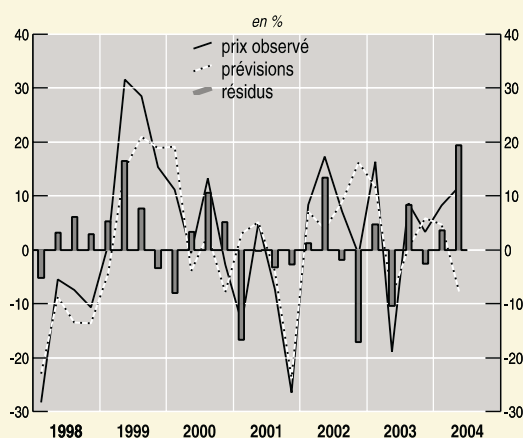
Stock3 : taux de croissance des stocks totaux des pays de l'OCDE (stocks commerciaux + stratégiques), 3^{ème} mois du trimestre.

Stock2 : taux de croissance des stocks totaux des pays de l'OCDE (stocks commerciaux + stratégiques), 2^{ème} mois du trimestre.

X3chine : taux de croissance des exportations chinoises, 3^{ème} mois du trimestre.

X2chine : taux de croissance des exportations chinoises, 2^{ème} mois du trimestre.

X1chine : taux de croissance des exportations chinoises, 1^{er} 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

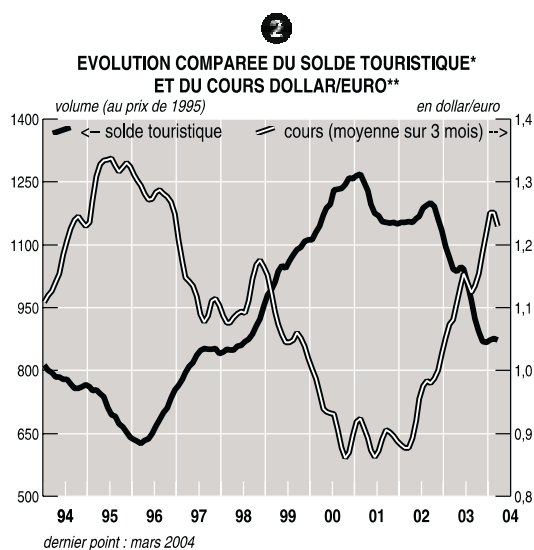
	2003				2004				2003	2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.		
Importations										
Ensemble des biens et services	-0,6	-0,1	0,2	2,5	0,7	1,7	1,4	1,4	0,3	5,1
Produits manufacturés	-0,5	0,2	-0,1	3,9	1,0	2,2	1,8	1,7	0,2	7,0
Exportations										
Ensemble des biens 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

■ Prévision

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⁽¹⁾ que des principaux pays de la zone euro⁽²⁾. 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.

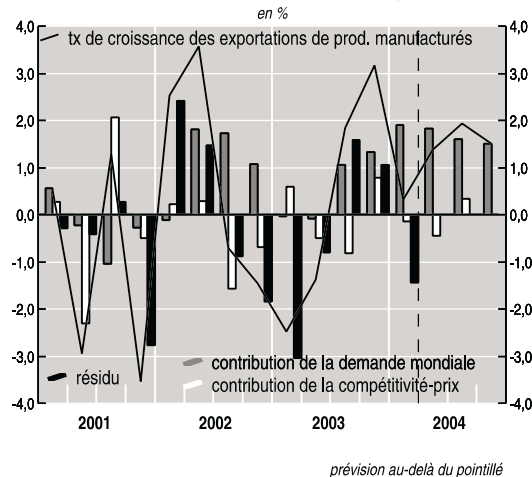
La désaffection des touristes étrangers à l'égard de la France, particulièrement marquée en 2003 en raison d'une conjonction de facteurs exceptionnels, semblait devoir s'atténuer à partir de l'automne ; mais les effets de l'appréciation de l'euro, dissuasifs pour les touristes de la zone dollar, continuaient 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 rétropolé à partir du cours \$/FF.

EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES



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⁽³⁾ 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

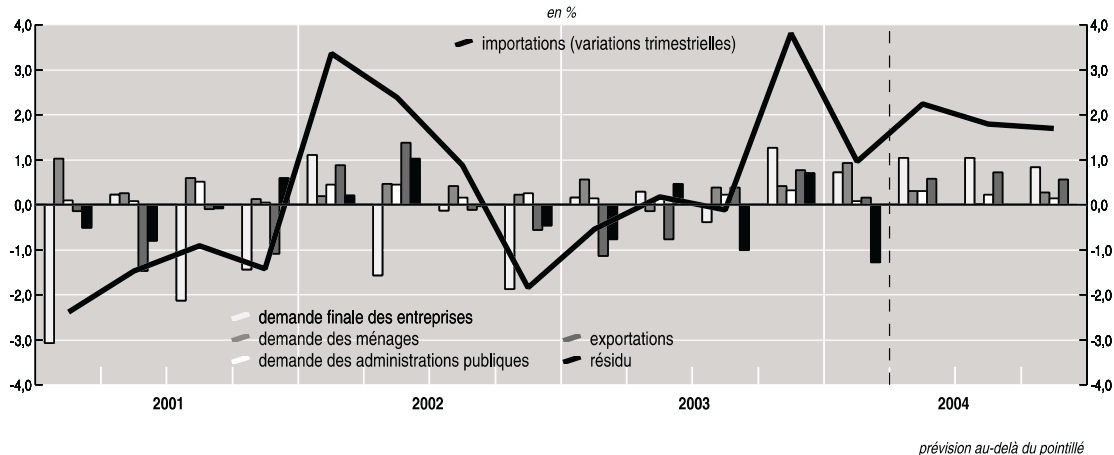
Le dynamisme des importations de produits manufacturés au quatrième trimestre de 2003 (+3,9%) ne s'est pas confirmé au premier trimestre 2004 : elles n'ont progressé que de 1,0%. Ce sont principalement les achats à l'étranger de produits de la branche automobile et de la branche aéronautique qui sont 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



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€⁽⁴⁾ 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⁽⁵⁾, 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 ?

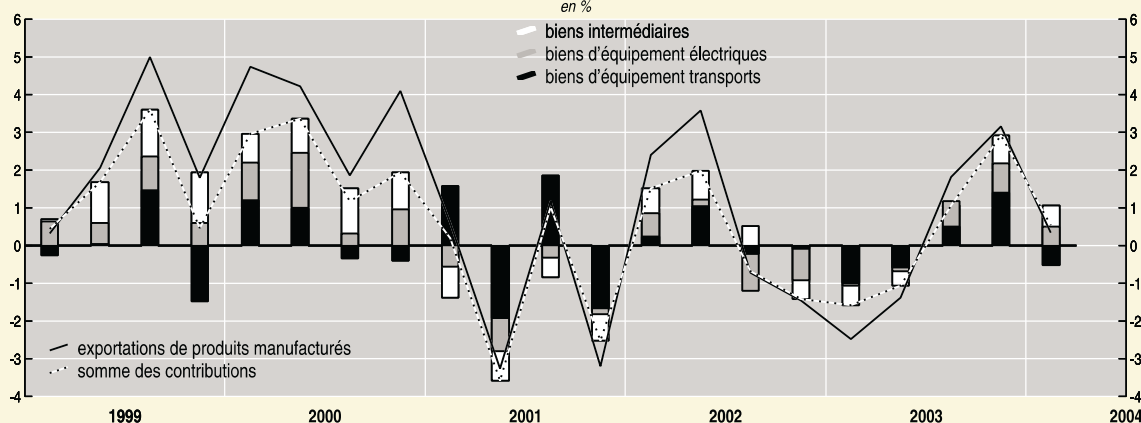
L'analyse du profil des exportations de produits manufacturés au cours des quatre dernières années met en évidence le rôle moteur d'un nombre relativement limité de postes. Les évolutions, à la hausse, comme à la baisse, sont en effet en grande partie expliquées par la somme des contributions des exportations 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 événements 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



Financement de l'économie

Les anticipations de resserrement progressif des politiques monétaires, notamment en Angleterre et aux États-Unis ont enclenché depuis avril une remontée des taux longs mondiaux. Ceci a engendré une appréciation du dollar et une baisse des marchés d'actifs. Les conditions de financement demeurent néanmoins favorables. La croissance des volumes de financement tend donc à se stabiliser.

L'anticipation de hausse des taux courts est reflétée par la remontée des taux longs

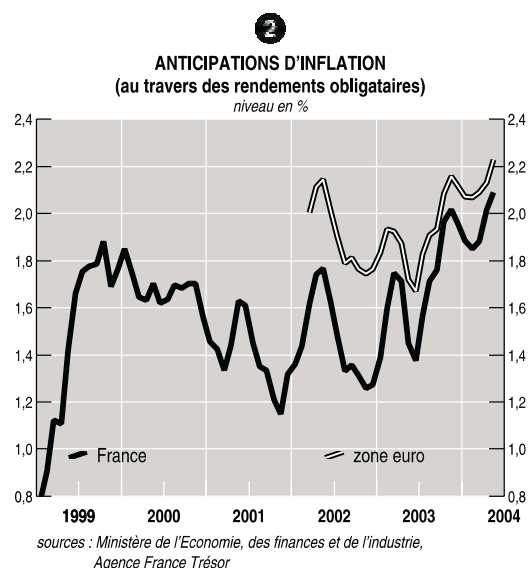
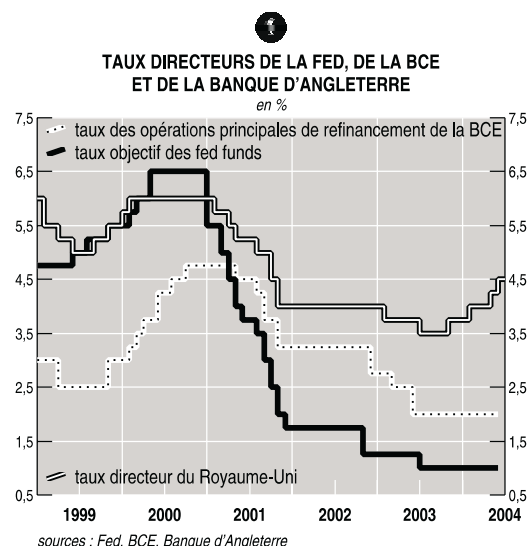
Aux États-Unis, la probabilité d'un relèvement à court terme de son taux directeur par la Réserve fédérale s'est fortement accrue à l'occasion de la dernière réunion de son comité directeur le 4 mai 2004, même si ce taux d'intérêt directeur a été maintenu au niveau historiquement bas de 1 %, atteint depuis juin 2003 (cf. graphique 1). En effet le rythme d'inflation sous-jacente a augmenté sur la période récente tandis que les nouvelles données sur l'emploi témoignaient de la solidité de la croissance. En outre, la Fed a considéré le 4 mai 2004 que sa politique monétaire pourrait être durcie de manière progressive, alors qu'elle estimait précédemment qu'elle pouvait être « patiente » avant de procéder à ce resserrement monétaire. Les déclarations officielles récentes ont confirmé qu'étant donné le caractère fortement incertain de l'environnement (notamment le caractère durable de la forte hausse du prix du pétrole), une politique graduelle de remontée des taux pourrait être privilégiée. Les taux à terme suggèrent une hausse du taux directeur d'au moins 25 points de base à la fin du mois de juin 2004, au moment de la prochaine réunion du FOMC.

Les taux longs publics américains ont incorporé dès avril ces anticipations de remontée des taux directeurs. Ainsi le rendement des emprunts publics à 10 ans est passé aux États-Unis de 3,8 % en mars à 4,7 % en mai.

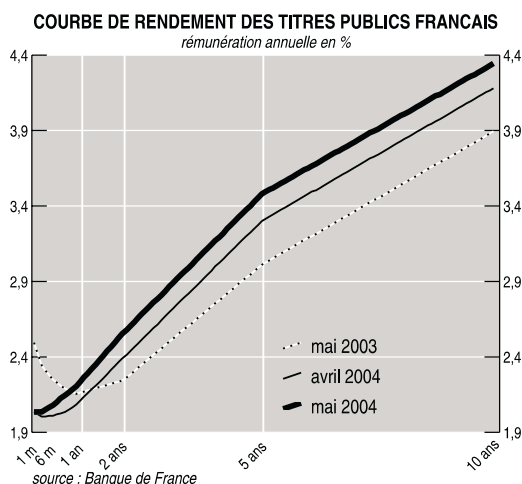
En zone euro, la Banque Centrale Européenne (BCE) a maintenu son taux directeur à 2 %, estimant que les pressions inflationnistes à court terme, liées à la hausse du prix du pétrole, ne remettaient pas en cause les évolutions des prix à moyen terme. Toutefois la stabilité des prix pourrait être remise en cause si le prix du pétrole demeurait à un niveau durablement élevé et favorisait une accélération de la croissance des salaires et des coûts (effets de second

tour). À ce titre, les autorités de politique économique des pays membres du G7 ont demandé, lors de la réunion du 24 mai à New York, une « offre adéquate de pétrole de la part de l'OPEP pour faire revenir les prix à un niveau compatible avec une prospérité et une stabilité économiques mondiales durables ».

Les agents privés semblent considérer ce scénario comme vraisemblable. En effet les anticipations d'inflation retracées dans les marchés ne se sont que légèrement accrues sur la période, se situant en mai à



3

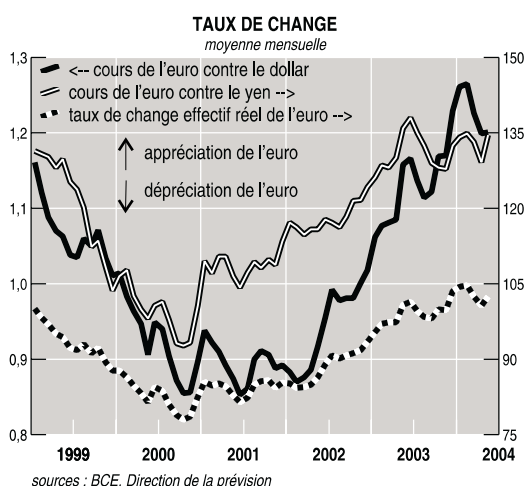


un niveau un peu supérieur à l'objectif de stabilité de la BCE (cf. graphique 2). En outre, au vu des contrats à terme, les investisseurs sur les marchés de taux ne s'attendent pas à un durcissement monétaire de la part de la BCE avant le second semestre de 2004, alors qu'ils attendent une hausse des taux d'intérêts directeurs américains dès le début de l'été. Ceci semble montrer que les anticipations de relèvement des taux directeurs des banques centrales sont actuellement plus liées aux situations nationales de croissance qu'à l'augmentation des prix du pétrole.

En zone euro l'augmentation des taux longs publics reste donc plus limitée qu'aux États-Unis. Le rendement des emprunts publics à dix ans pour la zone euro est ainsi passé de 4,0% en mars à 4,4% en mai. Cette évolution est également constatée sur les données françaises (cf. graphique 3).

L'augmentation différenciée des taux longs américains et européens, liée à des anticipations de remontée des taux directeurs légèrement différentes, a eu un triple impact : une appréciation du dollar, un affaiblissement des bourses et un renchérissement du coût des emprunts obligataires privés.

4

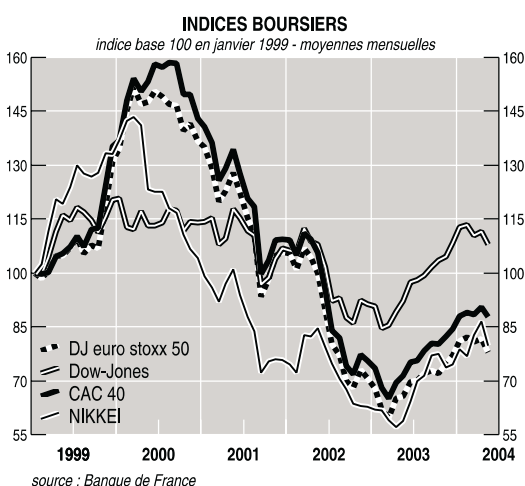


Les anticipations de hausses des taux ont d'abord favorisé une dépréciation de l'euro puis sa stabilisation...

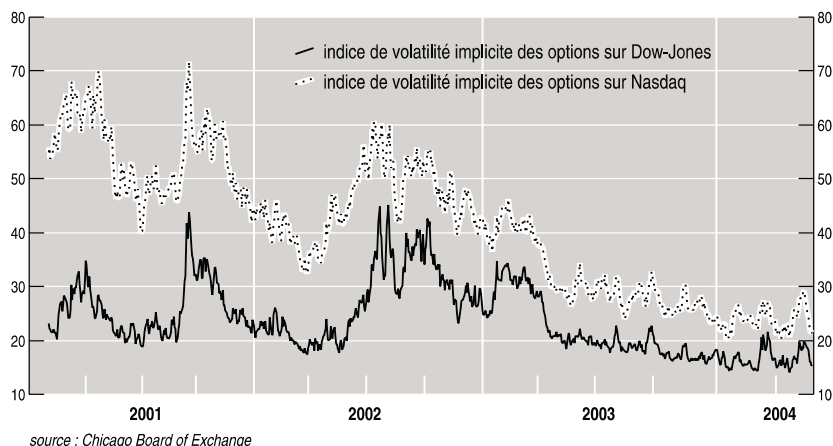
L'euro, après avoir connu une longue période d'appréciation contre le dollar de juin 2001 à février 2004 (passant de 0,85 dollar à 1,26 dollar sur la période), s'est déprécié contre le dollar en mars et avril (cf. graphique 4). Il a ainsi perdu 4,8% de sa valeur, revenant autour de 1,20 dollar, sous l'effet des anticipations de hausse de taux américains. Le maintien de l'euro près de 1,20 dollar reste conditionné par deux facteurs principaux, dont l'évolution reste encore incertaine : le différentiel de rendement entre les deux zones lié au différentiel des taux d'intérêts directeurs de la Fed et de la Banque Centrale Européenne (BCE) et l'évolution des monnaies asiatiques par rapport au dollar.

Concernant ce dernier point, le dollar a connu des fluctuations marquées par rapport au yen depuis février 2004. La forte appréciation du dollar intervenue entre fin mars et la mi-mai s'est ainsi interrompue brusquement en raison de la publication des bons résultats en terme de croissance de l'économie japonaise. Le dollar s'est alors déprécié contre le yen, sans que la Banque du Japon n'intervienne sur le marché des changes, contrairement à la période précédente.

5



INDICES DE VOLATILITE ANTICIPEE A UN MOIS



...et elles ont entraîné une baisse des marchés d'actifs et un renchérissement limité des coûts d'endettement

Cette remontée des taux longs a pesé de février à mai 2004 sur les marchés d'actifs financiers, inversant la tendance à l'amélioration constatée depuis mars 2003 (cf. graphique 5). L'ampleur de ce retournement est cependant loin de compenser la hausse constatée lors de la période précédente : le Dow-Jones a baissé de 4,9% entre février et mai 2004 (contre une hausse de 32% entre février 2002 et mars 2003) et le DJ euro stoxx 50 a reculé de 5,1% (contre une hausse de 37%). De manière analogue, les marchés français et japonais ont connu une période de baisse entre avril et mai 2004 : le CAC40 et le Nikkei ont perdu respectivement 3,0% et 7,7% durant cette période. Depuis la mi-mai 2004 les principales bourses bénéficient d'un léger mouvement de reprise, en raison notamment des bons résultats publiés par les sociétés cotées. Par ailleurs, les incertitudes liées aux variations du prix du pétrole n'ont accru la volatilité anticipée sur les marchés que de manière limitée (cf. graphique 6).

En matière de financement sur les marchés obligataires, les sociétés américaines et européennes n'ont pas subi pleinement l'impact de la hausse des taux constatée sur les emprunts publics (cf. graphique 7). En effet, ces sociétés ont bénéficié de réductions significatives de leurs *spreads*⁽¹⁾. Ainsi, les entreprises américaines de qualité moyenne (cotées BBB) ont vu leur *spread* obligataire passer de 158 points de base en mars à 145 points en avril 2004. Quant aux entreprises de la zone euro, elles ont bénéficié soit d'une stabilisation de leur *spread* pour les emprunts à long terme soit d'une réduction pour les emprunts à court terme.

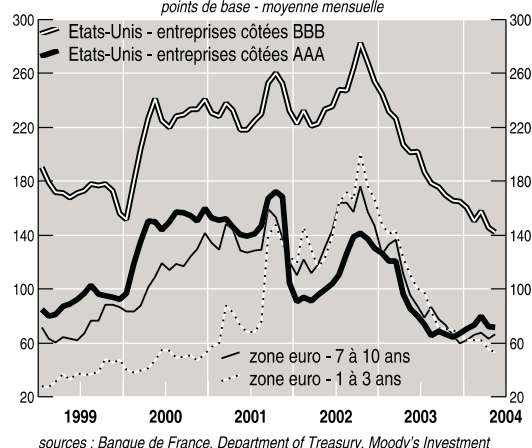
Les évolutions des conditions d'octroi des crédits bancaires, semblent également assez mesurées. Ainsi, en France, les taux des nouveaux prêts se sont stabilisés en début d'année et ont même diminué dans le cas des financements à court terme des socié-

tés non financières. La seule exception concerne les crédits à la consommation des ménages qui ont subi une légère hausse. Les banques de la zone euro, interrogées en avril, prévoient un assouplissement de leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises pour le second trimestre 2004 tandis que la situation du crédit aux ménages demeurerait inchangée.

Le rythme de croissance du crédit se stabilise

Après une période de reprise des crédits bancaires au secteur privé liée au redémarrage de l'activité économique, le taux de croissance des crédits

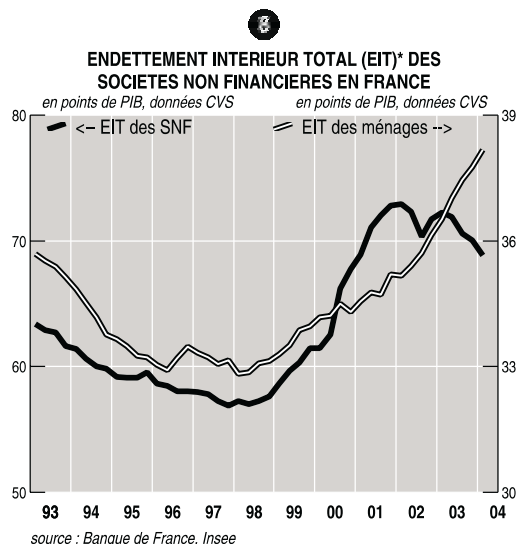
ECART DE TAUX ENTRE OBLIGATIONS EMISES PAR LES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET TITRES PUBLICS



(1) Le *spread* est une mesure de la prime de risque supportée par les sociétés privées, égale à l'écart entre le rendement des titres de dettes émis par les sociétés non financières et celui des titres d'État « sans risque ».

semble se stabiliser. Ainsi, dans la zone euro, les crédits au secteur privé progressent à un rythme de 5,1% en avril en glissement trimestriel annualisé.

En France, les crédits aux ménages ont bénéficié en avril d'une croissance comparable aux mois précédents : la hausse des crédits à la consommation (hors trésorerie) a compensé la diminution des crédits aux logements et des crédits de trésorerie. Le taux de croissance des crédits aux logements demeure cependant élevé (11% en avril 2004, en glissement trimestriel annualisé) en raison du faible niveau des taux relatifs à ces prêts. Pour les sociétés non financières, les évolutions se stabilisent. D'une part, le taux de croissance des crédits à l'investissement se maintient à un bon niveau (+3,7% en mars 2004). Ceci est vraisemblablement favorisé par la baisse de l'endettement des sociétés, qui diminue de 70,1% du PIB au quatrième trimestre 2003 à 68,9% au premier trimestre 2004 (*cf. graphique 8*). D'autre part, le taux de croissance des crédits de trésorerie devient négatif (s'établissant à -6,7% en avril 2004) même si cela correspond à un fort rebond des financements de marché à court terme (55,4% de taux de croissance en avril 2004). Globalement l'endettement intérieur total progresse de 4,5% en avril 2004, demeurant sur le rythme favorable constaté depuis fin 2003.



(*) L'endettement intérieur total (EIT) des sociétés non-financières (SNF) agrège l'ensemble des dettes des SNF résidentes contractées auprès des résidents ou des non-résidents, sous forme de prêts ou d'émission de titres de créances sur les marchés de capitaux. L'EIT des ménages agrège l'ensemble des dettes des ménages résidents contractées auprès des résidents ou des non-résidents.

Au total, malgré la légère dégradation observée ces derniers mois, les conditions de financement demeurent favorables, conduisant au maintien d'une croissance assez élevée des volumes de financement. ■

Éléments du compte des administrations publiques

Comme en 2002, les recettes fiscales⁽¹⁾ des administrations publiques (APU) ont peu progressé en 2003 (+0,7% après +0,5%). Elles ont été freinées par l'atonie de l'activité économique et dans une moindre mesure, par les mesures d'allègements fiscaux appliqués à l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP). Comme, dans le même temps, les dépenses des administrations publiques ont continué de croître de manière assez soutenue, le déficit public, au sens du traité de Maastricht, s'est nettement creusé pour atteindre 64,3 milliards d'euros, soit 4,1% du PIB. Après avoir baissé depuis 2000, le taux de prélèvement obligatoire s'est stabilisé en 2003 à 43,8%.

En 2004, la reprise de l'activité économique devrait renforcer la croissance des recettes fiscales des administrations publiques. De plus, l'effet de modération liée à la baisse de l'IRPP serait en partie compensé par la création de la contribution solidarité.

(1) Dans cette fiche, les recettes fiscales regroupent les impôts sur la production et les importations (exemples TVA, TIPP, taxe professionnelle, taxe foncière...) et les impôts sur les revenus et les patrimoines des sociétés et des ménages... (cf. tableau).

Les impôts sur la production et les importations accéléreraient nettement en 2004. Les impôts courants sur le revenu et le patrimoine devraient repartir en hausse notamment du fait de la stabilisation des impôts versés par les sociétés. Les recettes des impôts en capital accéléreraient fortement après le repli en 2003.

En 2003, les recettes fiscales perçues par les administrations publiques ont continué de progresser faiblement, freinées d'une part par les impôts spécifiques sur les produits et soutenues d'autre part par les impôts sur le revenu versés par les ménages

La quasi-stagnation des recettes fiscales des administrations publiques a masqué des évolutions différentes par composantes. En effet, alors qu'en 2002, la croissance soutenue des impôts sur la production et les importations compensait la forte baisse des impôts courants sur le revenu et le patrimoine, les évolutions 2003 ont été moins contrastées : les impôts sur la production et les importations ont ralenti

IMPOTS PERÇUS PAR LES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ⁽¹⁾

(poids correspondant à l'année 2003)

	Glissements semestriels (évolution en %)						Niveaux en milliards d'euros			Moyennes annuelles (évolution en %)		
	2002		2003		2004		2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Impôts sur la production et les importations (56,3%)	2,8	1,2	0,3	2,4	3,9	2,0	230,1	235,5	249,5	4,2	2,3	6,0
TVA totale grevant les produits (25,6%)	3,0	0,6	1,6	1,6	4,3	1,2	104,0	107,2	112,9	3,6	3,0	5,3
Impôts spécifiques sur les produits (15,9%)	2,9	2,4	-2,2	2,5	4,0	1,3	66,1	66,6	70,4	5,6	0,8	5,7
Impôts sur les salaires et main d'oeuvre (4%)	5,8	2,8	1,0	5,6	0,9	10,4	15,9	16,7	18,4	8,2	5,0	9,9
Autres impôts liés à la production (10,7%)	1,2	0,4	0,7	2,9	4,0	2,1	43,8	44,7	47,6	1,8	2,0	6,5
Impôts courants sur le revenu et le patrimoine (41,6%)	0,7	-10,1	7,5	-0,1	2,5	-4,8	176,0	174,1	176,9	-4,3	-1,1	1,6
Impôts sur le revenu versés par les sociétés (7,8%)	-10,0	-4,6	-15,3	7,0	-0,5	-14,7	38,0	32,6	32,4	-13,2	-14,3	-0,5
Impôts sur le revenu versés par les ménages (30,2%)	5,1	-13,3	16,6	-1,9	3,5	-2,6	122,4	126,2	128,6	-1,0	3,1	1,9
Autres impôts sur le revenu et le patrimoine (3,4%)	-5,3	4,9	-2,2	-0,2	2,5	-2,8	14,3	14,1	14,7	-5,0	-1,2	3,9
Impôts en capital (2,1%)	14,6	-19,8	7,1	-10,5	18,0	-13,7	8,9	8,6	9,3	9,1	-4,0	8,5
Total des impôts perçus par les APU	2,2	-4,2	3,3	1,0	3,7	-1,1	415,1	418,2	435,7	0,5	0,7	4,2

Prévision

Les impôts sont classés ici et évalués selon les conventions de la Comptabilité nationale.

(1) Centrales, locales et de sécurité sociale

(2) Recouvrement notamment sur l'impôt sur le revenu proprement dit (IR) et la CSG

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2003

NB : Certaines données comme la TVA totale, grevant les produits et les impôts spécifiques sur les produits, sont corrigées des jours ouvrables, ce qui a un effet sur les données annuelles

(+2,3% après +4,2%) et les impôts courants sur le revenu et le patrimoine se sont infléchis (-1,1% après -4,3%).

Le ralentissement des recettes sur la production a été avant tout le résultat de la moindre croissance des impôts spécifiques sur les produits comprenant notamment la taxe sur les tabacs et la taxe intérieure sur les produits pétroliers (TIPP) (+0,8% après +5,6%). Pour la première, les hausses de taux intervenues en janvier et octobre 2003, se sont accompagnées d'un net ralentissement de la consommation de tabac (-13% pour l'année 2003) et des rentrées fiscales. Pour la seconde, la suppression en juillet 2002 du dispositif d'ajustement automatique de la taxe sur les produits pétroliers (dit dispositif de « TIPP flottante ») et la baisse de la consommation en produits pétroliers sur l'année 2003 ont freiné la progression des recettes de TIPP en 2003. Par ailleurs, le produit net de la taxe sur la valeur ajoutée grevant les produits a continué de progresser en 2003 mais plus faiblement (+3,0% après +3,6%).

Les recettes des impôts sur les salaires et la main-d'œuvre ont également ralenti en 2003 (+5,0% après +8,2%). Cette moindre hausse a été engendrée par les ralentissements, d'une part, des recettes de la taxe sur les salaires (elles se sont infléchies comme la masse salariale) et, d'autre part, des cotisations d'assurance garantie salaires (AGS). Les augmentations du taux d'AGS intervenues en 2003 au 1^{er} janvier et au 1^{er} septembre ont été moins fortes qu'en 2002.

Parmi les composantes des impôts sur la production, seule la croissance des recettes sur les « Autres impôts liés à la production » s'est maintenue en 2003 (+2,0% après +1,8%). Ce maintien a découlé pour l'essentiel de la progression des recettes de taxe professionnelle et de taxe foncière perçues par les collectivités locales en 2003 suite à l'augmentation des taux d'imposition locale.

Le ralentissement global des impôts sur la production a été compensé par la moindre baisse de l'impôt sur le revenu et le patrimoine (-1,1% en 2003 contre -4,3% en 2002). Cette dernière a reposé sur le retour à la hausse des recettes d'impôts sur le revenu versés par les ménages (+3,1% après -1,0%) notamment des impôts sur le revenu des personnes physiques (IRPP). En effet, d'une part, les mesures de baisse de l'IRPP ont été de moindre ampleur en 2003 qu'en 2002 (près de 5 milliards d'euros en 2002 contre 915 millions d'euros au titre de la poursuite des mesures d'allègement de l'IRPP⁽²⁾) et, d'autre part, les mesures de baisse des taux de l'IRPP en 2003 ont été compensées par l'augmentation de l'assiette, c'est-à-dire les revenus des ménages avant impôt en 2002. En revanche, les recettes de la contribution sociale généralisée (CSG) se sont, comme les revenus d'activité, légèrement infléchies en 2003 et les impôts sur le revenu acquittés par les sociétés financières et non financières ont baissé en 2003 (-14,3% après -13,2%). Cette dernière évolution s'explique par la situation conjoncturelle défavorable aux entreprises observée depuis 2001.

Celle-ci a engendré de moindres rentrées fiscales en 2002 et 2003. Du fait du mécanisme des acomptes et du solde, la baisse des recettes de l'impôt sur les sociétés a été plus marquée au premier semestre de 2003, les recettes se stabilisant ensuite au second semestre.

En 2004, les recettes fiscales accéléreraient nettement malgré le ralentissement des impôts sur le revenu payés par les ménages

En 2004, la progression de l'ensemble des impôts perçus par les administrations publiques devrait atteindre 4,2%, un rythme qu'elle n'a pas connu depuis 1999. Cette accélération devrait concerner aussi bien les impôts sur la production et les importations (+6,0% après +2,3%) que les impôts courants sur le revenu et le patrimoine (+1,6% après -1,1%) ou que les impôts sur capital (+8,5% après -4,0%).

L'accélération des impôts sur la production et les importations serait soutenue notamment par la forte croissance de la consommation au début de l'année

La forte accélération des impôts sur la production et les importations en 2004 s'expliquerait en partie par la hausse des recettes de TVA. Celles-ci devraient accélérer en 2004 parallèlement à la forte croissance de la consommation au premier trimestre de 2004.

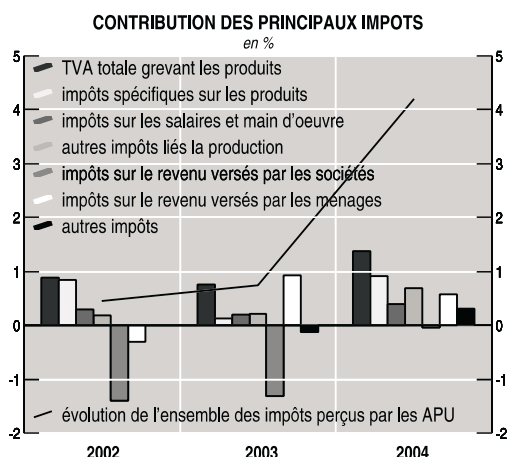
La progression des recettes sur les impôts spécifiques sur les produits agirait également sur celle des impôts sur la production et les importations. Elle atteindrait 5,7%. Cette hausse proviendrait en partie de l'augmentation de la consommation de produits pétroliers observée au premier trimestre de 2004.

Par ailleurs, les recettes sur les « Autres impôts liés à la production » augmenteraient également plus fortement (+6,5% après +2,0%) du fait du dynamisme de l'assiette des impôts locaux. Cette hausse intervient malgré le relâchement en 2004 de la pression fiscale (+1,5% après +2,2% en 2003⁽³⁾).

Enfin, les recettes des impôts sur les salaires et la main-d'œuvre accéléreraient notablement en 2004 passant de +5,0% en 2003 à +9,9%. Cette hausse serait nettement visible au second semestre de 2004 du fait de la mise en place à partir du 1^{er} juillet 2004 de

(2) Source : *Projet de loi de finances pour 2004*.

(3) Source : *Dexia*



la contribution solidarité⁽⁴⁾. Par ailleurs, cette hausse s'accompagnerait du relèvement des taux du Versement transport versé par les entreprises de plus de neuf salariés aux collectivités locales pour financer les réseaux de transport collectif. Les taxes sur salaire et les autres cotisations évolueraient quant à elles comme la masse salariale (cf. fiche « Revenus des ménages »).

La stabilisation des impôts sur le revenu payés par les sociétés entraînerait une hausse des impôts courants sur le revenu et le patrimoine

Le produit de l'ensemble des impôts sur le revenu acquittés par les sociétés financières et non financières se stabiliserait en 2004 (-0,5% après -14,3% en 2003) en raison de la stabilisation des recettes d'impôts sur les sociétés (IS). L'amélioration des bénéfices des sociétés prévue pour 2004 expliquerait cette dernière, les acomptes versés au premier trimestre par les entreprises au titre de l'année 2004 étant d'ores et déjà plus élevés qu'en 2003.

Les recettes des impôts sur le revenu (y compris CSG) acquittés par les ménages progresseraient en 2004. Leur hausse surviendrait au cours du premier

semestre de 2004 en raison de la concentration sur le second semestre de 2003 des baisses de l'IRPP. En 2004, la progression des recettes de l'IRPP serait freinée d'une part, par la prise en compte des nouvelles baisses d'impôts dès le début de 2004 dans les premiers acomptes et mensualités, et d'autre part, par la création d'un acompte pour accélérer le versement de la prime pour l'emploi (PPE). Cet acompte, de même que les restitutions ou dégrèvements au titre de la PPE sont déduits du montant de l'IRPP. Au final, les impôts sur le revenu payés par les ménages augmenteraient de 1,9% en 2004, bénéficiant par ailleurs des recettes supplémentaires engendrées par la mise en place de la contribution solidarité.

Enfin, les impôts en capital bénéficiant de la réduction temporaire des droits sur les donations en pleine propriété⁽⁵⁾, repartiraient à la hausse en 2004 (+8,5% après -4,0%). En effet, les avantages de cette mesure devraient séduire les éventuels donataires jusqu'au 30 juin 2005, le mouvement étant déjà amorcé au premier trimestre de 2004.

Ces avantages fiscaux s'accompagnent d'une exonération temporaire totale de droit de mutation sur les dons de sommes d'argent effectués par des parents ou des grands-parents au profit de leurs enfants ou petits-enfants. Cette exonération concerne des dons n'excédant pas 20 000 euros et effectués entre le 1^{er} juin 2004 et le 31 mai 2005. ■

(4) La contribution solidarité dont la mise en place est prévue pour le 1^{er} juillet 2004, doit permettre, en échange d'une journée de travail supplémentaire accordée aux entreprises, de financer la prise en charge de la dépendance des personnes âgées et handicapées. La première « journée de solidarité » interviendra entre le 1^{er} juillet 2004 et le 30 juin 2005, elle sera déterminée par des accords de branches ou d'entreprises. Le lundi de Pentecôte serait choisi en cas d'absence d'accord.

La contribution solidarité devrait induire en 2004 un supplément de recettes de près de 790 millions d'euros payées par les entreprises sur la masse salariale à hauteur de 0,3% et de 130 millions d'euros perçus sur les revenus du capital à hauteur de 0,3% également.

(5) Les donations consenties en pleine propriété entre le 25 septembre 2003 et le 30 juin 2005 bénéficient d'une réduction de droits de 50%, quel que soit l'âge du donateur.

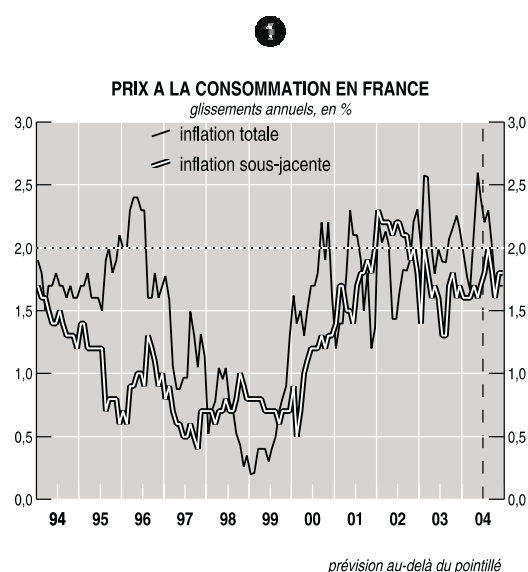
Prix à la consommation

Après un repli à 1,7% à la fin du premier trimestre de 2004, l'inflation s'est redressée dès le début du printemps. Elle s'est établie à 2,6% en mai. Ces mouvements à la baisse puis à la hausse reflètent essentiellement le profil d'évolution des prix énergétiques. L'inflation sous-jacente⁽¹⁾ est quant à elle demeurée relativement stable depuis le début de l'année (+1,6% en mai 2004 après +1,7% en décembre 2003).

Le glissement annuel d'ensemble avoisinerait 2,4% en juin. Il se replierait ensuite progressivement pour revenir en deçà de 2% en décembre. Sous les hypothèses d'un cours du baril de pétrole au voisinage de 35\$ le baril au troisième trimestre puis en repli à 32\$ le baril au quatrième trimestre et sous l'hypothèse d'un taux de change de l'euro toujours proche de 1,20 dollar, le glissement annuel des prix énergétiques connaîtrait en effet un reflux. Les prix du tabac resteraient stables et la décélération des prix alimentaires se poursuivrait jusqu'à la fin de l'été.

L'inflation sous-jacente s'accroîtrait très légèrement en juin (+1,7%). Elle serait quasiment stable au second semestre de 2004 (+1,8% en décembre). En particulier, s'agissant des produits manufacturés, l'effet de la remontée passée des prix en devises des matières premières industrielles serait en partie compensé par l'appréciation passée de l'euro. Par ailleurs, le glissement annuel des prix des services évoluerait peu du fait de la stabilité passée du rythme de progression des salaires.

La mise en oeuvre de l'accord de baisse des prix dans la grande distribution signé le 17 juin pourrait accentuer le repli de l'inflation à l'automne (cf. encadré).



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

LES PRIX À LA CONSOMMATION

Regroupements (pondérations 2004)	Glissements annuels en fin de semestre						(évolution en %)		
	juin 2002	déc. 2002	juin 2003	déc. 2003	juin 2004	déc. 2004	Moyennes annuelles		
Alimentation (17,1%)	1,7	1,4	2,5	2,4	1,1	1,2	2,6	2,3	1,1
Tabac (2,1%)	8,4	8,1	10,3	30,2	29,0	9,7	8,4	14,3	25,1
Produits manufacturés (29,8%)	0,6	0,5	0,2	0,4	0,2	0,3	0,7	0,2	0,2
Énergie (6,9%)	-5,6	3,8	0,5	-0,1	6,3	2,7	-1,6	2,5	2,2
dont : produits pétroliers (4,1%)	-8,7	6,8	-0,3	-0,5	11,0	3,4	-3,2	3,1	4,0
Services (44,1%)	2,8	3,4	2,9	2,4	2,5	2,5	3,0	2,6	2,5
dont : loyers-eau (7,5%)	2,4	3,0	2,9	2,5	2,5	2,7	2,4	2,7	2,7
services de santé (5,3%)	2,4	7,8	4,7	1,0	0,6	0,3	3,5	3,7	0,7
transports-communications (4,9%)	0,7	0,6	2,6	1,5	1,1	1,0	1,1	1,6	1,1
autres services (26,3%)	3,4	3,1	2,6	2,8	3,1	3,0	3,3	2,8	3,1
Ensemble (100%)	1,4	2,3	2,0	2,2	2,4	1,7	1,9	2,1	2,0
Ensemble hors énergie (93,1%)	2,0	2,1	2,1	2,4	2,0	1,7	2,2	2,1	2,0
Ensemble hors tabac (97,9%)	1,2	2,1	1,8	1,6	1,8	1,6	1,7	1,9	1,5
Inflation sous-jacente (61,3%)⁽¹⁾	2,2	1,8	1,6	1,7	1,7	1,8	2,1	1,6	1,7

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

Les prix de l'énergie ralentiraient à partir de l'été avec l'amorce de la baisse des prix du pétrole

Au premier trimestre de 2004, le glissement annuel des prix de l'énergie a connu un net reflux pour revenir à -3,3% en mars, après -0,1% en décembre 2003. Ce repli est dû à un effet de base : les prix de l'énergie se sont accrus de 2,5% au cours du premier trimestre de 2004 alors qu'ils avaient augmenté de 5,9% au cours du premier trimestre de 2003. Depuis mars, le glissement annuel des prix de l'énergie s'est nettement redressé (+7,4% en mai après -3,3% en mars). Ce rebond constitue le contrecoup de la forte décline enregistrée au début du printemps 2003 et reflète la forte hausse du prix du pétrole des derniers mois. En juin, le glissement annuel des prix énergétiques s'établirait à 6,3%.

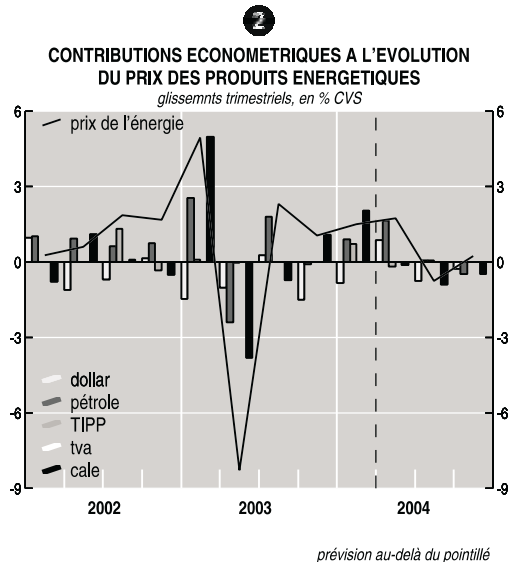
Il se replierait notablement au cours du second semestre sous l'effet de la décélération des prix pétroliers et des tarifs de l'électricité (+2,7% en glissement annuel en décembre). Cette prévision est fondée sur l'hypothèse que le cours du Brent s'établirait à 35\$ le baril au troisième trimestre puis se replierait à 32\$ le baril au quatrième trimestre, et que le taux de change de l'euro resterait proche de 1,20 dollar. Avec le recul des tensions sur les marchés, les marges des raffineurs diminueraient au second semestre, après une forte progression au deuxième trimestre. Dans ces conditions, les prix des produits pétroliers baisseraient (+3,4% en glissement annuel en décembre, après +11,0% en juin). Par ailleurs, les prix de l'électricité ralentiraient quant à eux fortement (-0,1% en glissement annuel en décembre, après +2,9% en juin).

Néanmoins, sans contrecarrer cette tendance générale à la baisse, les tarifs du gaz de ville pourraient augmenter nettement au second semestre du fait de la hausse passée du prix du pétrole.

Les prix du tabac cesseraient d'augmenter

Le glissement annuel des prix du tabac s'est maintenu à un niveau élevé en début d'année (+29,0% en mai 2004, après +30,2% en décembre 2003) en raison du relèvement du taux normal du droit de consommation sur les tabacs intervenu le 5 janvier 2004.

En dépit de la baisse des marges des fabricants de tabac au premier semestre du fait de la hausse des taxes, les prix du tabac n'augmenteraient pas au second semestre : les fabricants préféreraient laisser leurs marges à un niveau bas plutôt que de risquer de perdre encore des débouchés en augmentant leurs prix.



En fin d'année, avec la sortie du calcul de la forte hausse enregistrée à l'automne 2003, le glissement annuel des prix du tabac diminuerait nettement (+9,7% en décembre).

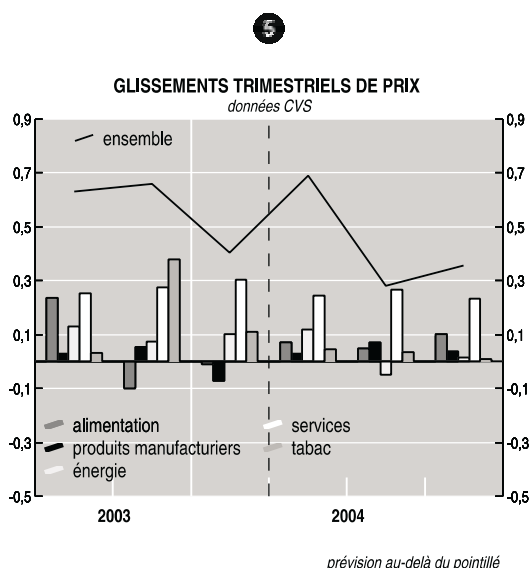
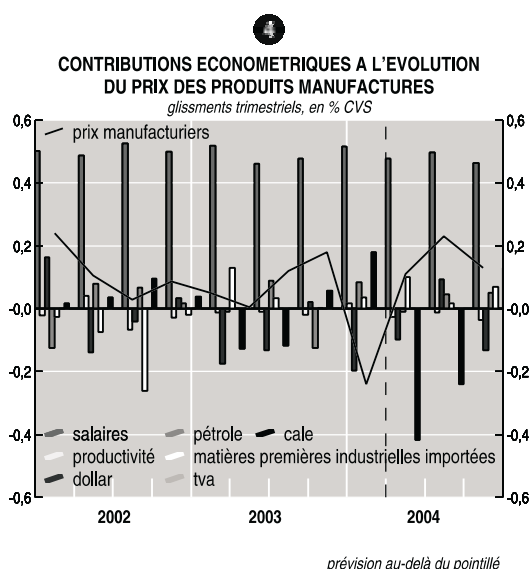
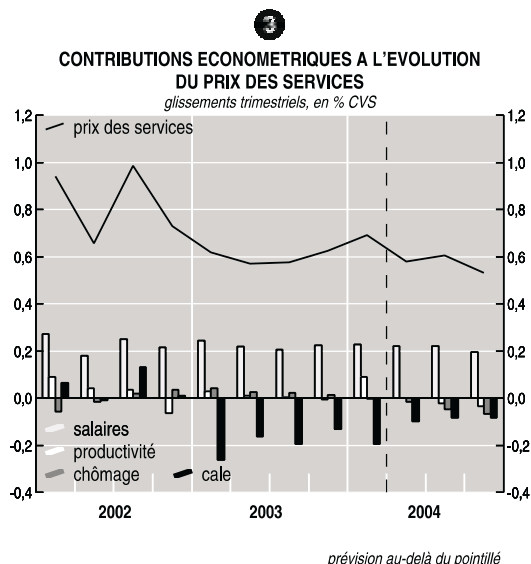
Les prix alimentaires connaîtraient une accalmie

Depuis le début de 2004, les prix alimentaires ont connu une nette décélération (+1,8% en glissement annuel en mai, après +2,4% en décembre). Ce ralentissement est surtout dû aux prix des produits frais (+1,2% en glissement annuel en mai, après +4,4% en décembre). Leurs prix ont en effet enregistré durant l'hiver et le début du printemps des hausses plus modérées que l'an dernier en raison de conditions climatiques plus favorables.

Le ralentissement des prix alimentaires se poursuivrait au cours de l'été. Leur glissement annuel connaîtrait ainsi un creux en septembre à -0,1% sous l'effet du repli passé des cours des matières premières alimentaires et de l'appréciation passée du taux de change. En 2003, les cours en devises du sucre et du cacao ont en effet fortement baissé et les prix des céréales ont cessé d'accélérer. Les prix alimentaires accéléreraient toutefois en fin d'année en raison d'un effet de base (+1,2% au glissement annuel en décembre).

Le rythme de progression des prix des services resterait stable

En mai 2004, le glissement annuel des prix des services est quasiment stable par rapport à celui de décembre 2003 (+2,5% en mai 2004, après +2,4% en décembre 2003). Les prix des services autres que ceux des postes loyers-eau, santé, transports-communications (« autres services ») ont légèrement accéléré (+3,1% en glissement en mai après +2,8% en décembre). Ce mouvement est en partie lié à l'accélération notable des tarifs des assurances, dû notam-



ment à la hausse du coût des réparations automobiles et à la création de la prime obligatoire de catastrophe industrielle. Les prix des services de protection sociale ont également progressé significativement, cette hausse s'expliquant notamment par le passage aux 35 heures de certaines catégories de personnel dans les maisons de retraite. À l'opposé, les prix des services de santé ont poursuivi leur ralentissement (+0,7% en glissement annuel en mai 2004, après +1,0% en décembre 2003). De même, en mai, le glissement annuel des prix des « transports-communications » est en repli par rapport à décembre (+1,2% en mai après +1,5% en décembre 2003) : dans les transports aériens, l'effet de la hausse du prix du pétrole sur les tarifs a été plus que compensé par les effets de la couverture prise par les transporteurs contre ce risque et de l'intensification de la concurrence sur les trajets domestiques et européens.

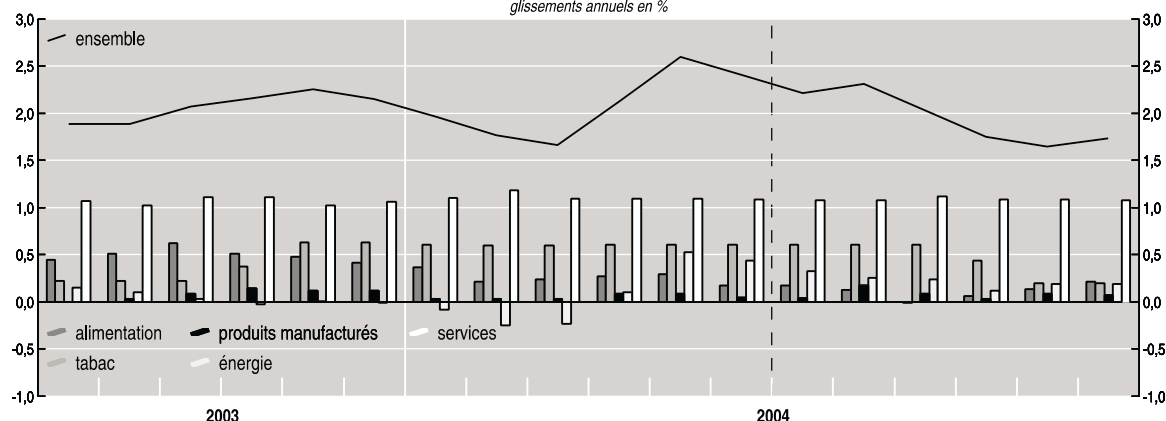
Au second semestre, le glissement annuel des prix des services demeurerait stable (+2,5% en décembre comme en juin). Le rythme de progression des prix des « autres services » serait quasiment inchangé (+3,0% en décembre, après +3,1% en juin). Ce maintien résulterait notamment de la stabilité passée des évolutions salariales. Les prix des services de santé poursuivraient le ralentissement entamé au début de 2003 (+0,3% en glissement annuel en décembre après +0,6% en juin). Cette nouvelle décélération serait notamment due à la sortie du calcul du glissement du relèvement du tarif de la consultation des spécialistes, intervenu en septembre 2003. À l'opposé, les loyers accéléreraient légèrement (+2,7% en décembre après +2,5% en juin). Ils sont en effet en partie indexés sur l'indice du coût de la construction, lequel est un peu plus dynamique depuis un an. De même, le glissement annuel des prix des transports augmenterait légèrement (+1,8% en décembre après +1,6% en juin) en raison notamment de la hausse des tarifs de la SNCF et de la RATP.

Le glissement annuel des prix des produits manufacturés resterait quasiment stable

Au début de 2004, le glissement annuel des prix des produits manufacturés a fléchi (+0,1% en janvier après +0,4% en décembre) : l'ampleur des baisses de prix liées aux soldes d'hiver a en effet été nettement plus forte que précédemment. L'effet des soldes n'a été que temporaire : le glissement annuel est remonté à 0,3% en mai. Il reviendrait à 0,2% en juin.

Au second semestre, les prix des produits manufacturés progresseraient très légèrement (+0,3% en glissement annuel en décembre après +0,2% en juin). L'effet haussier de la remontée passée des cours des matières premières serait en partie limité par l'impact de l'appréciation passée de l'euro et par le recul des prix des médicaments. Une série de grands médicaments verront en effet leur brevet tomber dans le domaine public en 2004. ■

DECOMPOSITION DE L'INFLATION EN FRANCE contributions des grands postes glissements annuels en %



prévision au-delà du pointillé

ENCADRÉ : BAISSÉ DES PRIX DANS LA GRANDE DISTRIBUTION

Les représentants de la grande distribution et des industriels fabricant des produits de grande consommation se sont réunis le 17 juin 2004 pour s'accorder sur une diminution de leurs prix. La baisse concerne les prix des produits de marque des grands industriels. Le champ couvrira notamment une partie de l'alimentation hors produits frais, les produits d'hygiène corporelle et les produits d'entretien ménager. La baisse sera de 2% en septembre par rapport à juin, et sera poursuivie en 2005. Elle repose en partie sur une réduction des sommes versées par les industriels aux distributeurs pour la mise en valeur de leurs produits. L'accord prévoit par ailleurs la mise en place d'un dispositif d'observation des prix.

Le contenu de l'accord n'étant pas encore connu au moment de l'élaboration de cette note, son impact n'a pas été pris en compte dans la prévision chiffrée. Dans l'hypothèse d'une application rigoureuse de l'accord à la totalité des produits de marque du champ « produits alimentaires, hygiène beauté, entretien et petits articles de consommation courante », la baisse de l'indice des prix serait de l'ordre de 0,15% à 0,2%. ■

Emploi

Après avoir connu un recul de 36 000 postes en 2003, l'emploi salarié marchand renouerait avec la croissance en 2004. Compte tenu du délai d'ajustement de l'emploi aux fluctuations de l'activité, l'amélioration du contexte économique amorcé dès l'été 2003 se traduirait par une reprise des créations d'emplois à partir du deuxième trimestre de 2004. L'emploi salarié marchand progresserait régulièrement tout au long des trois derniers trimestres. Ainsi, 40 000 emplois salariés marchands seraient créés en 2004, soit une hausse de 0,3%.

Toutefois, l'emploi total reculerait d'environ 15 000 postes en 2004 (-0,1% en glissement annuel), après une perte de 70 000 emplois en 2003. Les créations d'emplois du secteur marchand seraient compensées par la baisse sensible de l'emploi du secteur tertiaire non marchand.

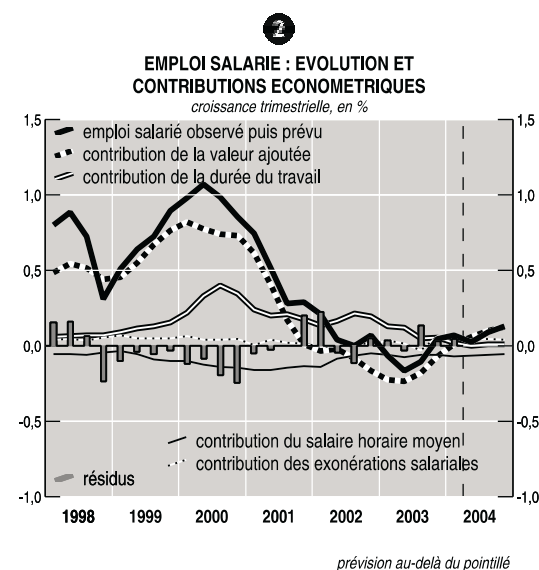
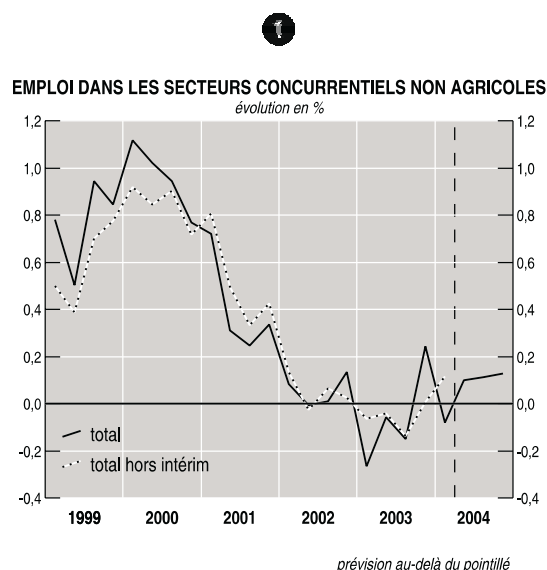
Entraîné avec retard par la reprise de l'activité, l'emploi salarié marchand renouerait avec la croissance courant 2004...

Malgré la vigueur de l'activité économique depuis la mi-2003, l'emploi salarié marchand a subi une baisse de 0,1% au cours du premier trimestre de 2004 (après +0,2% au quatrième trimestre de 2003), permettant aux entreprises de restaurer leur taux de marge dégradé au cours de l'année 2003. La baisse de l'emploi salarié marchand est largement imputable au recul de l'emploi intérimaire, qui subit un contrecoup notable (-5,0%) au cours des trois premiers mois de 2004, après une forte augmentation au quatrième trimestre 2003 (+6,6%). Hors intérim, l'emploi salarié affiche une progression de +0,1%, la première significativement positive depuis le troisième trimestre de 2002 (cf. graphique 1).

Par ailleurs, l'indicateur mensuel d'évolution de l'emploi salarié au mois d'avril suggère une croissance de 0,2% de l'emploi hors intérim. L'emploi intérimaire baisse quant à lui de 0,2%

L'emploi salarié marchand se redresserait dès le deuxième trimestre de 2004, avec une création d'environ 15 000 emplois (+0,1%) compensant ainsi les pertes du premier trimestre. Le second semestre de 2004 confirmerait cette reprise avec environ 40 000 emplois supplémentaires. Ainsi, l'année 2004 se

solderait par une création de 40 000 emplois, soit une progression de +0,3% en glissement annuel (cf. graphique 2).



Note :
L'équation économétrique permettant la prévision du volume d'heures travaillées a été exposée dans un dossier de la note de conjoncture de décembre 2003.

La contribution de la politique d'aide à l'emploi marchand a été en 2003 plus faible que l'année précédente (-17 000 emplois). En 2004, elle deviendrait neutre (entre -1 000 et -2 000 emplois par rapport à 2003) :

- les mesures générales d'aide à l'emploi marchand⁽¹⁾ auraient un effet très légèrement positif : les dispositifs d'abaissement de charges prévus par la loi « Fillon » compenseraient les effets liés au rattrapage du Smic horaire (cf. encadré de la fiche « salaires »).
- l'impact des dispositifs spécifiques d'aide à l'emploi marchand serait moins en baisse qu'en 2003. En effet, les Contrats Initiative Emploi (CIE) et les exonérations à l'embauche (notamment les Contrats Jeunes en Entreprise) poursuivraient leur montée en charge et auraient un effet positif sur l'emploi en 2004. Toutefois, ces créations d'emplois ne seraient pas suffisantes pour compenser en 2004 la baisse progressive du nombre de bénéficiaires du dispositif d'abattement en faveur de l'embauche à temps partiel consécutive à son arrêt fin 2002.
- le Revenu Minimum d'Activité (RMA)⁽²⁾ concernant le secteur marchand créerait moins d'emplois que prévu initialement dans la loi de finances, en raison des délais observés dans la mise en place de ce dispositif dans les régions.

...et la croissance de la productivité par tête augmenterait nettement tout au long de l'année 2004

Dans le contexte d'activité soutenue et de baisse de l'emploi, la productivité a augmenté fortement au début de l'année 2004 (+1,6% en glissement annuel à la fin du premier trimestre). Avec un emploi encore peu dynamique par rapport à l'activité, sa progression dépasserait sa tendance de long terme aux deuxième et troisième trimestres de 2004. Elle la rejoindrait au quatrième trimestre (cf. graphique 3). En moyenne annuelle sur 2004, la productivité accèlererait nettement (+2,1% après +0,4% en 2003).

La baisse de l'emploi salarié industriel s'atténuerait légèrement en fin d'année 2004

En repli depuis l'été 2001, l'emploi salarié industriel a poursuivi sa baisse en 2003. L'industrie a en effet perdu 100 000 emplois, soit -2,4% en glisse-

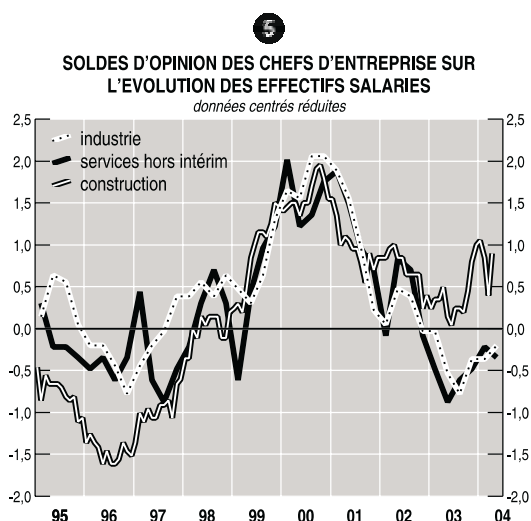
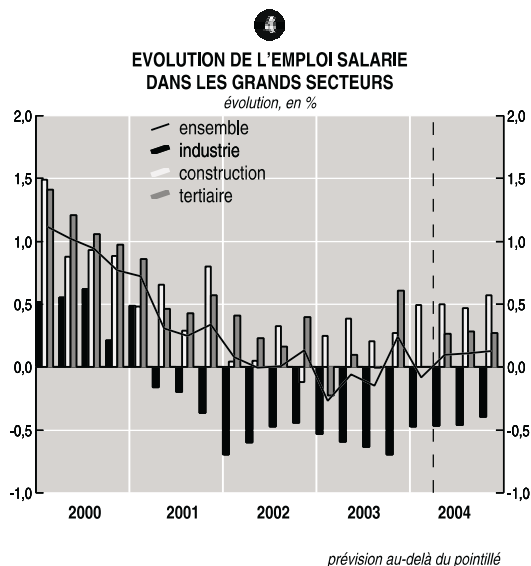
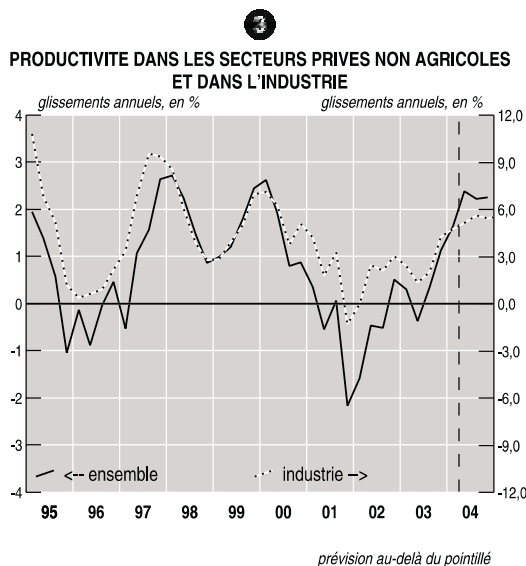
(1) Les mesures générales d'aide à l'emploi marchand comprennent des mesures comme la réduction du temps de travail, la baisse de la TVA dans le secteur du bâtiment, les allègements de cotisations, etc...

(2) Le RMA a été créé par la loi n°2003-1200 du 18 décembre 2003 portant décentralisation du RMI et création du RMA.

ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

	Glissements trimestriels taux d'évolution en % - CVS								Glissements annuels taux d'évolution en % CVS			Niveau de fin d'année en milliers - CVS		
	2003				2004				2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.						
Salariés des secteurs essentiellement marchands (1)	-0,3	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,3	15472	15436	15476
Industrie	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-2,2	-2,4	-1,8	4063	3965	3894
Industries agro-alimentaires	0,1	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,6	0,3	580	576	578
Énergie	-0,8	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-1,0	-1,8	-0,6	241	237	235
Industrie manufacturière	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-2,7	-2,8	-2,2	3242	3152	3081
dont :														
Biens de consommation	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,8	-	-	-	-2,9	-3,0	-	683	662	-
Automobile	0,0	0,2	-0,5	-0,2	-0,3	-	-	-	-1,8	-0,6	-	293	291	-
Biens d'équipement	-0,6	-0,9	-0,8	-1,0	0,0	-	-	-	-2,6	-3,3	-	814	787	-
Biens intermédiaires	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-	-	-	-2,8	-2,9	-	1453	1411	-
Construction	0,2	0,4	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,3	1,1	2,0	1268	1283	1309
Tertiaire essentiellement marchand	-0,2	0,1	0,0	0,6	0,0	0,3	0,3	0,3	1,2	0,5	0,8	10140	10189	10273
dont :														
Commerces	0,4	0,4	0,0	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	1,0	1,2	1,4	2984	3019	3061
Transports	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	1,4	0,2	0,7	1078	1081	1089
Services marchands (y compris intérim)	-0,6	0,0	-0,1	0,9	-0,2	0,2	0,3	0,2	1,4	0,3	0,5	5376	5390	5419
Activités financières	-0,4	-0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,8	702	700	705
Tertiaire essentiellement non marchand (y compris CES, CEC...)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	-0,4	-0,7	6744	6719	6671
EMPLOI TOTAL (y compris salariés agricoles et non-salariés)	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-0,3	-0,1	24697	24627	24613

Prévision
(1) Secteurs EB-EP



ment annuel. La baisse régulière de l'emploi s'est poursuivie lors du premier trimestre de 2004 : 20 000 postes y ont été supprimés (-0,5%), essentiellement dans l'industrie manufacturière (-0,6%). Néanmoins, cette baisse s'atténuerait légèrement en fin d'année. En effet, à partir du second semestre de 2004, l'emploi commencerait à profiter du fort regain d'activité observé en fin d'année 2003. Ainsi, l'évolution de l'emploi industriel serait de -0,8% au second semestre de 2004, après -1,0% au premier semestre (cf. graphique 4). Cette amélioration relative est déjà visible dans l'indicateur mensuel d'évolution de l'emploi dans l'industrie, qui indique que ce secteur supprime moins d'emplois que les mois précédents, avec -0,1% en avril.

Dans l'industrie manufacturière, l'emploi baisserait de 1,1% au deuxième semestre de 2004, après -1,2% lors du premier semestre. Du 31 décembre 2003 au 31 décembre 2004, environ 70 000 emplois industriels disparaîtraient.

Les gains de productivité dans l'industrie (cf. graphique 3) seraient réguliers au cours de l'année 2004 : la progression amorcée dès le second semestre de 2003 se tasserait ensuite autour de sa tendance de long terme.

La croissance de l'emploi dans la construction confirmerait son accélération

Secteur le plus dynamique en terme de création d'emplois en 2003 avec 14 000 emplois supplémentaires (soit +1,1% en glissement annuel), la construction a continué d'embaucher au premier trimestre de 2004 : 6 000 nouveaux postes (+0,5%). L'opinion des chefs d'entreprises concernant l'évolution de l'emploi salarié dans la construction (cf. graphique 5) indique que cette croissance se poursuivrait au deuxième trimestre (+0,5%) et accélérerait lors du second semestre : +0,5% aux troisième puis +0,6% au quatrième trimestre (cf. graphique 4). Du 31 décembre 2003 au 31 décembre 2004, 30 000 emplois seraient créés dans ce secteur (soit +2,0% en glissement annuel).

L'emploi dans le tertiaire essentiellement marchand repartirait à la hausse

Étala sur les neuf premiers mois de 2003 (-0,1%), l'emploi salarié dans le tertiaire marchand s'est redressé à la fin de l'année 2003 (+0,6% au quatrième trimestre) sous l'impulsion de l'intérim (+6,6%). Ce redressement s'est confirmé au premier trimestre de 2004, alors même que l'intérim subissait une forte baisse (-5,0%). Lors du deuxième trimestre, cette croissance se consoliderait (+0,3%) et accélérerait légèrement sur le reste de l'année de 2004 (cf. graphique 4). Ce secteur créerait ainsi 80 000 emplois en 2004, soit +0,8% en glissement annuel. Le commerce continuerait de créer des postes de façon ré-

gulière en 2004 : +0,4% sur chacun des trois derniers trimestres de 2004, soit environ 40 000 emplois sur l'ensemble de l'année 2004.

L'emploi dans les services marchands retrouverait également un rythme de croissance positif. Après un repli de 0,2% au premier trimestre de 2004 (malgré une croissance de +0,4% hors intérim), le nombre de postes augmenterait de +0,3% par trimestre au cours des trois derniers trimestres de 2004. Le secteur des services aux entreprises (hors emploi intérimaire) confirmerait le retour des créations d'emploi qui accéléreraient progressivement au cours de l'année 2004.

L'emploi salarié dans le secteur essentiellement non marchand reculerait tout au long de 2004

En 2003, l'emploi salarié dans le secteur essentiellement non marchand a diminué (-0,4% en glissement annuel), dans le secteur de l'éducation, de la santé et de l'action sociale (-0,2%) et surtout dans les administrations publiques et associations (-0,6%). Pour l'année 2004, cette tendance s'accentuerait dans l'ensemble du secteur.

La hausse de l'emploi tertiaire non marchand non aidé en 2003 a été compensée par le net repli du nombre de bénéficiaires des dispositifs d'aide à l'emploi non marchand : le nombre d'emplois jeunes ainsi que celui des bénéficiaires d'un Contrat Emploi Solidarité (CES) ou d'un Contrat Emploi Consolidé (CEC) ont fortement diminué.

Cette tendance devrait se prolonger en 2004 : les entrées dans les dispositifs d'aide à l'emploi non marchand seraient à nouveau en baisse, particulièrement pour les CES et les départs d'emplois jeunes se poursuivraient à un rythme soutenu.

Ces baisses auraient pu être en partie compensées par la montée en charge de deux dispositifs récents, le Contrat d'Insertion dans la Vie Sociale (CIVIS⁽³⁾) dans son volet « association » et le Revenu Minimum d'Activité (RMA) dans sa partie non marchande. Cependant, si ces mesures sont effectives depuis le début de l'année 2004, leur montée en charge se trouve retardée. Sur l'année 2004, les effets sur l'emploi de ces deux nouvelles mesures seraient donc limités, si bien que le secteur tertiaire essentiellement non marchand perdrait 47 000 emplois (-0,7% en glissement annuel).

L'emploi total serait à nouveau en hausse à la fin de l'année 2004

En raison du repli de l'emploi salarié concurrentiel et de la forte baisse du nombre de bénéficiaires dans le secteur non marchand aidé, l'emploi total a baissé en 2003 : -70 000 emplois après +127 000 en 2002. En 2004, l'emploi total poursuivrait sa baisse au premier trimestre, se stabiliserait sur les deux trimestres suivants, puis amorcerait une hausse à la fin de l'année grâce à la reprise des embauches dans le secteur marchand ; sur l'ensemble de l'année, l'emploi total reculerait d'environ 15 000 postes. ■

(3) Le « CIVIS » s'applique suite au décret n° 2003-644 du 11 juillet 2003.

Chômage

Depuis le début de l'année 2004, le chômage a diminué en partie sous l'effet de la modification du régime d'indemnisation de l'Unédic en application depuis le 1^{er} janvier 2004. À la fin du mois d'avril 2004, le nombre de chômeurs au sens du BIT s'est établi à 2 664 000 personnes et le taux de chômage à 9,8%.

Avec une baisse de l'emploi total sur les six premiers mois de 2004, le chômage progresserait pour s'établir à 9,9% à l'issue du premier semestre de 2004. Il se stabiliserait ensuite au cours du second semestre de l'année puis amorcerait une baisse, à la faveur de l'accélération des créations d'emplois attendue en fin d'année. Le taux de chômage atteindrait 9,8% à la fin de l'année 2004.

La hausse du chômage s'est ralentie en 2003

La remontée du chômage, amorcée à la mi-2001, a été forte en 2003 (+183 000 chômeurs) comme en 2002 (+153 000 chômeurs). Si la hausse s'est accélérée sur le premier semestre de l'année 2003 (+130 000 chômeurs après +86 000 au second semestre de 2002), elle s'est néanmoins ralentie au cours du second semestre de l'année (+53 000 chômeurs). De fait, le taux de chômage s'est stabilisé à partir de l'automne.

Après s'être établi à 9,9% à la fin du mois de décembre 2003, le taux de chômage au sens du BIT a atteint 9,8% à la fin du mois d'avril 2004. Depuis le début de l'année 2004, le chômage est en baisse

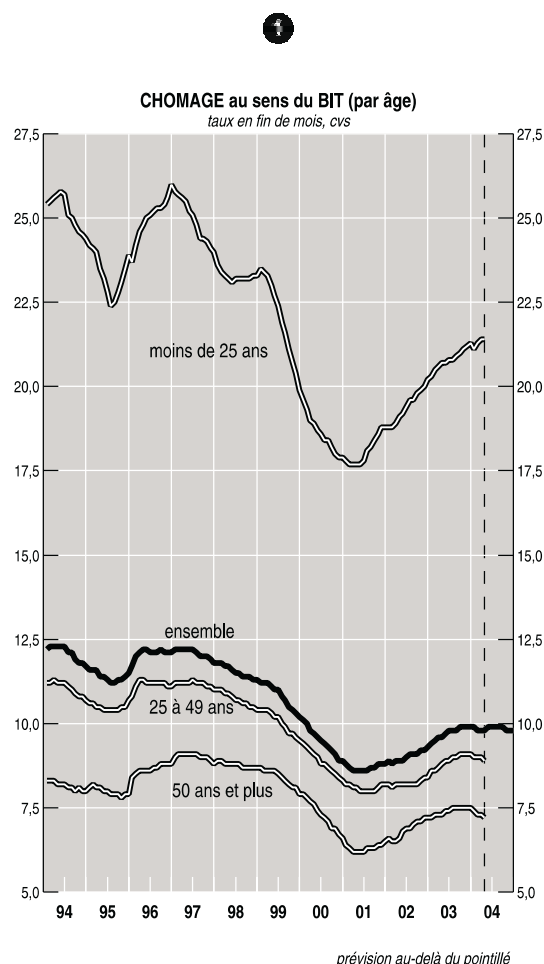


TABLEAU 1 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS DU BIT ⁽¹⁾

	Niveaux en fin de période, CVS												(en %)		
	2002				2003				2004				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2002	2003	2004
Ensemble	8,9	9,0	9,1	9,3	9,6	9,8	9,9	9,9	9,8	9,9	9,9	9,8	9,0	9,7	9,9
Moins de 25 ans	18,9	19,4	19,8	20,2	20,6	20,8	21,0	21,3	21,4	-	-	-	19,4	21,1	-
25 à 49 ans	8,2	8,2	8,2	8,4	8,7	8,9	9,1	9,1	9,0	-	-	-	8,2	8,9	-
50 ans et plus	6,5	6,9	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,5	7,3	-	-	-	6,8	7,3	-

■ Prévision

(1) Les taux de chômage tiennent compte des résultats de l'enquête emploi en continu parus en avril 2004.

TABLEAU 2 : BOUCLAGE DE LA POPULATION ACTIVE

(cvs, en milliers)

	Glissements annuels				Glissements semestriels							
	2001	2002	2003	2004	2001		2002		2003		2004	
					1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.
(1) Population active tendancielle	191	148	126	107	96	95	79	69	64	62	58	49
(2) Effets de flexion du chômage	3	-13	-21	-1	2	2	-7	-7	-13	-8	-4	3
(3) Effet retrait d'activité	45	58	13	-84	8	37	31	28	8	5	-33	-50
dont : Préretraites	43	45	12	10	1	27	27	19	9	4	7	2
(4) Offre de travail potentielle = (1)+(2)+(3)	239	194	118	22	105	133	103	90	59	59	21	1
(5) Emploi total	262	127	-70	-15	153	109	77	50	-59	-11	-34	19
dont : Emploi salarié EB-EP	248	34	-36	40	158	90	12	22	-50	14	3	37
Emploi non marchand aidé	-18	-13	-107	-110	-16	-2	17	-29	-47	-60	-62	-48
(6) Contingent	-24	0	0	0	-11	-14	0	0	0	0	0	0
(7) Chômeurs BIT	9	152	183	-20	-72	80	57	96	130	53	-3	-17
(8) Population active observée	246	279	114	-35	70	176	133	146	72	42	-37	2
(9) Défaut de bouclage = (8)-(4)	8	85	-4	-58	-35	43	30	56	13	-17	-58	0

Prévision

(-33 000 chômeurs entre les mois de janvier et d'avril 2004), en partie sous l'effet des modifications du régime d'indemnisation des chômeurs⁽¹⁾.

La progression du chômage des jeunes commencerait à ralentir en 2004

Entre avril 2003 et avril 2004, le taux de chômage des jeunes (moins de 25 ans) a augmenté de 0,7 point (+0,7 point pour les hommes et +0,6 point pour les femmes). Il s'établit ainsi à 21,4% à la fin du mois d'avril 2004 (20,4% pour les hommes de cette classe d'âge et 22,6% pour les femmes).

Depuis janvier 2002, le chômage des jeunes n'a cessé de progresser, augmentant de 47 000 chômeurs en 2002 et de près de 40 000 en 2003. Si les femmes étaient moins touchées que les hommes en 2002, la hausse du chômage des jeunes observée en 2003 a concerné hommes et femmes de façon comparable.

Sur le début de l'année 2004, le chômage des jeunes de moins de 25 ans est en légère augmentation, cette hausse concernant exclusivement les hommes. Ainsi, les écarts observés entre les taux de chômage masculin et féminin de cette classe d'âge tendent à se réduire : de plus de 4 points supérieur à celui des jeunes hommes au début de l'année 2002, le taux de chômage des jeunes femmes dépasse celui des jeunes hommes de 2,2 points à la fin d'avril 2004.

Avec un marché du travail segmenté en France, les jeunes sont traditionnellement plus marqués par les fluctuations conjoncturelles que leurs aînés. En effet, en moyenne sur l'année 2003, 49% des jeunes salariés occupaient un emploi à « durée limitée »⁽²⁾ contre seulement 9% des salariés de plus de 25 ans.

Or ce type d'emploi s'ajuste plus rapidement aux fluctuations de l'activité. Ainsi, l'emploi intérimaire, qui concerne surtout les hommes jeunes (10% d'entre eux seraient intérimaires contre 5% des jeunes femmes), s'était fortement replié sur le début de l'année 2003 avec le fléchissement de l'activité. De plus, la montée du chômage des jeunes en 2003 s'explique par le repli du nombre de bénéficiaires des mesures de politique d'aide à l'emploi (cf. fiche « emploi »). Pour l'année 2004, la politique de l'emploi à destination des jeunes serait en revanche plus favorable : même si les sorties de contrat « emplois-jeunes » se poursuivraient à un rythme soutenu, les entrées en alternance augmenteraient et le contrat jeune en entreprise continueraient sa montée en charge.

(1) Avec la modification du régime d'indemnisation des chômeurs, intervenue le 1^{er} janvier 2004, les durées d'indemnisation sont dorénavant plus courtes et les conditions d'accès plus strictes. Les changements se sont appliqués de manière rétroactive aux bénéficiaires encore indemnisés au 31 décembre 2003 dont le début d'indemnisation était antérieur à janvier 2003. Ainsi, un nombre important de chômeurs ont cessé d'être indemnisés le 1^{er} janvier 2004 et les absences au contrôle observées par l'ANPE pour janvier 2004 se sont fortement accrues, entraînant une baisse inhabituelle des flux de demandeurs d'emploi inscrits. Or, le calcul mensuel des taux de chômage au sens du BIT s'appuie en partie sur la variation du nombre de certains demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE. Le nombre de chômeurs au sens du BIT calculé pour les premiers mois de 2004 a donc été en partie sous-estimé en raison de l'impact de cette réforme. Les décisions récentes laissent prévoir une inversion du phénomène qui n'affecterait pas, au total, l'évolution du chômage entre fin 2003 et fin 2004.

(2) Contrat à durée déterminée, intérim, apprentissage et emploi aidé (source : enquête emploi en continu).

Le chômage des femmes âgées de 25 à 49 ans reste toujours nettement plus élevé que celui des hommes du même âge

La hausse du chômage des actifs de 25 à 49 ans a été forte sur l'année 2003 : +121 000 chômeurs supplémentaires sur la période. Contrairement aux autres classes d'âge, l'augmentation au cours de l'année 2003 a été beaucoup plus forte que celle observée sur l'année 2002 (+37 000 chômeurs en 2002). Dans un contexte de baisse de l'emploi salarié, la hausse du chômage a été concentrée sur le premier semestre de 2003 (+90 000 chômeurs). Elle s'est ensuite ralentie sur le second semestre de l'année (+32 000 chômeurs). Depuis le début de l'année 2004, le nombre de chômeurs de cette classe d'âge a diminué : -30 000 chômeurs entre la fin du mois de décembre 2003 et la fin du mois d'avril 2004, malgré un emploi salarié toujours mal orienté. Ainsi, à la fin du mois d'avril 2004, le taux de chômage des actifs de 25 à 49 ans s'établit à 8,9%. En hausse de 0,1 point en un an, il retrouve son niveau de la mi-2003.

Le taux de chômage des hommes de 25 à 49 ans, qui s'était stabilisé au cours de l'année 2002 à un taux proche de 7,0%, a repris sa progression depuis le début de l'année 2003 pour atteindre 7,9% à la fin du mois de décembre 2003. Depuis le début de l'année 2004, le taux de chômage des hommes de 25 à 49 ans est en légère diminution ; il s'établit à 7,8% à la fin du mois d'avril 2004. En revanche, le taux de chômage des femmes de 25 à 49 ans a augmenté continuellement depuis le troisième trimestre de 2002 pour atteindre 10,5% à la fin du mois de décembre 2003. Il est en diminution depuis le début de l'année 2004 et s'élève désormais à 10,2% à la fin du mois d'avril.

Les dispositifs de retrait d'activité influeraient sur le chômage des plus de 50 ans en 2004

Alors que l'augmentation du chômage a été sensible en 2003 pour les moins de 50 ans, la hausse constatée chez les personnes de 50 ans et plus a été nettement plus faible en 2003 qu'en 2002 (+22 000 en 2003 après +68 000 en 2002). Le chômage des plus de 50 ans diminue sur le début de l'année 2004 (-15 000 chômeurs entre fin décembre 2003 et fin avril 2004).

Le taux de chômage des 50 ans et plus (7,5% à la fin du mois de décembre) a été stable pour les hommes comme pour les femmes sur l'ensemble de l'année 2003. En 2004, le taux de chômage est en baisse, à la faveur de la diminution du nombre de chômeurs et du ralentissement de la progression de la population active de cette classe d'âge. Le taux de chômage des plus de 50 ans s'établit ainsi à 7,2% à la fin du mois d'avril 2004. La baisse observée sur le début de l'année 2004 peut également être rapprochée de la nette augmentation en 2004 du nombre de bénéficiaires d'un retrait d'activité.

Malgré des niveaux de chômage comparables depuis la fin 2002, le taux de chômage des femmes de plus de 50 ans reste encore supérieur d'environ 1 point à celui des hommes. À la fin du mois d'avril 2004, le taux de chômage des femmes de plus de 50 ans s'établit à 7,7% tandis que celui des hommes du même âge est de 6,7%.

L'offre de travail ralentirait sur l'ensemble de l'année 2004 essentiellement sous l'effet des départs à la retraite des personnes ayant eu des carrières longues

En 2004, l'accroissement de l'offre de travail serait nettement moins fort qu'en 2003 (+21 000 contre +118 000)⁽³⁾.

La part de la classe d'âge la plus active (25-49 ans) dans la population totale continue de diminuer, en lien avec le vieillissement de la population. Ainsi, la population active tendancielle continue de ralentir en 2004 (+107 000 en 2004 après +126 000 en 2003 et +148 000 en 2002).

En outre, la légère progression de l'emploi marchand se traduirait par un effet de flexion⁽⁴⁾ faible sur l'ensemble de l'année 2004, décourageant environ 1 000 personnes supplémentaires d'entrer sur le marché du travail (contre 21 000 en 2003).

Enfin, les dispositifs de retrait d'activité (préretraites, départs en retraite anticipée et stages d'insertion et de formation à destination des chômeurs)⁽⁵⁾ contribueraient fortement au ralentissement de la population active. Leur effet net serait de -84 000 personnes en 2004 contre +13 000 en 2003. Le nombre de bénéficiaires de stages d'insertion et de formation⁽⁶⁾ serait en baisse pour l'année 2004. Il en serait de même pour le nombre de bénéficiaires de dispositifs de préretraite tels que l'Arpe⁽⁷⁾ et

(3) Les évolutions de la population active « potentielle » sont composées des variations de la population active tendancielle, des effets de la conjoncture sur les taux d'activité (flexion) et des effets des mesures de retraits d'activité sur la population active (stages, préretraites, retraites anticipées).

(4) Lorsque la conjoncture est mal orientée comme en 2003, notamment en terme d'emploi, une partie de la population renonce à entrer sur le marché du travail : c'est l'effet de flexion.

(5) Si le stock de bénéficiaires des dispositifs de retrait d'activité augmente, la population active potentielle en est diminuée d'autant. À l'inverse, s'il diminue, la population active potentielle augmente.

(6) Sont comptés ici les Stages d'Insertion et de Formation à l'Emploi (SIFE) individuels ou collectifs ainsi que les Stages d'Accès à l'Emploi (SAE).

(7) Allocation de Remplacement Pour l'Emploi.

l'ASFNE⁽⁸⁾. En revanche, le stock de bénéficiaires du dispositif Cats⁽⁹⁾ augmenterait à nouveau en 2004.

Pour autant, l'essentiel des mouvements de la population active serait dû à la possibilité de départ anticipé en retraite avant 60 ans, sous certaines conditions, pour les actifs ayant commencé à travailler jeunes et ayant eu des carrières longues⁽¹⁰⁾. Ainsi, suite à une montée en charge progressive du dispositif en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2004, l'effet sur la population active serait d'environ 40 000 personnes au premier semestre de l'année 2004 et de 100 000 sur l'ensemble de l'année. Selon la Caisse Nationale

d'Assurance Vieillesse, au 31 mars 2004, 38 000 demandes de retraite anticipée ont été déposées au titre de l'ensemble de l'année 2004.

Le taux de chômage augmenterait au milieu de l'année 2004 et reviendrait à 9,8% à la fin de l'année

Dans un contexte de baisse de l'emploi total sur le début de l'année 2004, le taux de chômage au sens du BIT augmenterait au cours du deuxième trimestre de l'année 2004. De 9,8% à la fin du mois d'avril 2004, il atteindrait 9,9% à la fin juin. Cette hausse serait cependant en partie imputable à l'annulation de la convention Unédic par le Conseil d'Etat, entraînant mécaniquement la réinscription des chômeurs ayant perdu leur indemnisation en début d'année (chômeurs « recalculés »⁽¹¹⁾). En l'absence de réforme du régime d'indemnisation, l'augmentation du chômage serait faible voire nulle au deuxième trimestre de 2004. Le taux de chômage se stabiliserait à 9,9% jusqu'à la fin du troisième trimestre, avant de s'infléchir pour s'établir à 9,8% à la fin de l'année 2004, avec l'amélioration prévue de l'emploi marchand. ■

(8) Allocation Spéciale du Fond National de l'Emploi.

(9) Cessation d'Activité de certains Travailleurs Salariés.

(10) Pour plus de détails sur le dispositif de départ en retraite anticipée, se reporter au dossier thématique « Quel ralentissement de la population attendre en 2004 ? » publié dans la note de conjoncture de décembre 2003.

(11) Cette hausse non conjoncturelle dépendrait très largement du comportement de réinscription des « recalculés », rendant ainsi l'exercice de prévision plus délicat.

Salaires

Après avoir légèrement ralenti en fin d'année dernière, le salaire mensuel de base (SMB)⁽¹⁾ a progressé de 0,8% sur le premier trimestre de 2004, comme au premier trimestre de 2003. Sur un an, de mars 2003 à mars 2004, il a progressé de 2,4%, conservant un rythme de croissance semblable à celui observé depuis 2001 : la hausse du chômage a limité la progression des salaires, compensant au niveau agrégé l'effet de la revalorisation des minima légaux.

D'ici la fin de l'année 2004, le SMB accélérerait légèrement, essentiellement suite à une forte augmentation des prix à la consommation au deuxième trimestre. Les minima légaux, seront, de plus, fortement revalorisés au 1^{er} juillet. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2004, le SMB croîtrait de 2,7%.

Pour les ouvriers, le salaire horaire de base (SHBO)⁽²⁾ est plus dynamique que celui de l'ensemble des salariés : cette tendance se poursuivrait, puisqu'ils sont naturellement plus concernés que les autres catégories par les fortes hausses attendues des minima légaux.

Avec la reprise économique, le salaire moyen par tête accélérerait dans le secteur marchand, pour atteindre 2,5% en glissement annuel, les composantes variables des salaires (primes, heures supplémentaires notamment) jouant moins défavorablement qu'en 2003.

En 2003, la progression du chômage a contribué à atténuer l'effet de la hausse des prix et de la revalorisation des minima légaux sur les augmentations salariales

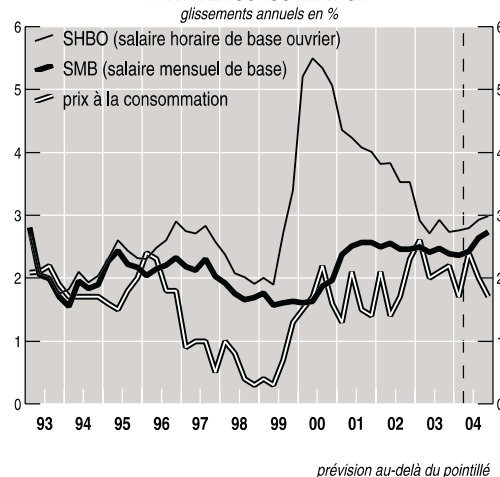
Selon les résultats provisoires de l'enquête trimestrielle Acemo du ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale, le salaire mensuel de base (SMB) a progressé de 0,8% sur le premier trimestre

(1) Salaire mensuel brut de base de l'ensemble des salariés des entreprises de 10 salariés et plus. Source : enquête Acemo du ministère de l'Emploi, du travail et de la cohésion sociale.

(2) Salaire horaire de base des ouvriers des entreprises de 10 salariés et plus. Source : enquête Acemo du ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale.

(3) Il s'agit du glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, tous ménages, y compris tabac.

SALAIRE MENSUEL, SALAIRE HORAIRE ET PRIX À LA CONSOMMATION
glissements annuels en %



de 2004 (de décembre 2003 à mars 2004), et de 2,4% sur un an (de mars 2003 à mars 2004). Malgré un léger ralentissement en fin d'année 2003, le rythme de progression du SMB resterait semblable à celui observé depuis trois ans : depuis mars 2001, le glissement annuel du SMB oscille entre 2,4 et 2,6%.

En 2003, deux facteurs ont contribué à la hausse des salaires. D'une part, la hausse des prix à la consommation, après un pic de 2,6%⁽³⁾ en glissement annuel en mars, est restée résistante à la baisse tout au long de l'année. D'autre part, les minima légaux ont été fortement revalorisés au 1^{er} juillet 2003 : +3,4% en moyenne, contre +2,0% au 1^{er} juillet 2002 dans les entreprises de 10 salariés et plus (cf. encadré). À l'inverse, la situation peu favorable sur le marché du travail, avec en particulier la hausse du taux de chômage (de 9,1% en septembre 2002 à 9,9% en septembre 2003), a certainement pesé sur les salaires.

La progression du salaire de base ouvrier est légèrement supérieure à celle de l'ensemble des salariés. Cette différence de revalorisation avec les autres salariés a été constatée au moment de la revalorisation des minima légaux, les ouvriers étant davantage concernés, puisque plus présents parmi les salariés rémunérés au voisinage du Smic. Ainsi, selon les résultats de l'enquête Acemo, le SHBO a progressé de 2,7% en 2003. La progression des salaires horaires suit désormais exactement celle des salaires mensuels. En effet, en 2003, suite à l'assouplissement du dispositif d'aménagement et de réduction du temps

TABEAU : INDICE DES TRAITEMENTS BRUTS DANS LA FONCTION PUBLIQUE D'ÉTAT
INDICE DU SALAIRE MENSUEL BRUT DE BASE ET SALAIRES MOYENS PAR TÊTE

(évolution en %)

	Glissements trimestriels						Glissements annuels			Moyennes annuelles		
	2003		2004				2002	2003	2004	2002	2003	2004
	3 ^e T	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T	4 ^e T.						
Données non CVS (en fin de mois)												
Indice des traitements bruts de la Fonction publique	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,5	1,4	0,7	0,5
Indice brut en pouvoir d'achat	-0,5	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	-1,0	-2,2	-1,2	-0,5	-1,3	-1,5
Salaire mensuel de base (SMB) ⁽¹⁾	0,7	0,3	0,8	0,6	0,9	0,4	2,5	2,4	2,7	2,5	2,4	2,5
SMB en pouvoir d'achat	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,8	0,2	0,2	0,2	1,0	0,7	0,2	0,5
Salaire horaire de base des ouvriers (SHBO)	1,0	0,3	0,9	0,6	1,1	0,4	3,5	2,7	3,0	3,7	2,9	2,8
SMIC (horaire)	5,3	0,0	0,0	0,0	5,8	0,0	2,4	5,3	5,8	3,2	3,9	5,6
Garantie mensuelle (salariés passés aux 35 heures) ⁽²⁾	2,3	0,0	0,0	0,0	2,8	0,0	1,8	2,3	2,8	2,3	2,1	2,6
Indice des prix à la consommation (tous ménages, y compris tabac)	0,5	0,5	0,8	0,6	0,1	0,2	2,3	2,2	1,7	1,9	2,1	2,0
Données CVS (moyennes trimestrielles)												
Salaire moyen par tête (SMPT) ⁽³⁾												
- dans les administrations publiques (APU)	0,5	0,7	0,8	0,6	0,8	0,6	3,7	2,3	2,8	4,4	2,5	2,6
- dans le secteur marchand non agricole (SMNA)	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	2,1	1,9	2,4	2,1	1,7	2,1

Prévision

(1) Le salaire mensuel de base (SMB) est mesuré par l'enquête Acemo et porte sur les entreprises du secteur concurrentiel non agricole ayant un effectif de 10 salariés ou plus.

(2) Moyenne des garanties mensuelles pondérée par les effectifs en bénéficiant.

(3) Contrairement à l'indice des traitements de la Fonction publique et au SMB, le SMPT tient compte de l'ensemble de la rémunération des salariés.

de travail, la durée collective moyenne du travail⁽⁴⁾, dans les entreprises de dix salariés et plus du secteur concurrentiel non agricole, est restée pratiquement inchangée à près de 35,7 heures hebdomadaires.

Les minima légaux seront fortement revalorisés au 1^{er} juillet 2004...

Au 1^{er} juillet 2004, la convergence du Smic mensuel calculé sur la base de 35 heures hebdomadaires et des différentes garanties mensuelles, entamera sa deuxième étape, selon le même mécanisme qu'au 1^{er} juillet 2003 (cf. encadré). Toutefois, le glissement annuel des prix à la consommation (hors tabac, des ménages ouvriers et employés) du mois de mai, qui sert de base de calcul des revalorisations, est plus élevé en 2004 (+2,1%) qu'en 2003 (+1,6%). Ainsi, la revalorisation moyenne des bénéficiaires des minima légaux s'élèverait au 1^{er} juillet 2004 à 3,9%, après 3,4% au 1^{er} juillet 2003 dans les entreprises de 10 salariés et plus, et à 4,3% après 3,8% dans l'ensemble des entreprises.

(4) Il s'agit d'une durée moyenne contractuelle, qui ne tient pas compte des fluctuations conjoncturelles de la durée du travail (chômage partiel, heures supplémentaires, congés, absences pour maladie, etc.).

...et contribueraient à la hausse du pouvoir d'achat des salaires au second semestre de 2004

En juin 2004, la progression du SMB en glissement annuel se maintiendrait à 2,4%. Quant aux prix à la consommation, leur glissement annuel atteindrait également 2,4% en juin. De ce fait, les gains de pouvoir d'achat du SMB seraient nuls de juin 2003 à juin 2004.

Par la suite, sur le second semestre 2004, le SMB accélérerait, sous l'impulsion de la diffusion de la hausse des minima légaux dans le bas de la hiérarchie salariale et grâce aux négociations salariales qui devraient prendre en compte, du moins en partie, l'inflation élevée enregistrée ce printemps. De plus, la légère amélioration du marché du travail, caractérisée par la stabilisation prévue du taux de chômage sur l'ensemble de l'année 2004, devrait créer un climat plus favorable aux salariés lors des négociations (cf. graphique 2).

Avec le ralentissement de l'inflation prévu pour le deuxième semestre, le salaire mensuel de base enregistrerait des gains de pouvoir d'achat, qui s'élèveraient à 1,0% en glissement annuel sur 2004, après de faibles évolutions en 2002 et 2003 (+0,2%).

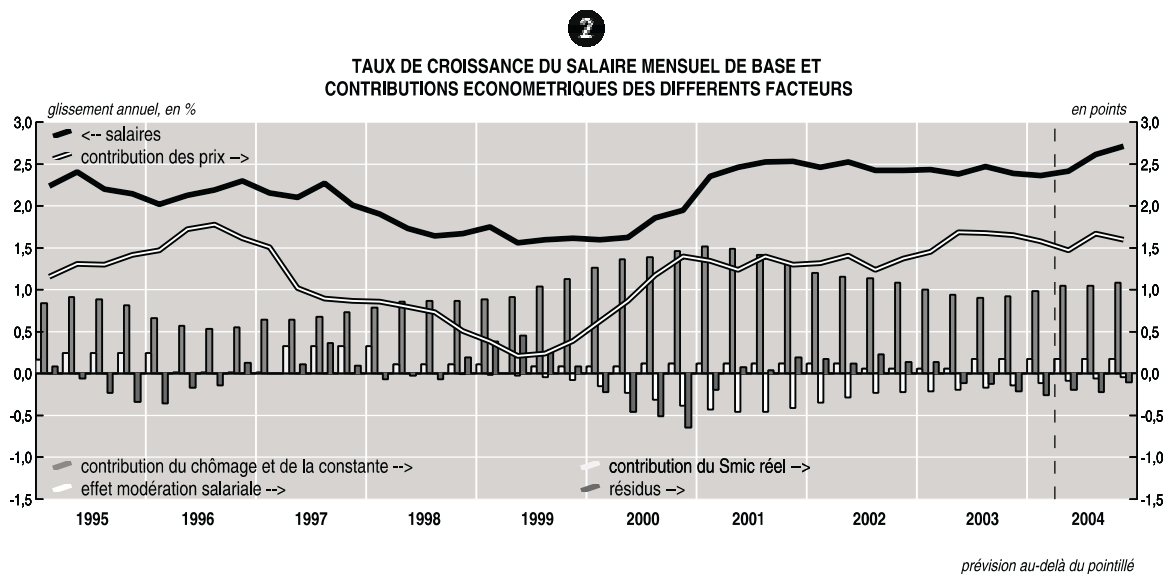
Les salaires moyens par tête s'accroîtraient à la faveur de la reprise économique dans le privé

Dans le secteur marchand, les évolutions du salaire moyen par tête (SMPT) dépendent du salaire de base, mais aussi d'autres éléments liés au cycle économique (versement de primes, rémunération des heures supplémentaires, évolution de la part des salariés à temps partiel...), qui accéléreraient en 2004. En effet, la croissance économique en 2003 a été peu favorable à l'octroi de primes ou encore à l'embauche de salariés à temps complet, ce qui a entraîné un ralentissement du SMPT. Avec l'amélioration des perspectives de croissance, ces facteurs seraient moins défavorables à la croissance des salaires. Le glissement annuel du SMPT marchand atteindrait ainsi 2,4% fin 2004 contre 1,9% fin 2003.

Dans les administrations publiques, le SMPT connaîtrait une accélération analogue plutôt liée à l'effet de la revalorisation de l'indice de traitements. Comme dans le secteur marchand, le SMPT dans les administrations publiques prend en compte l'ensemble de la rémunération, en particulier les primes et les effets des promotions individuelles : il pro-

gresserait de 2,8% en glissement annuel en fin d'année 2004, contre 2,3% un an plus tôt. Cette accélération traduit la hausse du point d'indice de base de la fonction publique de 0,5% au début de l'année. Aucune hausse du point d'indice de base de la fonction publique d'État n'est actuellement prévue d'ici décembre. Ensuite, avec la revalorisation du Smic au 1^{er} juillet, le minimum garanti de la fonction publique devrait être revalorisé de 0,8%. Cependant, compte tenu de la faiblesse des effectifs concernés, cette augmentation aurait un impact négligeable sur le traitement moyen de base des fonctionnaires d'État. Enfin, l'accélération du SMPT est accentuée par la diminution des emplois aidés dans le secteur public : la baisse du nombre d'emplois à bas salaires fait augmenter mécaniquement le salaire moyen⁽⁵⁾. ■

(5) Tout d'abord, une partie des emplois aidés ne donne pas lieu à des salaires mais à des prestations sociales. Leur suppression entraîne donc une baisse de l'emploi mais pas de la masse salariale, ce qui rehausse les salaires. Ensuite, la baisse des emplois aidés donnant lieu au versement de salaires conduit à un effet de structure sur le salaire moyen par tête. La disparition d'emplois parmi les moins rémunérés augmente en effet mécaniquement le salaire moyen.



Note :

Les contributions sont calculées à partir du modèle économétrique de prévisions des évolutions de salaires de l'Insee (cf. dossier « Prévoir l'évolution des salaires en France », note de conjoncture de mars 2002). Les effets de la modulation salariale entraînée par la réduction du temps de travail sont estimés par ailleurs, à partir de données sur la durée moyenne du travail obtenue par l'enquête Acemo. Les résidus sont constitués de la part inexpliquée par les déterminants usuels de l'évolution des salaires (l'évolution des prix, le taux de chômage et l'évolution des minima légaux) et par les effets des dispositions légales sur le temps de travail (lois « Aubry » et « Fillon »).

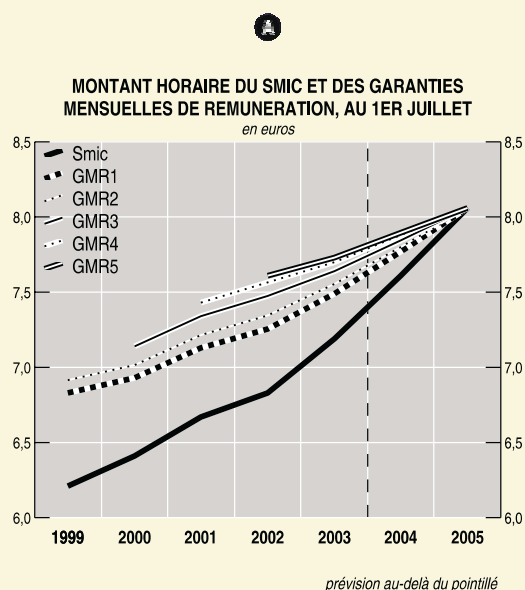
ENCADRÉ : UNE ESTIMATION MACROÉCONOMIQUE DES EFFETS DE LA LOI « FILLON » SUR LES SALAIRES ET LE COÛT DU TRAVAIL

Le nouveau système de revalorisation des salaires minimaux prévue par la loi « Fillon »⁽¹⁾ est entré en vigueur en juillet 2003. Il remplace le système mis en place lors du passage aux « 35 heures »⁽²⁾, qui avait créé les garanties mensuelles de rémunération (GMR), qui s'appliquent aux salariés rémunérés au niveau du Smic lors de leur passage aux 35 heures. Depuis le 1^{er} juillet 2002, coexistent en effet sept niveaux de salaires mensuels minimaux : cinq niveaux de garanties mensuelles de rémunération selon leur date de passage aux 35 heures, le Smic « 35 heures » pour certains salariés embauchés après la mise en place des 35 heures dans leur établissement⁽³⁾, et le Smic « 39 heures » pour les salariés qui sont restés au régime des 39 heures.

Le nouveau système a pour objectif la convergence progressive des salaires horaires assurés par le Smic et les garanties mensuelles de rémunérations au 1^{er} juillet 2005. Il s'agit d'un alignement par le haut (cf. graphique A), qui maintient le pouvoir d'achat de la garantie mensuelle la plus élevée, et qui assure la croissance pendant trois ans du pouvoir d'achat du Smic et des autres garanties mensuelles. De ce fait, le pouvoir d'achat du Smic devrait croître de 11,4% sur trois ans, soit une moyenne de 3,7% par an. Par contre, le dispositif antérieur de revalorisation du pouvoir d'achat du Smic et des garanties mensuelles d'une valeur au moins égale à l'augmentation du pouvoir d'achat du salaire moyen est suspendu jusqu'en 2005.

Plus de deux millions de salariés bénéficient directement de la revalorisation des minima légaux

Un peu plus de deux millions de salariés⁽⁴⁾, soit environ 14 % de l'ensemble des salariés (hors intérimaires) des entreprises du secteur marchand non agricole, bénéficient annuellement des revalorisations des salaires



Hypothèse : 2,1 % d'inflation annuelle entre mai 2003 et mai 2005.

minimaux. Au 1^{er} juillet 2002, ils se répartissaient entre deux populations de taille à peu près égales : 1 090 000 salariés (7%) ont bénéficié des augmentations du Smic, et 1 060 000 salariés (7%) ont bénéficié des augmentations des garanties mensuelles de rémunération. En raison du très faible nombre d'établissements passés au 35 heures depuis le 1^{er} juillet 2002, les proportions sont à peu près les mêmes au 1^{er} juillet 2003 (cf. tableau 1).

Les différentes dispositions de la loi « Fillon » permettant d'assouplir les dispositions de la loi « Aubry II » sur le temps de travail, ainsi que le nouveau mécanisme d'allègement de charges n'incitent pas les entreprises qui

Tableau 1 : Montants mensuels des Smic et des GMR au 1^{er} juillet 2003 et proportion des salariés concernés

(entre parenthèses : dénomination)	Montant mensuel pour les salariés à temps complet (en euros)	Proportion des salariés concernés (*) (en %)
Entreprises passées aux 35 heures...		
... entre le 15 juin 1998 et le 30 juin 1999 (GMR1)	1 136	0,3
... entre le 1 ^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000 (GMR2)	1 146	2,7
... entre le 1 ^{er} juillet 2000 et le 30 juin 2001 (GMR3)	1 159	1,2
... entre le 1 ^{er} juillet 2001 et le 30 juin 2002 (GMR4)	1 168	2,7
... depuis le 1 ^{er} juillet 2002 (GMR5)	1 173	0,3
Smic horaire dans les entreprises à 35 heures	1 090	1,0
Smic horaire dans les entreprises à 39 heures	1 215	5,9
Total	-	14,0

(*) Estimation réalisée à partir des enquêtes Acemo du ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale : enquête annuelle sur les bénéficiaires des minima légaux au 1^{er} juillet 2002 ; même enquête et enquêtes trimestrielles Acemo pour les salariés concernés par le GMR5 et le Smic horaire.
Champ : ensemble des salariés (hors intérimaires) des entreprises du secteur marchand non agricole.

(1) Loi n°2003-47 du 17 janvier 2003 relative aux salaires, au temps de travail et au développement de l'emploi. Pour une explication détaillée des mécanismes anciens et nouveaux de revalorisation des minima légaux, se reporter à l'encadré « Effet sur les salaires et sur le coût du travail de l'harmonisation des salaires minimaux », note de conjoncture de juin 2003, pp86-89.

(2) Loi 2000-37 du 19 janvier 2000 dite loi « Aubry II ».

(3) Ceux-ci bénéficient du même Smic horaire que les salariés restés aux 39 heures.

(4) D'après les résultats de l'enquête Acemo sur les bénéficiaires du Smic et des garanties mensuelles de rémunération, Dares, ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale.

ENCADRÉ : UNE ESTIMATION MACROÉCONOMIQUE DES EFFETS DE LA LOI «FILLON» SUR LES SALAIRES ET LE COÛT DU TRAVAIL (SUITE)

étaient restés à 39 heures à passer à 35 heures : depuis l'entrée en vigueur de cette loi, la durée hebdomadaire moyenne du travail est restée quasiment inchangée. Les proportions des salariés bénéficiaires de chaque salaire minimum devraient donc rester inchangées au 1^{er} juillet 2004, par rapport à celles du 1^{er} juillet 2003.

Au 1^{er} juillet 2004, comme au 1^{er} juillet 2003, le nouveau mécanisme de revalorisation des salaires minimaux entraînerait une hausse de 0,2 point du salaire moyen

Une fois déterminé le nombre de salariés rémunérés au niveau de chaque salaire minimal, il suffit, pour estimer l'impact du nouveau système de revalorisation, de calculer pour chaque salaire minimal la différence de taux d'évolution induite par le changement de dispositif. Pour évaluer l'impact moyen sur l'ensemble des bénéficiaires des minima légaux au 1^{er} juillet 2003, nous pondérons chaque taux d'évolution par la part des salariés au Smic dans l'effectif total (cf. tableau 2).

Le salaire mensuel de base (SMB) ne porte que sur les entreprises de 10 salariés et plus (champ de l'enquête Acemo). Sur ce champ, la revalorisation moyenne des minima légaux serait de 3,4%, soit 1,3 point de plus que celle calculée sans changement de loi. Selon l'estimation économétrique utilisée par l'Insee pour prévoir les salaires⁽⁵⁾, une hausse de 1% du Smic entraîne une augmentation supplémentaire de 0,11% du SMB. Les premiers effets sur le SMB du mécanisme d'harmonisation auraient été ainsi de 0,14 point⁽⁶⁾. L'effet sur le salaire moyen par tête (SMPT) dans les secteurs concurrentiels non agricoles, qui prend en compte les petites entreprises, serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 point⁽⁷⁾.

Au 1^{er} juillet 2004, l'évolution des revalorisations réelles (hors effet « prix ») des salaires minimums serait identique à celle de 2003. Par conséquent, au 1^{er} juillet 2004,

l'effet sur les différents indicateurs de salaires moyens serait identique à celui de 2003 : de l'ordre de 0,15 point sur le SMB et de 0,2 point sur le SMPT.

Les différences de revalorisations entre le 1^{er} juillet 2003 et le 1^{er} juillet 2004 ne résulteraient donc que d'un effet « prix », suite à l'accélération des prix à la consommation ce printemps : en effet, la hausse de l'indice des prix à la consommation des ménages employés et ouvriers, hors tabac⁽⁸⁾, s'élève à 2,1% de mai 2003 à mai 2004, contre 1,6% de mai 2002 à mai 2003. La revalorisation moyenne des minima légaux devrait donc s'élever à 4,3% en juillet 2004, après 3,8% en juillet 2003 (cf. tableau 3).

La réforme du système d'allégements sur les bas salaires, engagée en juillet 2003, aboutira à un allègement uniformisé en juillet 2005

Parallèlement à la convergence des niveaux de salaires minimaux, la loi « Fillon » révisé le système des allègements de charges sur les bas salaires, qui vise deux objectifs : compenser la hausse de coût du travail liée aux fortes revalorisations du Smic, et aboutir en juillet 2005 à un système d'exonérations uniformisé pour toutes les entreprises, quelle que soit la durée de travail des salariés :

- pour les entreprises à 35 heures, l'allègement prévu par la loi « Aubry II » a été remplacé le 1^{er} juillet 2003 par le nouvel allègement « Fillon », dont le montant maximal

(5) Cf. dossier « Prévoir l'évolution des salaires en France », dossier de la note de conjoncture de mars 2002.

(6) soit $0,11 \times 1,3\%$.

(7) Exactement $0,19\% = 0,11 \times 1,7\%$ si l'on suppose que l'élasticité du SMPT au Smic réel est égale à celle du SMB au Smic réel, 1,7% étant la revalorisation moyenne pour toutes les entreprises.

(8) Il s'agit de l'indice pris comme référence pour les revalorisations des minima légaux ; il diffère quelque peu de l'indice des prix, tous ménages, y compris tabac, qui est le plus souvent utilisé pour l'analyse économique.

Tableau 2 : Augmentation des minima légaux au 1^{er} juillet 2003

	Revalorisation découlant de la loi « Fillon » (prévision) (1)	Revalorisation qui aurait eu lieu selon l'ancien système (2)	Différence (1)-(2)	Part dans l'effectif total des salariés au Smic (*)	Part dans l'effectif total des salariés au Smic (*) Entreprises de 10 salariés ou plus (en %)
Minimum légal					
Smic horaire	+5,3	+2,2	+3,1	32	49
GMR1	+3,2	+2,0	+1,2	4	2
GMR2	+2,8	+2,0	+0,8	38	19
GMR3	+2,2	+2,0	+0,2	16	8
GMR4	+1,8	+2,0	-0,2	9	20
GMR5	+1,6	+2,0	-0,4	1	2
Moyennes					
Champ de l'enquête (≥10)	+3,4	+2,1	+1,3	-	-
Champ toutes tailles	+3,8	+2,1	+1,7	-	-

Hypothèses :

(1) Ces revalorisations ont été déterminées sur la base d'une évolution de l'indice des prix à la consommation (hors tabac, ménages ouvriers et employés) de 1,6% de mai 2002 à mai 2003.

(2) Correspond à l'évolution des prix de mai 2002 à mai 2003, à laquelle s'ajoute l'évolution du pouvoir d'achat du salaire de base ouvrier (horaire pour le SMIC, mensuel pour les GMR) de mars 2002 à mars 2003.

(*) Estimations ; cf. note (*) du tableau 1.

ENCADRÉ : UNE ESTIMATION MACROÉCONOMIQUE DES EFFETS DE LA LOI « FILLON » SUR LES SALAIRES ET LE COÛT DU TRAVAIL (SUITE)

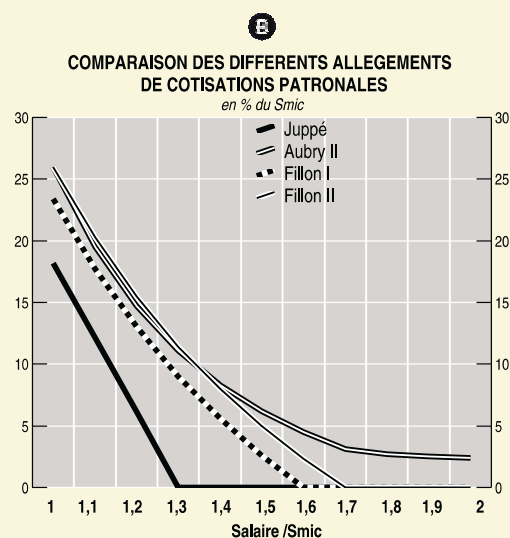
d'exonération est fixé à 26,0% du salaire au niveau du Smic, soit à un niveau équivalent à celui du montant prévu dans la loi « Aubry II » (cf. graphique B). Pour les tranches de salaires plus élevés, l'allègement « Fillon » sera moins avantageux : il s'annule au niveau de 1,7 Smic, alors que l'allègement « Aubry II » atteignait un plancher de 610 € par salarié à partir de 1,8 Smic.

- pour les entreprises restées à 39 heures, la loi prévoit le même allègement que pour les entreprises déjà passées aux 35 heures au 1^{er} juillet 2005. D'ici là un dispositif transitoire a été institué à partir du 1^{er} juillet 2003, avec un allègement maximal de 20,8% du salaire (23,4% au 1^{er} juillet 2004), et une dégressivité jusqu'à 1,5 Smic (1,6 Smic au 1^{er} juillet 2004). Pour ces entreprises, cet allègement est plus avantageux que la ristourne « Juppé » dont elles bénéficiaient auparavant (18,2% d'allègement maximal et dégressivité jusqu'à 1,3 Smic), et ceci quelque soit le niveau de salaires (cf. graphique B).

Les entreprises à 35 heures ont ainsi généralement enregistré une baisse de leur exonération en juillet 2003. Cette exonération devrait se stabiliser, en termes réels, en 2004 et 2005. Pour les entreprises restées à 39 heures, il y a eu en juillet 2003 un surcroît d'exonération. Cette exonération va à nouveau augmenter en juillet 2004 et 2005.

Sur trois ans, la mise place du nouveau système d'exonérations de charges équivaut à une baisse de 1,1 point du taux de cotisation

Le chiffrage de l'impact du changement de système d'exonérations nécessite des données de salaires individualisés, les allègements « Aubry II » et « Fillon » octroyés à une entreprise dépendant du salaire de chaque employé de l'entreprise et de la durée collective de travail de l'entreprise. Les Déclarations annuelles de données sociales (DADS), qui constituent une source exhaustive sur les salaires dans le secteur concurrentiel non agricole, répondent à cette exigence. Pour ce calcul, nous utilisons



Légende :

Juppé : ristourne sur les bas salaires pour les entreprises à 39 heures avant le 1^{er} juillet 2003.

Fillon I : montant de l'allègement au 1^{er} juillet 2004, pour les salariés aux 39 heures (a remplacé au 1^{er} juillet 2003 la ristourne Juppé).

Aubry II : allègement de charges pour les entreprises aux 35 heures.

Fillon II : a remplacé au 1^{er} juillet 2003, l'allègement Aubry II pour les salariés à 39 heures. Au 1^{er} juillet 2005, il sera l'allègement unique pour toutes les entreprises.

les dernières DADS disponibles, c'est-à-dire de l'année 2001. Les variables servant au calcul des allègements sont le salaire mensuel brut en équivalent temps plein (EQTP) et le nombre d'heures rémunérées sur l'année⁽⁹⁾. Pour l'année 2003, le salaire brut est augmenté de l'évolution du SMB selon la catégorie socioprofessionnelle.

(9) Pour les salariés à temps partiel, les exonérations sont calculées sur la base d'un revenu en équivalent temps-plein, puis proratisées selon le nombre d'heures rémunérées.

Tableau 3 : Une revalorisation moyenne particulièrement élevée en 2004

Revalorisations du Smic et des garanties mensuelles de rémunération (GMR) en %							
	Revalorisation au 1 ^{er} juillet de l'année...					Montant mensuel brut 2003 en €	
	2000	2001	2002	2003	2004		
Entreprises passées aux 35 heures...							
... entre le 15 juin 1998 et le 30 juin 1999 (GMR1)	+1,45 %	+ 2,85 %	+ 1,8 %	+ 3,2 %	+ 3,7 %	1 136	
... entre le 1 ^{er} juillet 1999 et le 30 juin 2000 (GMR2)	+1,45 %	+ 2,85 %	+ 1,8 %	+ 2,8 %	+ 3,3 %	1 146	
... entre le 1 ^{er} juillet 2000 et le 30 juin 2001 (GMR3)	---	+ 2,85 %	+ 1,8 %	+ 2,2 %	+ 2,7 %	1 159	
... entre le 1 ^{er} juillet 2001 et le 30 juin 2002 (GMR4)	---	---	+ 1,8 %	+ 1,8 %	+ 2,3 %	1 168	
... depuis le 1 ^{er} juillet 2002 (GMR5)	---	---	---	+ 1,6 %	+ 2,1 %	1 173	
Smic horaire dans les entreprises à 35 heures	+ 3,2 %	+ 4,05 %	+ 2,4 %	+ 5,3 %	+ 5,8 %	1 090	
Smic horaire dans les entreprises à 39 heures	+ 3,2 %	+ 4,05 %	+ 2,4 %	+ 5,3 %	+ 5,8 %	1 215	
Moyenne des revalorisations pour les salariés rémunérés au niveau des minimas légaux (1)							
Entreprises de 10 salariés et plus	+ 2,5 %	+ 3,5 %	+ 2,0 %	+ 3,4 %	+ 3,9 %		
Toutes entreprises	+ 2,7 %	+ 3,7 %	+ 2,1 %	+ 3,8 %	+ 4,3 %		

(1) Estimations ; cf. note (*) du tableau 1.

ENCADRÉ : UNE ESTIMATION MACROÉCONOMIQUE DES EFFETS DE LA LOI « FILLON » SUR LES SALAIRES ET LE COÛT DU TRAVAIL (SUITE)

Le montant des allègements « Aubry II » et « Fillon » diffère également selon que l'établissement employant le salarié a effectué ou non une réduction du temps de travail dans le cadre des lois « Aubry » ; il est donc nécessaire d'obtenir cette information au niveau des établissements. Pour cela, nous utilisons le fichier de déclarants établi par la Dares (ministère de l'emploi, du travail et de la cohésion sociale), qui est constitué des établissements demandant à bénéficier d'un allègement de cotisations sociales.

Nous sommes ainsi capables de calculer, au niveau de chaque établissement, l'allègement auquel il a droit en juillet 2003, 2004 et 2005 selon la loi « Fillon », ainsi que l'allègement auquel il aurait droit si l'exonération « Aubry II » était toujours en vigueur (cf. tableau 4).

Nous estimons d'abord l'impact des nouveaux allègements sur le taux d'exonération : « exonération de cotisations / masse salariale » en supposant notamment, faute d'avoir les informations à ce sujet, que la structure des salaires est restée inchangée de 2001 à 2003 : la rémunération de chaque salarié en 2003 est supposée égale à celle de 2001, augmentée de l'évolution du SMB de sa catégorie socioprofessionnelle⁽¹⁰⁾.

Sur trois ans, la réforme de la loi « Fillon » est équivalente, en moyenne pour les entreprises du secteur concurrentiel non agricole, à une baisse de 1,1 point de taux de cotisation (cf. tableau 4).

(10) Nous supposons également que la rémunération mensuelle de chaque salarié est constante sur l'année (elle est égale à 1/12ème de la rémunération annuelle). Les exonérations sont calculées à partir de ce salaire mensuel.

Tableau 4 : Impact de la loi « Fillon » sur les exonérations de cotisations sociales patronales

Taux d'exonération (cotisations exonérées / masse salariale) en %		
Aubry 2	2,21	[1]
Juppé	0,96	[2]
Fillon 35h	1,57	[3]
Fillon 39h	1,82	[4]
Fillon 39h 2004	2,25	[5]
Fillon 39h 2005	2,70	[6]
Impact sur le taux d'exonération		
en juillet 2003	0,22	[3]+[4]-([1]+[2])
en juillet 2004	0,42	[5]-[4]
en juillet 2005	0,45	[6]-[5]
Impact total	1,10	[3]+[6]-([1]+[2])

Globalement neutre en 2003, la loi « Fillon » entraînerait une légère baisse du coût du travail en 2004 et 2005

L'effet global macroéconomique sur le coût du travail est ensuite calculé comme suit :

Si COUT est le coût du travail total des entreprises, MS la masse salariale, CH l'ensemble des charges patronales dues par les entreprises (hors exonérations), et E l'ensemble des exonérations accordées aux entreprises, nous avons : $COUT = MS + CH - E$

Si T est le taux de charges patronales, hors exonération ($T = CH/MS$), non influencé par le changement de dispositif, et TE le taux d'exonération ($TE = E/MS$), nous avons : $COUT = (1 + T - TE)MS$

Au premier ordre, en log différenciant,

$$\dot{COUT} = \dot{MS} - \Delta TE / (1 + T - TE)_{-1}$$

L'impact de la loi « Fillon » sur l'évolution des coûts a ainsi pu être décomposé en deux effets : l'effet de la revalorisation des minima légaux sur les salaires \dot{MS} , et l'effet du nouveau système d'allègement sur les exonérations $-(\Delta TE) / (1 + T - TE)_{-1}$.

Au final, en 2003, le nouveau système d'exonérations compenserait globalement pour les entreprises le surcoût lié à la revalorisation des salaires minimums (cf. tableau 4). En 2004 et 2005, l'effet des nouvelles baisses de charges serait supérieur à l'effet de la hausse des salaires minimums, entraînant, en moyenne, une légère baisse de 0,1% du coût du travail. ■

Tableau 5 : Impact de la loi « Fillon » sur le coût du travail

	en %		
	2003	2004	2005
Impact de la revalorisation des salaires minimums	0,2	0,2	0,2
Impact du changement du système d'exonérations	-0,2	-0,3	-0,3
Impact total de la loi Fillon sur le coût du travail	0,0	-0,1	-0,1

Revenus des ménages

Le revenu disponible brut des ménages accélérerait en 2004 (+3,1%) après le fort infléchissement de l'année précédente (+2,3% en 2003 et +4,3% en 2002). Après deux années de baisse, le solde des revenus de la propriété augmenterait légèrement parallèlement à la reprise économique et contribuerait ainsi fortement à l'accélération du revenu disponible. La croissance des recettes de l'impôt sur le revenu serait plus faible qu'en 2003 suite aux nouvelles baisses de taux et participerait à l'accélération du revenu disponible. La croissance des revenus d'activité⁽¹⁾ redeviendrait aussi plus soutenue en 2004 en raison notamment de la forte revalorisation du Smic au mois de juillet. En revanche, les prestations sociales reçues par les ménages ralentiraient en 2004 avec en particulier la stabilisation en 2003 du chômage. La croissance du pouvoir d'achat en 2004 s'établirait à 1,4% (après +0,5% en 2003), les prix progressant à un rythme proche de celui de 2003.

(1) C'est-à-dire la masse salariale reçue par les ménages et l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels.

Le retour de la croissance des revenus de la propriété en 2004 contribuerait fortement à l'accélération du revenu disponible

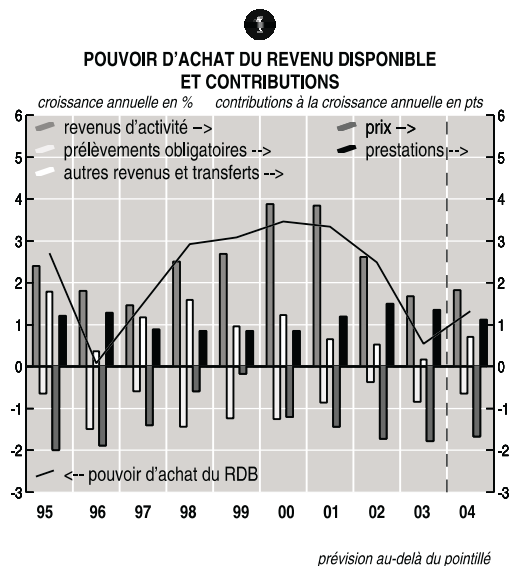
Le solde des revenus de la propriété avait fortement baissé en 2002 et 2003 (-2,7% et -4,1%). Il augmenterait à nouveau en 2004 (+0,7%). Ainsi en 2003, les dividendes reçus, qui comptent pour près de 50% du solde des revenus de la propriété, ont subi la détérioration des comptes des entreprises (-7,1%). Les intérêts versés par les ménages ont nettement augmenté en raison du dynamisme des crédits immobiliers, tandis que les intérêts reçus ont baissé de 1,9%, avec la baisse des taux. En 2004, les dividendes devraient suivre l'évolution de l'excédent brut d'exploitation des entreprises en 2003, ce qui les conduirait à se maintenir en 2004 à un niveau proche de celui de 2003. Les intérêts versés ralentiraient légèrement et ceux reçus baisseraient dans une moindre mesure qu'en 2003.

REVENU DISPONIBLE BRUT DES MÉNAGES

	Glissements semestriels						Glissements annuels			(évolution en %)		
	2002		2003		2004		2002	2003	2004	Moyennes annuelles		
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.				2002	2003	2004
Revenu disponible brut (100%)	1,9	3,2	-0,7	1,9	1,2	2,4	5,1	1,1	3,6	4,3	2,3	3,1
dont :												
Revenus d'activité (71%)	2,2	1,2	1,0	1,2	1,2	1,6	3,4	2,2	2,9	3,7	2,4	2,5
Salaires bruts (59%)	2,2	0,9	0,9	1,1	1,2	1,6	3,1	2,0	2,8	3,6	2,1	2,4
Excédent brut d'exploitation (12%) des entrepreneurs individuels	2,2	2,7	1,6	1,7	1,2	1,9	5,0	3,3	3,1	4,1	3,9	2,9
Prestations sociales en espèces (31%)	2,6	2,6	2,0	2,1	1,4	2,0	5,2	4,2	3,5	4,9	4,4	3,6
Revenus de la propriété (10%)	-1,9	-2,4	-2,4	-0,5	0,7	1,8	-4,3	-2,9	2,4	-2,7	-4,1	0,7
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25%)	3,3	-6,0	9,4	-0,5	2,5	-0,8	-2,9	8,9	1,7	1,6	3,6	2,4
Cotisations des salariés (-8%)	1,9	2,1	2,6	1,4	1,2	1,6	4,1	4,0	2,8	5,1	4,5	2,7
Cotisations des non salariés (-2%)	-2,4	0,8	0,8	0,8	2,4	2,4	-1,6	1,6	4,8	2,6	2,3	3,4
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-15%)	4,9	-11,5	15,1	-1,7	3,3	-2,6	-7,1	13,1	0,6	-0,6	3,3	2,1
Revenus hors impôts	2,2	1,4	1,0	1,4	1,4	1,8	3,6	2,4	3,2	3,7	2,4	2,9
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux)	0,9	0,9	0,9	0,8	1,0	0,5	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8	1,6
Pouvoir d'achat du RDB	0,9	2,2	-1,6	1,0	0,1	1,9	3,2	-0,5	2,0	2,5	0,5	1,4

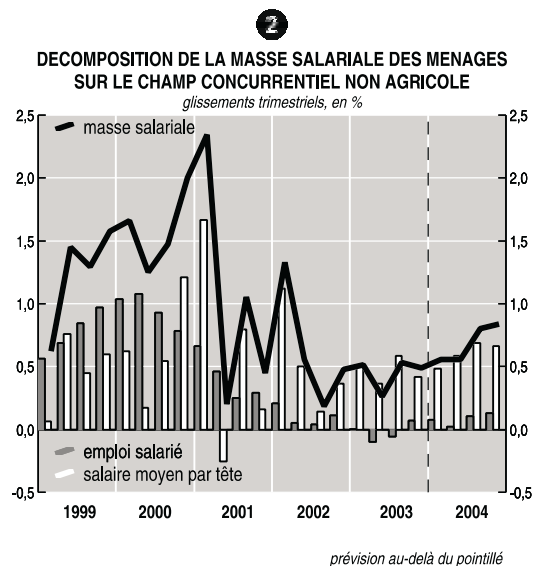
■ Préviation

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.



Les prélèvements obligatoires ralentiraient en 2004 avec les nouvelles baisses de taux de l'impôt sur le revenu

En 2004, les impôts versés par les ménages ne progresseraient que de 2,1% après 3,3% en 2003. En effet les nouvelles baisses de taux concernant l'impôt sur le revenu sont plus importantes qu'en 2003. De plus, l'assiette de l'impôt sur le revenu en 2004 est constituée par les revenus de 2003 dont la croissance a été très modérée. Les baisses d'impôts prennent habituellement effet au moment du paiement du dernier tiers. Cette année cependant, la mesure a été effective dès le premier versement. Le profil des impôts versés par les ménages lors des baisses de taux est donc modifié en 2004 par cette nouvelle mesure. Les impôts augmenteraient au premier semestre malgré l'application d'une partie de la baisse de taux sur cette période. En effet, en 2003, les baisses avaient été concentrées sur la fin de l'année et le premier semestre de 2004 marquerait donc une remise à niveau partielle. Les impôts versés diminueraient ensuite au second semestre.



Les cotisations à la charge des salariés ralentiraient également en 2004. En 2003, la hausse importante s'expliquait par le relèvement du taux de cotisation chômage au premier janvier. En 2004, en l'absence de changement de taux, les cotisations salariés évolueraient comme la masse salariale.

Les revenus d'activité accéléreraient légèrement au cours de l'année avec la masse salariale privée

Malgré une légère accélération en 2004, les revenus d'activité conserveraient un rythme de croissance modéré (+2,5% après +2,4%), parallèlement à celui de la masse salariale (+2,4% après +2,1%).

Sur le champ principalement marchand non agricole, la croissance de la masse salariale serait surtout soutenue par celle des salaires, peu par celle de l'emploi. Au second semestre, les salaires seraient poussés par la nouvelle revalorisation du Smic en

LES TRANSFERTS SOCIAUX REÇUS ET VERSÉS PAR LES MÉNAGES

	Glissements semestriels						Glissements annuels			(évolution en %)		
	2002		2003		2004		2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100%)	2,6	2,6	2,0	2,1	1,4	2,0	5,2	4,2	3,5	4,9	4,4	3,6
Prestations de Sécurité Sociale (71%)	2,5	2,6	2,3	2,0	1,2	2,7	5,2	4,4	3,9	5,0	4,6	3,6
Prestations de régimes privés (6%)	4,0	4,2	-0,1	5,6	1,3	2,4	8,4	5,5	3,7	6,4	5,0	5,5
Prestations directes d'employeur (14%)	2,1	1,5	1,5	2,4	2,4	1,5	3,6	3,9	4,0	3,9	3,3	4,6
Prestations d'assistance sociale versées par les administrations (8%)	3,2	2,7	1,9	0,0	1,7	-3,8	6,1	1,8	-2,2	4,5	3,4	-0,1
Total des prélèvements sociaux	1,5	1,3	1,9	1,5	1,4	1,6	2,8	3,4	3,0	4,0	3,3	3,1
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100%)	1,4	1,3	2,0	1,3	1,2	1,6	2,7	3,4	2,8	4,0	3,5	2,8
dont : Cotisations des employeurs ⁽¹⁾ (64%)	1,5	1,1	1,9	1,4	1,2	1,5	2,6	3,3	2,7	3,6	3,1	2,8
Cotisations des salariés (29%)	1,9	2,1	2,6	1,4	1,2	1,6	4,1	4,0	2,8	5,1	4,5	2,7
Cotisations des non-salariés (7%)	-2,4	0,8	0,8	0,8	2,4	2,4	-1,6	1,6	4,8	2,6	2,3	3,4

Prévision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.

(1) Les cotisations employeurs sont à la fois reçues et versées par les ménages en comptabilité nationale : elles n'ont donc pas d'effet sur le revenu disponible brut.

vue de faire converger les différentes garanties mensuelles nées de la réduction du temps de travail et le Smic horaire (cf. encadré de la fiche « Salaires »). Le salaire moyen par tête augmenterait davantage en 2004 qu'en 2003 (+2,1% après +1,7%). Cette accélération ne proviendrait pas du salaire mensuel de base mais plutôt d'un effet des primes et des heures supplémentaires. En 2003, la croissance du salaire moyen par tête avait été pénalisée par une contribution négative des heures supplémentaires (cf. encadré). Ces dernières joueraient moins négativement en 2004 et expliqueraient la plus forte croissance du salaire moyen par tête dans une période marquée par une activité plus soutenue. L'accélération des salaires au second semestre (+1,4% en glissement semestriel après +1,1%) conjuguée à une légère reprise de l'emploi (+0,2%) dynamiserait la masse salariale marchande en seconde moitié d'année (+1,6% après +1,2%).

En revanche, dans le secteur public, la masse salariale ralentirait nettement (+2,2% en 2004 après +3,1% en 2003). Les effectifs baisseraient en effet (-0,4% après +0,6%) suite, notamment, à la réduction du nombre d'emplois aidés (cf. fiche « Emploi »). Le salaire moyen par tête dans la fonction publique conserverait en 2004 un rythme similaire à celui de 2003 (+2,6% après +2,5%, cf. fiche « Salaires »).

L'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels ralentirait (+2,9% après +3,9%). Le premier semestre s'inscrirait en nette décélération suite à la baisse de la valeur ajoutée de la santé marchande et des prix agricoles. La croissance serait ensuite beaucoup plus soutenue au second semestre (+1,9% après +1,2%).

Le profil des prestations sociales est fortement affecté par l'annulation d'une partie de la nouvelle convention Unédic

Afin de rééquilibrer les comptes de l'assurance chômage, la nouvelle convention Unédic mise en place au 1^{er} janvier 2004 prévoit, entre autres, de réduire de 30 à 23 mois pour certains et de 15 à 7 mois pour

d'autres la durée d'indemnisation des chômeurs. Cette convention a été appliquée dès le 1^{er} janvier aux nouveaux chômeurs ainsi qu'aux anciens ayant déjà été indemnisés depuis plusieurs mois. Ainsi, les prestations chômage baisseraient au premier semestre et le total des prestations d'assurance sociale ralentirait fortement (+1,2% après +2,0%). Cependant, des décisions judiciaires ont invalidé la réduction de la durée d'indemnisation pour les chômeurs ayant signé un Pare (Plan d'aide au retour à l'emploi) avant l'application de la nouvelle convention. Les chômeurs signataires du Pare ayant perdu leurs indemnités au mois de janvier sont donc réintégrés dans le système d'assurance chômage pour les 7 mois supplémentaires auxquels ils avaient initialement droit. Les prestations non versées devraient être redistribuées à partir du mois de juin. L'effet de cette annulation coûterait à l'assurance chômage près de 2 milliards d'euros. Les prestations de sécurité sociale rebondiraient donc nettement au second semestre (+2,7%). Sur l'année complète, elles progresseraient de 3,6% (après +4,6% en 2003). L'effet de la nouvelle convention Unédic étant quasiment neutre sur l'ensemble de l'année 2004, ce net ralentissement s'expliquerait par la moindre stabilisation du chômage, qui limiterait la progression des prestations de l'Unédic, ainsi que par la poursuite de la décélération des indemnités journalières versées par la caisse nationale d'assurance maladie après quatre années de forte croissance.

Les prestations d'assistance sociale en espèce sont également affectées par la convention Unédic mise en place début 2004. Elles accéléreraient au premier semestre de 2004 parce que de nombreux chômeurs en fin de droits ont été orientés en début d'année vers de nouvelles formes d'indemnisation comme le revenu minimum d'insertion (RMI) ou l'allocation spécifique de solidarité (ASS). Les chômeurs réintégrés qui recevront à partir de juin les prestations chômage correspondantes au début d'année devraient en principe également avoir à rembourser le RMI ou l'ASS perçus durant cette période. Les modalités d'application de cette mesure ne sont pas connues pour l'instant. Les remboursements sont ici comptabilisés négativement dans les prestations

DE LA MASSE SALARIALE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET ENTREPRISES INDIVIDUELLES À CELLE REÇUE PAR LES MÉNAGES

	Glissements semestriels						Glissements annuels			(évolution en %)		
	2002		2003		2004		2002	2003	2004	2002	2003	2004
	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.	1 ^{er} S.	2 nd S.						
Entreprises non financières (SNF - EI) (68%)	2,0	0,6	0,6	1,1	1,2	1,6	2,5	1,7	2,9	3,0	1,5	2,4
dont : Salaire moyen par tête	1,8	0,5	0,8	1,1	1,1	1,4	2,2	1,8	2,5	2,3	1,6	2,2
Sociétés financières (5%)	0,9	1,1	1,4	1,2	1,3	2,1	2,1	2,6	3,5	1,8	2,5	2,8
Administrations publiques (25%)	3,1	1,5	1,5	1,1	1,1	1,2	4,7	2,7	2,2	5,4	3,1	2,2
Ménages hors EI (1,8%)	2,2	3,7	4,4	3,3	1,3	2,4	6,1	7,8	3,7	5,4	8,2	4,5
Masse salariale brute reçue par les ménages (100%)	2,2	0,9	0,9	1,1	1,2	1,6	3,1	2,0	2,8	3,6	2,1	2,4
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	1,9	0,7	0,8	1,0	1,2	1,6	2,6	1,8	2,8	2,9	1,7	2,3

Prévision

NB : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2000.

d'assistance sociale reçues par les ménages au second semestre. Cette mesure conduirait à une forte baisse des prestations sur cette période.

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait au second semestre de 2004

Le revenu disponible brut des ménages accélérerait de 0,8 point en 2004 (+3,1% après +2,3%). La reprise des revenus de la propriété y contribuerait pour 0,4 point. La plus forte croissance des revenus d'activité et le ralentissement des prélèvements obligatoires y participeraient respectivement pour 0,1 et 0,3 point. Inversement, la décélération des prestations sociales jouerait négativement pour 0,2 point. Les prix augmenteraient de 1,7% en 2004. La croissance du pouvoir d'achat s'établirait ainsi à 1,4% en 2004.

Les transferts sociaux en nature progresseraient en 2004 au même rythme qu'en 2003 (+4,1%). L'accélération du revenu disponible ajusté⁽²⁾ serait ainsi légèrement plus faible que celle du revenu disponible brut (+3,3% après +2,7%).

La croissance du revenu disponible brut augmenterait au cours de l'année 2004 (+1,2% au premier semestre puis +2,4% au second). Ces évolutions infra-annuelles sont marquées par le rebond des impôts versés au premier semestre, et l'accélération de la masse salariale au cours de l'année. De plus, suite au non-versement d'allocations aux chômeurs « recalculés » au début d'année, un remboursement devrait avoir lieu à partir du mois de juin, dynamisant les prestations sur la fin de 2004. Outre cette accélération du revenu disponible brut, le profil encore plus marqué du pouvoir d'achat au cours de l'année 2004 (+0,1% au premier semestre puis +1,8% au second) résulterait du ralentissement des prix au second semestre. ■

(2) C'est-à-dire la somme du revenu disponible brut et des transferts sociaux en nature (remboursements de médicaments, de services de santé, aide personnalisée à l'autonomie, aide au logement, Éducation nationale).

Jusqu'à la publication des Résultats Détaillés du quatrième trimestre de l'année 2003, la masse salariale des Comptes trimestriels sur le champ principalement marchand non agricole était calculée à partir de trois informations disponibles en fréquence trimestrielle : les effectifs salariés fin de trimestre publiés par l'Insee, le salaire mensuel de base (SMB) et le taux de salariés à temps partiel de l'enquête trimestrielle Acemo (cf. encadré « *Le revenu disponible brut des ménages dans les comptes trimestriels* » dans la note de conjoncture de mars 2004). À présent, la masse salariale tient compte de l'indicateur trimestriel d'assiette salariale publié par l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acosse).

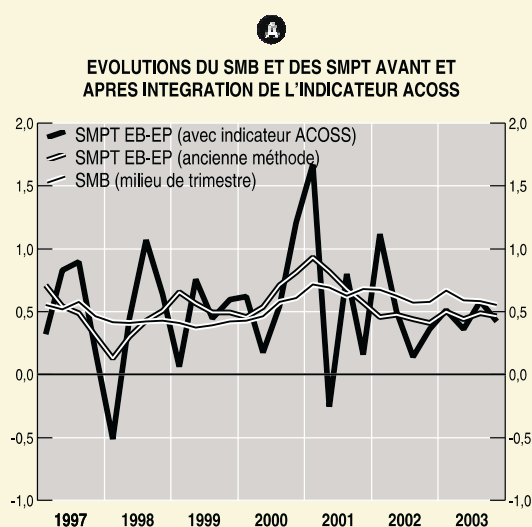
Les limites de l'ancienne méthode tenaient principalement au champ restreint du SMB de l'enquête Acemo : les salaires dans les entreprises de moins de 10 salariés ainsi que les primes ou heures supplémentaires ne sont pas suivis par cette enquête ; ils n'étaient donc pas connus de façon infra-annuelle par les Comptes trimestriels. Ces éléments sont inclus dans la masse salariale et expliquent l'écart entre le SMB et le salaire moyen par tête (SMPT) : en période de forte croissance, le SMPT progresse plus rapidement que le SMB, et inversement en période de croissance modérée. Ils n'étaient jusqu'ici mesurés qu'annuellement et le SMPT estimé par les Comptes trimestriels ne tenait donc pas compte des évolutions trimestrielles des primes, des heures supplémentaires ou des salaires dans les petites entreprises. C'est pourquoi le profil infra-annuel du SMPT ancienne méthode restait relativement plat.

De même, sur l'année courante, de potentiels retournements conjoncturels demeuraient difficiles à appréhender avec l'ancienne méthode, toujours faute d'avoir une information trimestrielle exhaustive. Ainsi, aux Premiers Résultats du quatrième trimestre de 2003, la croissance annuelle de la masse salariale du champ principalement marchand non agricole pour l'année 2003 s'établissait à 2,3%. Dans les Résultats Détaillés publiés le 29 avril 2004, elle est estimée à 1,7%. Outre une révision des effectifs salariés, cette mesure annuelle tient compte des évolutions constatées sur des assiettes exhaustives de cotisations sociales : indicateur Épure de l'Insee, assiette salariale de l'Acosse. Jusqu'à présent, la prise en compte annuelle de ces sources pouvait conduire à d'importantes révisions au moment de leur intégration.

Les limites de cette méthode se posent à peu près dans les mêmes termes en ce qui concerne la prise en compte du temps partiel. Seule la proportion de salariés à temps partiel dans les entreprises de plus de 10 salariés est connue trimestriellement grâce à l'enquête Acemo. L'évolution de cette proportion dans les petites entreprises ainsi que la durée moyenne de travail des salariés à temps partiel ne sont connues qu'annuellement. Comme pour les salaires, la méthode des Comptes trimestriels ne corrige que partiellement ce manque d'informations en fréquence trimestrielle.

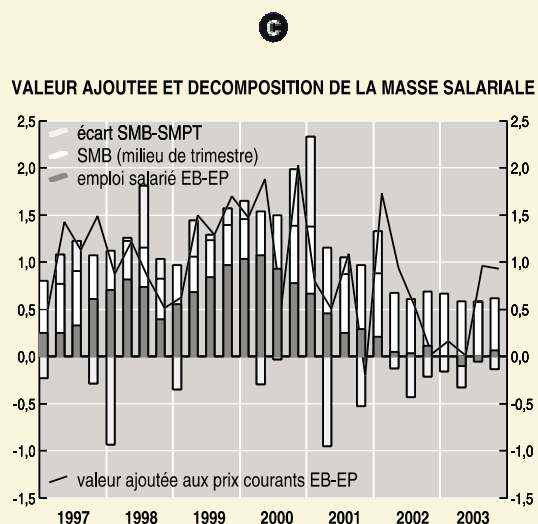
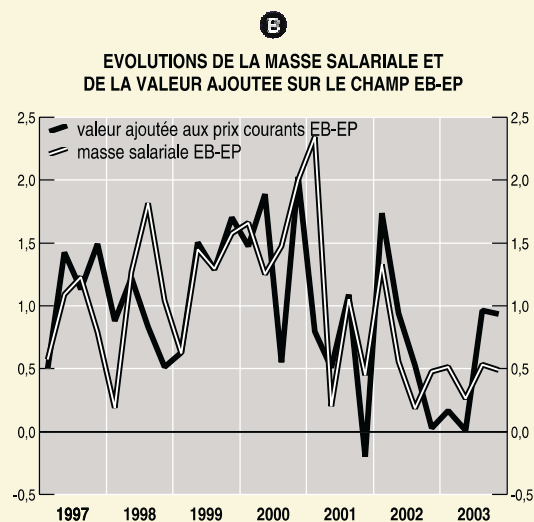
La méthode d'estimation de la masse salariale des Comptes trimestriels utilise, depuis les Résultats Détaillés du quatrième trimestre de 2003, un indicateur trimestriel de masse salariale de l'Acosse. L'Acosse publie des séries de masse salariale par secteur d'activité débutant en 1997. Elles sont mesurées à partir des bordereaux remplis par les entreprises dans le cadre du paiement des cotisations sociales du régime général. Elles ont l'avantage d'être exhaustives, c'est-à-dire de prendre en compte l'ensemble des entreprises, l'évolution du temps partiel, les primes et les heures supplémentaires. Cependant, ces séries sont encore assez courtes et pour l'instant seul le total du champ concurrentiel non agricole est utilisé dans les Comptes trimestriels. De plus, le champ et les définitions de l'Acosse ne correspondent pas parfaitement au cadre de la Comptabilité nationale : par exemple, les congés de certaines entreprises du bâtiment sont versés par des caisses spéciales non comprises dans le champ concurrentiel. En Comptabilité nationale, ces versements doivent être reclassés dans la branche de l'employeur. Pour corriger de ces différences, l'indicateur total Acosse sur le champ principalement marchand non agricole est étalonné et calé sur l'agrégat correspondant des Comptes annuels. Il permet donc de mesurer l'évolution totale de la masse salariale concurrentielle. Il arrive ainsi que la masse salariale des Comptes trimestriels s'écarte de l'indicateur de l'Acosse.

La masse salariale ainsi obtenue peut être divisée par l'emploi salarié en personnes physiques pour estimer le salaire moyen par tête. Ce dernier tient désormais compte trimestriellement de l'évolution des salaires dans les entreprises de moins de 10 salariés, de l'évolution du temps partiel, ainsi que des primes et heures supplémentaires. Ce nouveau SMPT depuis 1997 apparaît beaucoup plus volatile que l'ancien, confirmant que les étalonnages seuls ne suffisaient à prendre en compte tous les éléments conjoncturels composant la masse salariale (cf. graphique A).



De plus, la masse salariale du champ principalement marchand non agricole apparaît désormais beaucoup plus corrélée à la valeur ajoutée à prix courants considérée sur le même champ (*cf. graphique B*). En effet, les heures supplémentaires, primes, le temps partiel et les salaires dans les petites entreprises sont des éléments très liés au cycle expliquant bien cette nouvelle corrélation de la masse salariale et de la valeur ajoutée. Le graphique C compare la valeur ajoutée à la masse salariale sur le champ EB-EP. Cette dernière est décomposée entre l'emploi, le salaire de base et l'écart entre SMB et SMPT. Cet écart entre le SMB et le SMPT représente l'information supplémentaire apportée par l'indicateur de l'Acoss. C'est lui qui contribue à une grande part de la volatilité de la série de masse salariale et à une meilleure corrélation avec la valeur ajoutée.

De plus, l'introduction de la rémunération des heures supplémentaires semble permettre de mieux comprendre l'ajustement conjoncturel du volume de travail des entreprises en fonction de l'activité. Outre un effet sur le temps partiel, la modulation des heures supplémentaires apparaîtrait le recours le plus simple des entreprises pour s'ajuster à l'activité. Ainsi, sur la période 1999-2000, malgré un emploi relativement dynamique, les périodes de forte augmentation d'activité (deuxième trimestre de 1999, quatrième trimestre de 2000) se traduisent pour les entreprises par d'importantes hausses de l'écart entre le SMB et le SMPT, probablement par des heures supplémentaires. Inversement, en 2001, fin 2002 et début 2003, le fort ralentissement de la valeur ajoutée n'est que partiellement ressenti sur l'emploi et le reste de l'ajustement semble plutôt s'effectuer sur les heures supplémentaires, l'écart entre le SMB et le SMPT baissant sur cette période. ■



Consommation et investissement des ménages

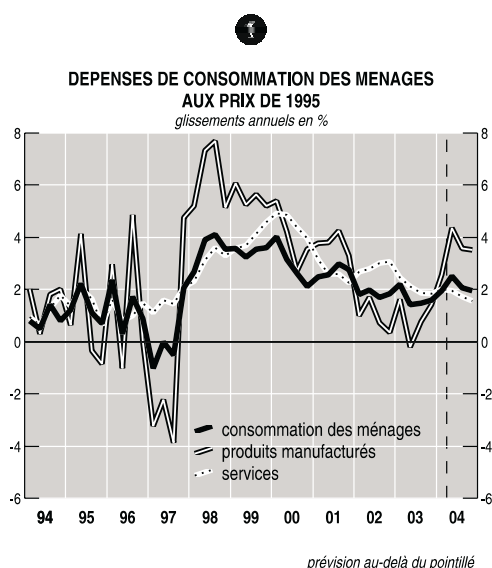
En 2004, la consommation des ménages s'accroît de 2,1% après 1,7% en 2003. Le profil trimestriel de la consommation serait heurté : au premier trimestre, elle a été exceptionnellement soutenue (+1,1%), en particulier pour les biens (+1,6%), ce qu'explique en partie le regain de croissance en fin d'année 2003 du revenu disponible brut, et se traduit par une baisse très sensible du taux d'épargne. Aux deuxième et troisième trimestres, la consommation ralentirait, en raison notamment de la hausse du prix du pétrole et de la reconstitution probable d'une partie de l'épargne des ménages, avant de réaccélérer légèrement au quatrième trimestre de 2004.

En 2004, le taux d'épargne diminuerait pour atteindre 15,2% après 15,8% en 2003.

Après trois années de hausse modérée, l'investissement des ménages connaîtrait tout au long de l'année 2004 une croissance soutenue, pour atteindre comme en 2000 un rythme annuel de 3,4%. Il serait stimulé par des taux d'intérêt toujours peu élevés.

La consommation des ménages a nettement accéléré au premier trimestre de 2004, en raison de nombreux effets exceptionnels

Les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 1,1% au premier trimestre de 2004, après +0,5% au quatrième trimestre de 2003. Cette augmentation s'explique en partie par la hausse du

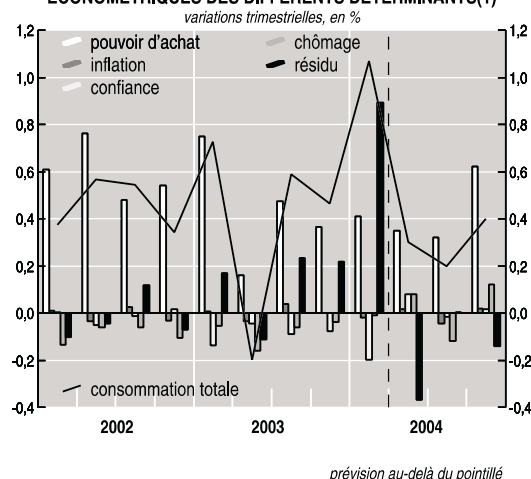


DÉPENSES DE CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT DES MÉNAGES

	Évolutions trimestrielles												(évolution en %)		
	2002				2003				2004				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2002	2003	2004
Dépenses totales de consommation des ménages	0,4	0,6	0,5	0,3	0,7	-0,2	0,6	0,5	1,1	0,3	0,2	0,4	1,8	1,7	2,1
dont :															
Alimentation (17,8%)	0,9	-0,2	0,5	1,6	-1,2	-0,1	-0,3	-1,4	0,4	-0,1	-0,2	0,2	1,1	-0,4	-1,0
Énergie (7,3%)	-1,8	0,4	1,5	-3,5	5,5	-2,0	-0,1	2,3	3,1	0,5	-0,5	0,0	-1,3	2,5	4,4
Services (49,7%)	0,9	0,7	0,8	0,5	0,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	2,9	2,1	1,8
Produits manufacturés (27,1%)	-0,4	0,9	-0,1	0,1	0,9	-1,0	0,9	0,6	2,0	0,8	0,2	0,5	0,9	0,9	3,5
Dépenses individualisables des administrations	2,2	1,6	0,5	1,2	0,1	0,4	0,9	1,2	0,0	0,9	0,8	0,6	5,2	2,7	2,7
Consommation effective totale	0,7	0,8	0,5	0,5	0,6	-0,1	0,7	0,6	0,9	0,5	0,3	0,4	2,5	1,9	2,2
Investissement des ménages	-0,1	0,9	0,1	-0,1	0,2	0,4	-0,2	0,4	1,3	1,0	1,4	1,2	0,7	0,7	3,4

■ Prévision

TAUX DE CROISSANCE DE LA CONSOMMATION ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES DES DIFFERENTS DETERMINANTS(1)



revenu disponible brut au deuxième semestre de 2003 (cf. fiche « Revenus des ménages ») et la légère amélioration de la confiance des ménages.

La consommation en énergie et en produits manufacturés a augmenté respectivement de 3,1 et 2,0%, contribuant à hauteur de 0,2 et 0,5 point à la croissance de la consommation des ménages. La consommation d'énergie a augmenté en février et mars en particulier, la température ayant été inférieure à la normale. La dépense de consommation en produits manufacturés s'est accrue, d'une part, sous l'impulsion des biens d'équipement du logement (dont la majorité provenait des importations d'électronique grand public du quatrième trimestre de 2003) et, d'autre part, sous l'impulsion du textile : en effet, les ménages effectuent depuis deux ans des achats beaucoup plus importants que par le passé lors des soldes de janvier et février. Enfin, s'agissant des biens manufacturés de santé (médicaments notamment), il faut noter que les dépenses des ménages se sont accrues de 1,0% alors que les dépenses

individualisables des administrations ont stagné au premier trimestre de 2004, ce qui traduit une baisse du taux moyen de remboursement⁽²⁾.

La consommation en produits alimentaires a augmenté légèrement (+0,4%), après la nette baisse du quatrième trimestre de 2003 (-1,4%). En effet, la consommation de tabac a cessé de contribuer négativement à l'agrégat « alimentaire » auquel elle se rattache en Comptabilité nationale.

Enfin, la consommation de services a gardé le rythme de croissance trimestrielle de +0,5% déjà observé au quatrième trimestre de 2003. Cette évolution masque une baisse de la consommation en services de santé au premier trimestre de 2004 après l'épidémie de grippe du quatrième trimestre de 2003 ; en revanche, elle intègre un regain de consommation en services d'hôtellerie et de restauration. Cette baisse des dépenses en services de santé conduit à un net ralentissement de la consommation individualisable des administrations publiques au premier trimestre.

Aux deuxième et troisième trimestres de 2004, la consommation ralentirait mécaniquement...

Après une augmentation particulièrement forte au premier trimestre de 2004, la croissance de la consommation des ménages s'essoufflerait aux deux trimestres suivants, sous l'effet d'un ralentissement de la hausse du revenu disponible brut au début de l'année 2004. Au deuxième trimestre, le ralentissement de la consommation s'insérerait dans un climat de confiance faible : les soldes d'opinion sur le niveau de vie passé et sur l'opportunité d'acheter dans l'enquête auprès des ménages se sont maintenus à un bas niveau et sont à nouveau en recul pour le mois de mai. Le troisième trimestre serait marqué par une diminution des dépenses en énergie due à la hausse du prix du pétrole au deuxième trimestre de 2004.

(1) L'équation de consommation a été réestimée (l'ancienne étant présentée dans la note de conjoncture de juin 2003, p.96) de la manière suivante :

$$\begin{aligned} \Delta \ln(C_t) = & -0,02 - 0,34 \Delta \ln(C_{t-1}) - 0,19 \Delta \ln(C_{t-4}) + 0,07 \Delta \ln(PA_t) + 0,15 \Delta \ln(PA_{t-1}) + 0,14 \Delta \ln(PA_{t-2}) + 0,10 \Delta \ln(PA_{t-3}) \\ & (-1,67) (-3,48) \quad (-2,27) \quad (0,81) \quad (1,64) \quad (1,62) \quad (1,26) \\ & - 0,13 (\ln(C_{t-1}) - \ln(PA_{t-1})) - 0,10 \Delta \ln(\text{prix}_{t-1}) - 0,006 \Delta(\text{txcho}_t) + 0,007 \text{dummy} + 0,001 \text{subventionauto}_t + 2,910^{-6} \text{confiance} + u_t \\ & (-2,13) \quad (-1,30) \quad (-1,89) \quad (3,01) \quad (3,52) \quad (1,38) \end{aligned}$$

$$DW = 1,81 \quad RMSE = 0,50$$

La différence principale par rapport à l'équation antérieure vient du fait que, sur le long terme, on impose une élasticité unitaire de la consommation au pouvoir d'achat.

Notations utilisées :

C_t : consommation des ménages

PA_t : pouvoir d'achat du revenu disponible

prix_t : déflateur de la consommation

txcho_t : taux de chômage trimestriel, en moyenne sur le trimestre

subventionauto_t : variable corrigeant la consommation de l'effet des subventions à l'achat d'automobile entre 1994 et 2000

confiance_t : confiance des ménages (composante restante après suppression de l'effet du pouvoir d'achat et du taux de chômage)

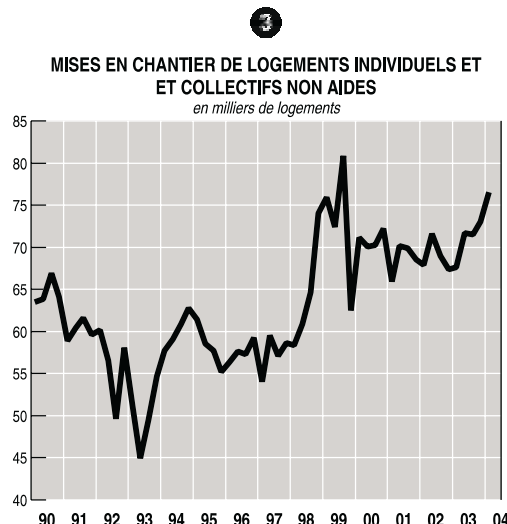
dummy : variable indicatrice de 1986 à 1990, modélisant l'effet de la libéralisation financière sur le taux d'épargne des ménages (cf. dossier de la note de conjoncture de mars 1996)

(2) cf. note de conjoncture de décembre 2003, p. 123

Les dépenses de santé recommenceraient à croître à un rythme soutenu après un premier trimestre de recul. D'après les dernières données de remboursement disponibles de la Caisse Nationale d'Assurance Maladie, les dépenses des ménages en services de santé progresseraient de 1,5% au deuxième trimestre de 2004. Les dépenses des ménages en biens manufacturés de santé augmenteraient un peu moins. Au second semestre, les évolutions de dépenses de santé reviendraient légèrement en deçà de la moyenne des dernières années, avec l'effet des nouvelles mesures visant à les assaïr.

...avant de retrouver un rythme de croissance modéré au quatrième trimestre parallèlement au redressement du pouvoir d'achat du revenu

Au quatrième trimestre, les conditions seraient légèrement plus favorables à la consommation des ménages : la croissance du pouvoir d'achat au deuxième semestre de 2004 et le ralentissement de l'inflation (le déflateur de la consommation des ménages passant de +0,6% au deuxième trimestre à +0,3% au troisième et +0,2% au quatrième) permettraient un redémarrage modeste de la consommation, qui augmenterait de 0,4% au quatrième trimestre de 2004. Ce redémarrage profiterait aussi des effets des mesures gouvernementales visant à soutenir la consommation (cf. encadré).



L'investissement des ménages croîtrait à un rythme soutenu tout au long de l'année dans un contexte de taux d'intérêt toujours peu élevés

Le dynamisme de l'investissement des ménages s'expliquerait par des conditions d'accès au crédit toujours favorables et par les effets du dispositif Robien. Au vu des dernières mises en chantier (cf. graphique 3), l'investissement logement en 2004 augmenterait tout au long de l'année, avec des rythmes de croissance trimestriels de 1,0%, 1,4% et 1,2% aux deuxième, troisième et quatrième trimestres de l'année 2004. La moyenne annuelle de croissance serait donc de 3,4%, après trois années de croissance plus modérée. ■

ENCADRÉ : LES TROIS PRINCIPALES MESURES DE SOUTIEN DE LA CONSOMMATION ANNONCÉES LES 4 MAI ET 16 JUIN

1) La mesure en faveur des dons exceptionnels

Afin d'encourager les jeunes générations à consommer, les dons de sommes d'argent effectués par chacun des parents ou grands-parents, dans la limite de 20 000 €, effectués entre le 1^{er} juin 2004 et le 31 mai 2005 et consentis au profit de chacun de ses enfants ou petits-enfants, âgés de 18 ans révolus, bénéficient d'une exonération totale de droits de mutation. Cette exonération temporaire se cumule avec les autres avantages fiscaux en matière de transmission.

2) La réduction d'impôts au titre de crédits à la consommation

Elle consiste en une réduction d'impôt égale à 25 % des intérêts payés en 2004 et 2005 au titre de crédits à la consommation souscrits entre le 1^{er} mai 2004 et le 31 mai 2005, dans la limite annuelle de 600 euros (soit une réduction annuelle d'impôt de 150 euros maximum).

Toutes les catégories de crédit à la consommation seront éligibles (crédits affectés, prêts personnels, crédits permanents, locations-ventes et location avec option

d'achat) dès lors que le crédit est effectivement utilisé, dans un délai de deux mois, pour l'acquisition d'un bien (voiture, électroménager, informatique, HiFi, mobilier, etc...) ou d'un service nouveau (travaux de rénovation, prestation de loisir, etc...), quel qu'en soit le montant. En revanche, les opérations de refinancement d'anciens crédits et les découverts en compte sont exclus. Les bénéficiaires n'auront pas à adresser de justificatifs d'achats à l'administration fiscale, mais devront les conserver afin de pouvoir justifier la démarche de consommation.

3) Le déblocage anticipé des droits à participation aux résultats de l'entreprise et de l'épargne salariale

D'ici la fin de l'année, les droits à participation aux résultats de l'entreprise et les sommes placées sur un plan d'épargne salariale peuvent être débloqués en franchise d'impôt et de cotisations sociales, dans une limite de 10 000 euros par personne. Ce déblocage sera soumis à un accord collectif ou une décision du chef d'entreprise. ■

Investissement

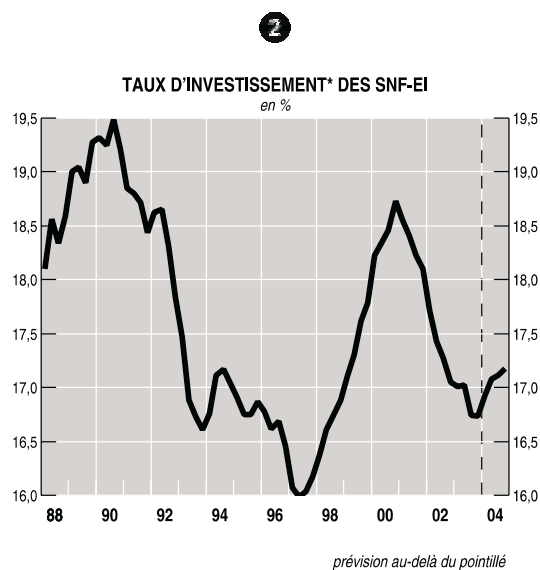
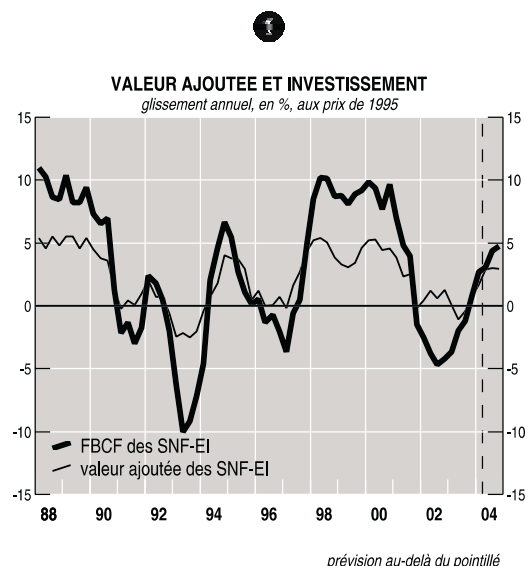
L'investissement des entreprises s'est montré particulièrement dynamique au cours du premier trimestre de 2004 (+1,7%). Cette croissance des dépenses d'équipement se confirmerait : elle oscillerait autour de 1,0% durant les trois derniers trimestres.

Cette reprise des dépenses d'équipement a été notamment déterminée par le raffermissement de la demande. Celle-ci devrait continuer de croître, mais un peu moins rapidement, permettant ainsi une poursuite de la croissance modérée de l'investissement. En outre, les conditions de financement participeraient encore au dynamisme des dépenses d'équipement : les marges des entreprises ont augmenté et les conditions de financement externe resteraient bonnes.

Soutenu par la demande, l'investissement des entreprises a été très dynamique au premier trimestre de 2004

La reprise des investissements amorcée au quatrième trimestre de 2003 a été confortée au premier trimestre de 2004 : la formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises⁽¹⁾ en volume a nettement accéléré (+1,7% après +0,8%, cf. tableau). Pour la première fois depuis 2000, le taux d'investissement s'est significativement redressé au premier trimestre de 2004 (cf. graphique 2). L'accélération de la demande adressée aux entreprises explique en grande partie la forte hausse des dépenses d'équipement au premier trimestre de 2004 (cf. graphiques 1 et 3). Leur valeur ajoutée a en effet augmenté de 1,1% au premier trimestre de 2004.

(1) Désigne ici les sociétés non-financières et entrepreneurs individuels (SNF-EI).



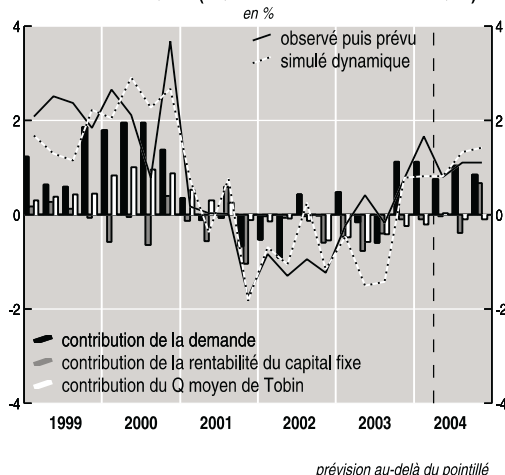
* Le taux d'investissement est le ratio obtenu en rapportant l'investissement à la valeur ajoutée.

INVESTISSEMENT DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET DES ENTREPRENEURS INDIVIDUELS

(évolution par produit, aux prix de 1995, en %)

	Évolutions trimestrielles								Évolutions annuelles		
	2003				2004				2002	2003	2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Produits manufacturés	0,2	1,5	-0,1	1,1	2,2	0,7	1,2	1,2	-5,2	-0,6	4,8
Bâtiment et travaux publics	-1,1	0,3	0,7	1,0	0,3	0,8	1,2	1,1	-3,4	-2,8	2,9
Autres	-0,6	-3,2	-1,3	-0,5	1,4	1,4	0,7	0,8	0,8	-3,4	1,1
Ensemble des SNF-EI	-0,2	0,4	-0,2	0,8	1,7	0,8	1,1	1,1	-3,8	-1,5	3,8

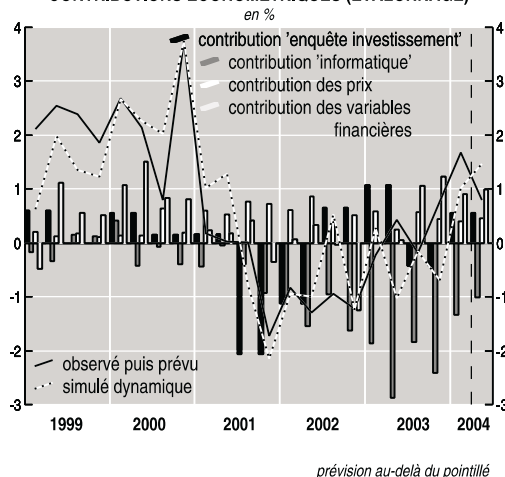
INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES (EQUATION MACRO-ECONOMIQUE)



Note :

L'équation utilisée a été exposée dans la note de conjoncture de juin 2003. On présente ici le simulé dynamique du taux de croissance de l'investissement. La demande est évaluée par la valeur ajoutée des SNF-EI en volume. La rentabilité du capital fixe est le ratio du revenu disponible brut des SNF-EI rapporté à leur capital fixe. Enfin, le q moyen de Tobin est obtenu en rapportant la capitalisation boursière à la bourse de Paris au capital fixe des entreprises.

INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES ET CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES (ETALONNAGE)



Note :

L'équation d'étalonnage a été présentée dans la note de conjoncture de juin 2003. Elle utilise les résultats de l'enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie (contributions regroupées sous le vocable 'enquête investissement'), les intentions de commande en matériel informatique, issues de l'enquête de conjoncture dans le commerce de gros (contribution 'informatique'), le niveau des taux d'intérêt réels à 10 ans et celui du CAC40, regroupés en une seule contribution (contribution des variables financières) ainsi que les indices de prix de la valeur ajoutée et de la FBCF des SNF-EI (contribution des prix).

L'augmentation des dépenses d'équipement se décline différemment selon la nature des investissements. Ceux en biens manufacturés ont été particulièrement dynamiques (+2,2%). Au contraire, les dépenses en constructions sont restées stables (+0,3%). Les autres dépenses - constituées pour moitié de frais d'ingénierie et pour un quart des logiciels - ont été moins dynamiques (+1,4%) que les dépenses en biens d'équipement.

Le dynamisme de la FBCF en biens manufacturés s'explique surtout par les efforts d'investissement des entreprises sur le renouvellement des matériels obsolètes. Dans l'enquête sur les investissements dans l'industrie d'avril 2004, les entrepreneurs de l'industrie manufacturière affirment avoir consacré 27% de leurs dépenses d'investissement au renouvellement d'équipement, soit 3 points de plus qu'à l'enquête d'octobre 2003 et 2 points de plus que la moyenne de long terme. En revanche, la part consacrée à l'extension de capacité de production serait de 13%, soit 2 points de moins que la moyenne de long terme.

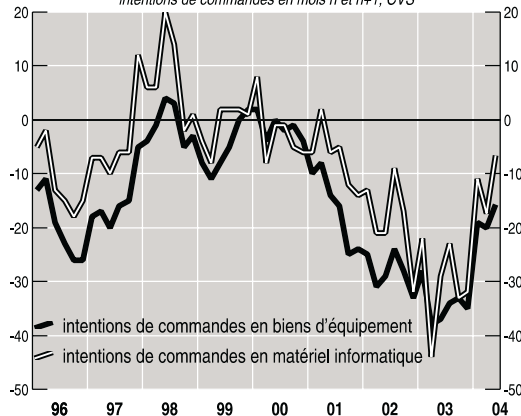
L'investissement resterait vigoureux durant le reste de l'année 2004

Après le très fort dynamisme du premier trimestre, les dépenses d'équipement se consolideraient avec un léger tassement. Ainsi, la FBCF augmenterait de 0,8% au deuxième trimestre de 2004 et de 1,1% au cours des troisième et quatrième trimestres. Plusieurs indicateurs attestent en effet de la hausse de l'investissement. Par exemple, dans l'enquête d'avril 2004 sur les investissements dans l'industrie, les entrepreneurs prévoient pour 2004 un taux de croissance de leurs dépenses d'équipement en valeur de 5% dans l'industrie manufacturière et de 8% dans l'ensemble de l'industrie. Au regard des révisions habituelles de leurs anticipations, ces taux ne sont que modérément optimistes. Toutefois, ils indiquent bien un renversement important des comportements d'investissement après une année 2003 particulièrement morose (cf. graphique 4).

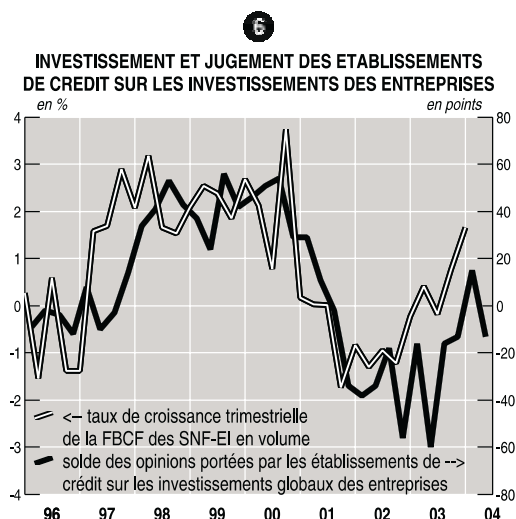
Par ailleurs, les commandes en bien d'équipement des grossistes poursuivent leur raffermissement. Dans l'enquête sur le commerce de gros, le jugement sur les intentions de commande pour ce type de biens a dépassé sa moyenne de long terme. Les commandes en matériel informatique sont particulièrement dynamiques. Le solde d'opinion les concernant a quasiment rejoint le niveau moyen de l'année 2000 (cf. graphique 5).

SOLDES D'OPINION SUR LE NIVEAU DES INTENTIONS DE COMMANDES

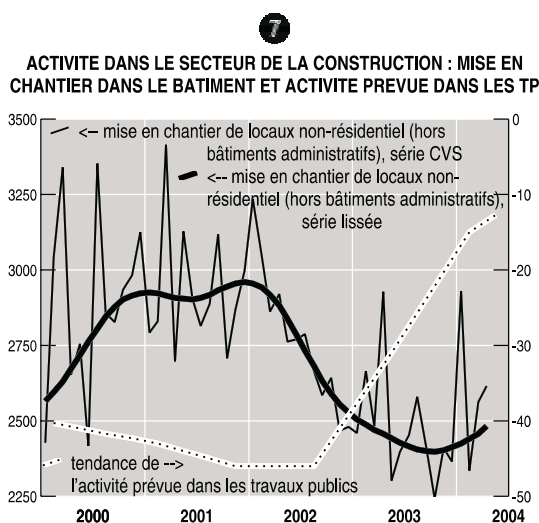
Enquête bimestrielle dans le commerce de gros
intentions de commandes en mois n et $n+1$, CVS



De plus, d'après l'enquête financière de la Banque de France auprès des établissements de crédit, la demande de crédit d'investissement est vigoureuse (cf. graphique 6). Toutefois, l'enquête de mars 2004 indique un ralentissement qui accredit l'idée d'un léger fléchissement des dépenses d'équipement au cours du deuxième trimestre de 2004.



La vigueur des investissements continuerait à différer selon le type de biens. La FBCF en produits manufacturés serait particulièrement dynamique, avec des taux de croissance trimestrielle de 0,7%, 1,2% et 1,2% durant les trois derniers trimestres de 2004. Dans l'enquête d'avril dans les travaux publics⁽²⁾, les anticipations des entrepreneurs sont à un niveau élevé (cf. graphique 7). Ainsi, les dépenses globales d'équipement en construction accéléreraient aux deuxième et troisième trimestres pour atteindre un taux de croissance de 1,2% au troisième trimestre. Enfin, la hausse des investissements en biens incorporels serait très forte au deuxième trimestre (1,4%) grâce à la bonne santé des dépenses en logiciels et en

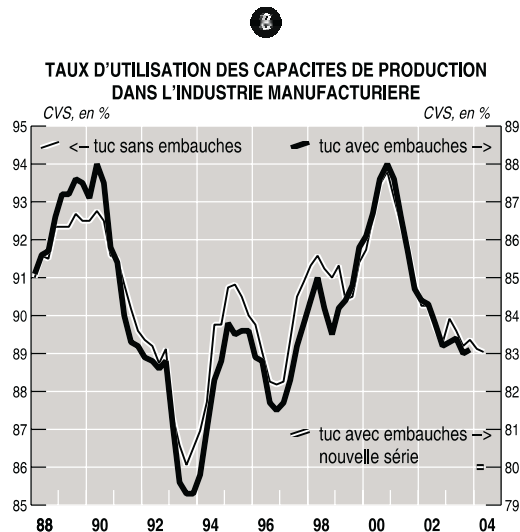


conseil en informatique : d'après l'enquête sur l'activité dans les services, l'activité prévue dans les services informatiques est à la hausse.

Le dynamisme de l'investissement s'appuierait sur la vitalité de la demande en dépit de faibles tensions sur les capacités de production...

La croissance de l'activité des entreprises se prolongerait au cours des prochains trimestres, permettant la poursuite de la croissance des investissements (cf. fiche « Production » et graphique 3). D'après les enquêtes sur l'activité dans l'industrie et sur l'activité dans les services de mai 2004, la demande globale reste assez bien orientée, ceci malgré un léger repli des carnets de commande étrangers indiqué par les industriels.

À la faveur du niveau important de leurs dépenses d'équipement au premier trimestre de 2004, les entreprises ne souffrent pas de tensions sur leurs capacités de production (cf. graphique 8). Lors de l'enquête trimestrielle sur l'activité dans l'industrie d'avril 2004, les entrepreneurs indiquent ne pas connaître de goulots de production. Cette absence de tensions de capacités participerait au léger ralentissement de l'investissement au cours des prochains trimestres.



Note :

Suite à l'harmonisation européenne des enquêtes de conjoncture, la question relative aux taux d'utilisation des capacités de production sans embauches a été modifiée en janvier 2004. Les valeurs pour janvier et avril 2004 ne sont donc pas directement comparables aux points antérieurs.

(2) Enquête trimestrielle réalisée conjointement par l'Insee et la Fédération nationale des travaux publics (FNTP).

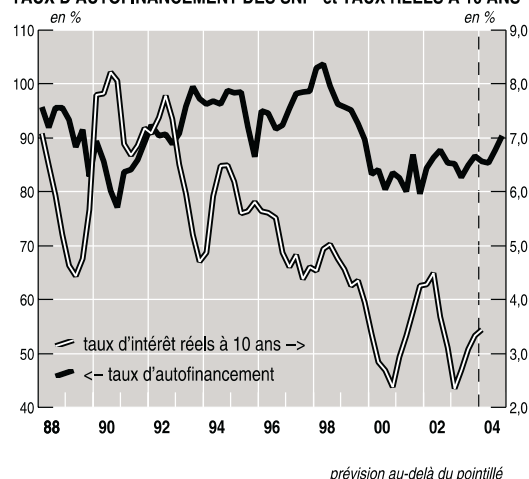
...et sur l'amélioration des profits et les conditions de financement externes

Les conditions d'autofinancement se sont améliorées. Le taux de marge des sociétés non financières et entrepreneurs individuels a nettement augmenté, passant de 39,1% au deuxième trimestre de 2003 à 39,7% au premier trimestre de 2004. Il reste toutefois inférieur à son niveau moyen depuis le début des années 1990. L'amélioration de la rentabilité du capital fixe a fortement favorisé l'investissement depuis le quatrième trimestre de 2003 (cf. graphique 3).

Les conditions de financement par la dette sont bonnes. L'endettement des entreprises est sur une tendance de baisse depuis la mi-2003. L'assainissement des passifs des entreprises leur laisse plus de liberté dans leurs choix de financement. De plus, les taux d'intérêt à long terme restent faibles. L'écart de taux entre les emprunts publics et les emprunts aux entreprises privées s'est réduit. Les investisseurs se montrent donc confiants, ce qui est un facteur très favorable au financement des projets d'investissement. Toutefois, les taux longs se sont légèrement redressés depuis le début de l'année (cf. graphique 9 et fiche « Financement de l'économie »). La réduction du levier financier devrait cependant rendre les entreprises moins sensibles aux taux d'intérêt dans leurs décisions d'investissement.

En ce qui concerne le financement par l'augmentation des fonds propres, le dynamisme du marché boursier depuis avril 2003 a rendu plus favorable l'émission d'actions. Ce mouvement s'est accompa-

TAUX D'AUTOFINANCEMENT DES SNF* et TAUX REELS A 10 ANS**



* Le taux d'autofinancement des SNF est le ratio de l'épargne des sociétés non financières rapportée à leurs investissements.

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

gné d'une reprise des fusions d'envergure. Cette tendance semble toutefois marquer une pause depuis le mois de mars, ce qui rend les conditions de financement par les marchés boursiers un peu moins favorables.

La mise en oeuvre du dispositif de dégrèvement de taxe professionnelle pour les investissements productifs réalisés entre le 1^{er} janvier 2004 et le 30 juin 2005 conforterait également la reprise de l'investissement. ■

Stocks

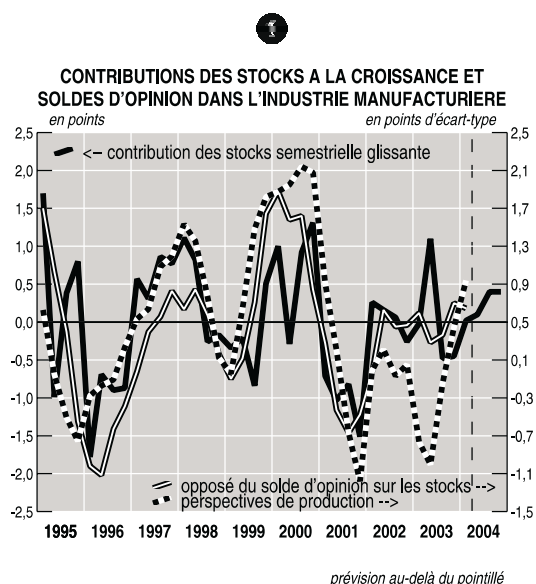
Au premier trimestre de 2004, les variations de stocks ont été neutres pour la croissance.

Les principaux déterminants du comportement de stockage demeurant favorables, l'évolution des stocks suivrait désormais un cycle plus porteur pour l'activité : au cours de l'année 2004, les conditions financières continueraient d'être accommodantes et la demande conserverait un rythme soutenu. De plus, en mai 2004, les entrepreneurs industriels jugent leurs stocks légers et les perspectives de production restent bien orientées. Dans ces conditions, les variations de stocks contribueraient positivement à la croissance, de l'ordre de 0,1 point pour chacun des trimestres de 2004.

Surpris par une demande robuste en produits manufacturés, les industriels ont puisé dans leurs stocks au premier trimestre

La contribution des variations de stocks à la croissance a été nulle au premier trimestre de 2004 alors que, sur l'ensemble de l'année 2003, la contribution des variations de stocks à la croissance a été négative (-0,2 point) pour la troisième année consécutive.

Au premier trimestre de 2004, la stabilité des stocks de l'ensemble des biens et services masque cependant une augmentation du déstockage de produits manufacturés (hors acquisition nette d'objets de valeur). Dans l'industrie manufacturière, les stocks contribuent en effet pour -0,3 point à la croissance de la production de ce secteur, soit -0,1 point de croissance du PIB. Cette augmentation du déstockage de produits manufacturés résulte de l'atonie de la production au premier trimestre de 2004 alors que la demande s'est avérée particulièrement robuste.



La production n'a progressé que de 0,2% tandis que la demande était dynamique, soutenue par une consommation en produits manufacturés en hausse de +2,0%.

Le solde d'opinion relatif à la demande prévue (dans l'enquête trimestrielle de janvier 2004 auprès des chefs d'entreprises dans l'industrie) était en hausse, mais les industriels semblent avoir sous-estimé la vigueur de la demande. De plus, l'absence de tension sur les capacités de productions (les goulots de production demeurant relativement limités) n'a pas incité les entrepreneurs à reconstituer des stocks de précaution. Au final, ces derniers ont puisé dans leurs stocks pour répondre à une demande robuste. Le secteur automobile illustre l'effet de surprise : la production a baissé de 0,7% au premier trimestre alors que la consommation des ménages augmentait de +0,3%. Les industriels de ce secteur, qui antici-

CONTRIBUTION DES STOCKS À LA CROISSANCE

	Évolutions trimestrielles												(en %)		
	2002				2003				2004				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2002	2003	2004
Variations de stocks ⁽¹⁾ (en Mds d'euros 1995)	1,2	0,2	0,6	-0,8	-0,4	-0,4	-0,7	0,1	0,0	0,4	0,8	1,2	1,1	-1,4	2,3
Contribution des stocks ⁽¹⁾ à l'évolution du PIB (en points de PIB)	0,4	-0,3	0,1	-0,4	0,1	0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,3

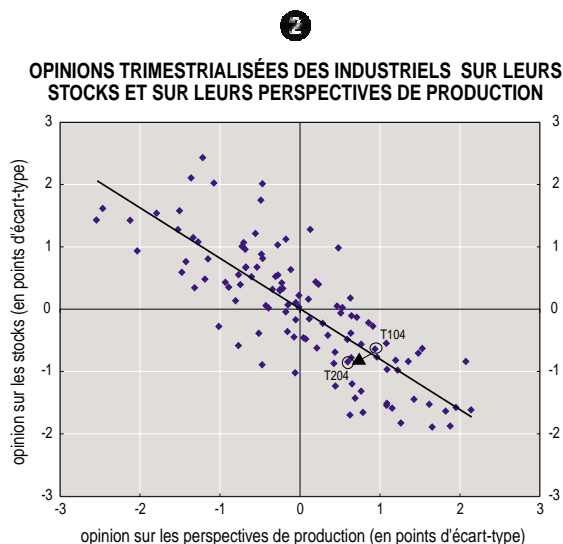
Prévision

(1) Variations de stocks de biens et services y.c. acquisitions nettes d'objets de valeur.

paient à tort un repli de la demande (d'après l'enquête trimestrielle de janvier), ont été contraints de déstocker massivement⁽¹⁾.

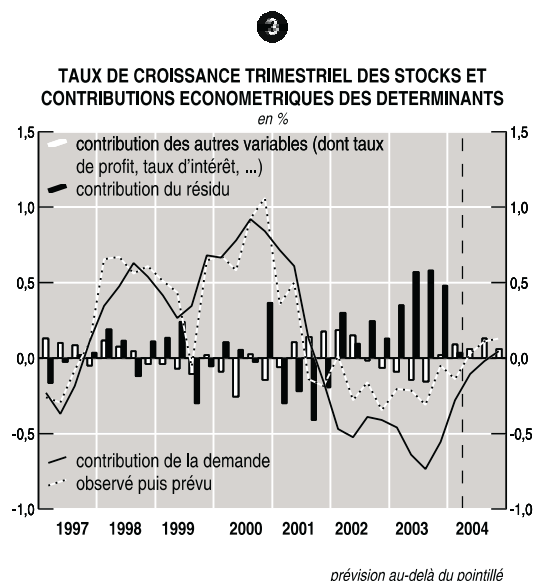
Avec une demande toujours soutenue, le comportement de stockage deviendrait favorable à la croissance en 2004

En premier lieu, l'amélioration des anticipations de demande favoriserait la reconstitution des stocks. C'est d'ailleurs déjà le cas pour les biens de consommation. Plus généralement, les industriels interro-



Note :

Chaque point trimestriel représente la moyenne de trois enquêtes mensuelles de conjoncture. La droite de régression de l'opinion sur les stocks (en ordonnée) sur les perspectives de production (en abscisse) est représentée en gras. Sa position indique que les industriels jugent leurs stocks globalement en ligne avec l'état actuel des perspectives de production. Au deuxième trimestre de 2004 (T204), compte tenu des perspectives de production, les stocks sont jugés légers (le point est en deçà de la courbe).



Note :

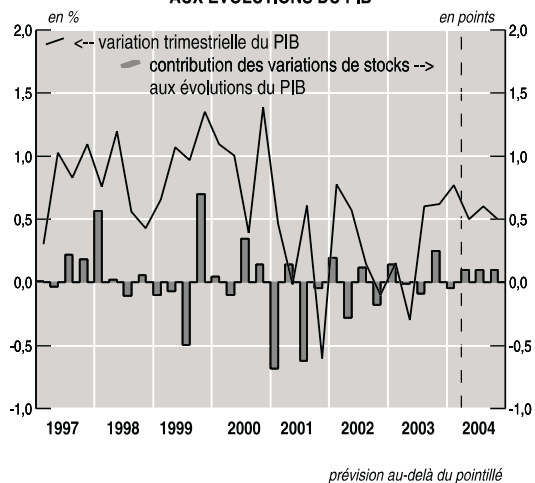
Les prévisions du taux de croissance des stocks sont calculées à partir d'un modèle de comportement décrit dans le dossier de la note de mars 2003.

gés dans l'enquête mensuelle de conjoncture de mai 2004 estiment que le niveau de leurs stocks⁽²⁾ est inférieur à leur niveau moyen et en deçà du niveau compatible avec leurs anticipations de production. Ceci suggère qu'ils reconstitueraient progressivement leurs stocks avec la poursuite du redressement des perspectives de demande et de production (cf. graphiques 1 et 2).

En second lieu, les facteurs financiers qui conditionnent le comportement de stockage demeureraient favorables. Les conditions de crédits seraient plutôt souples (cf. fiche « Financement de l'économie »), rendant faible le coût d'opportunité du stockage. En effet, le niveau des stocks dépend négativement du niveau des taux d'intérêt réel, élément important du coût de stockage lorsque les entreprises arbitrent entre rentabilité économique du stockage et rentabilité d'un placement en actifs financiers. De plus, l'amélioration attendue en 2004 du taux de profit limiterait les contraintes de financement des entreprises⁽³⁾ (cf. graphique 3).

Ainsi, avec une demande toujours bien orientée en 2004, le mouvement de reconstitution des stocks se confirmerait. Dans ces conditions, la contribution à la croissance serait de l'ordre de 0,1 point pour chacun des trimestres de 2004 (cf. graphique 4). Sur l'ensemble de l'année 2004, la contribution des variations de stocks à la croissance serait positive (+0,3 point), rompant ainsi un cycle de trois années de contributions négatives. ■

CONTRIBUTIONS DES VARIATIONS DE STOCKS AUX EVOLUTIONS DU PIB



(1) La diminution des variations de stocks de l'industrie automobile a particulièrement pesé sur la croissance de l'industrie manufacturière du premier trimestre de 2004 (-0,27 point).

(2) L'enquête de conjoncture dans l'industrie mesure l'opinion des industriels sur le niveau de leurs stocks de produits finis, alors que les stocks des comptes trimestriels englobent aussi les stocks de matières premières et de produits semi-finis. Néanmoins, il semble exister un lien entre le solde d'opinion retenu et la contribution des variations de stocks à la croissance de la production manufacturière.

(3) En effet, une baisse du taux de profit, en restreignant l'accès des entreprises au crédit (rationnement du crédit), contraindrait le montant des stocks que les entreprises peuvent financer.

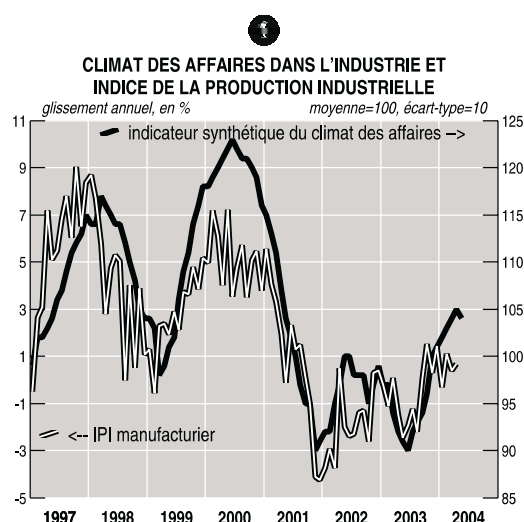
Production

Au premier trimestre de 2004, la production de l'ensemble des branches a augmenté de 0,7% par rapport au quatrième trimestre de 2003. Cette progression provient en grande partie du tertiaire, stimulé par la demande intérieure. La vigueur de la consommation des ménages a entraîné une augmentation du volume des ventes dans le commerce. Elle a également bénéficié à l'activité des hôtels et des restaurants. De même, les entreprises ont accru leur consommation de services : télécommunications, conseil et assistance, services opérationnels. Cependant, la production manufacturière a ralenti en début d'année. En effet, les entreprises ont puisé dans leurs stocks pour répondre à la demande intérieure. En outre, l'activité des industriels a été bridée par le coup de frein des exportations en produits manufacturés (+0,3% après +3,2% au quatrième trimestre de 2003). L'activité dans la construction a elle aussi ralenti. Elle a été vigoureuse dans le bâtiment tandis qu'elle s'est repliée dans les travaux publics.

La production conserverait le même rythme de croissance au cours des prochains trimestres de l'année. L'activité ralentirait dans le tertiaire, parallèlement à une croissance modérée de la demande intérieure. En revanche, la production manufacturière se raffermirait. Elle bénéficierait notamment d'un regain des exportations. De plus, la reprise de l'investissement se poursuivrait, à un rythme toutefois moins soutenu qu'au premier trimestre (cf. fiche « Investissement »), ce qui conforterait ce raffermissement de l'activité manufacturière. Le secteur de la construction continuerait de soutenir l'activité : son rythme de croissance resterait proche de 0,5%.

La demande intérieure stimulerait moins l'activité dans les services marchands qu'en début de d'année...

Au premier trimestre de 2004, la production de services marchands a augmenté plus rapidement qu'à la fin de l'année 2003 (+0,9% après +0,6% au quatrième trimestre de 2003), en lien avec la hausse de la consommation des ménages et des entreprises en services. Dans les services aux particuliers, l'activité est repartie à la hausse (+0,7% au premier trimestre de 2004 après -0,2%), soutenue par le redressement dans le secteur de l'hôtellerie-restauration. Au premier trimestre de 2004, la fréquenta-



PRODUCTION PAR BRANCHE

	Évolutions trimestrielles												(en %)		
	2002				2003				2004				Moyennes annuelles		
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	2002	2003	2004
Agroalimentaire (7,5%)	1,9	0,1	-0,7	0,2	-2,1	-1,4	0,7	-0,3	1,7	0,9	0,6	0,1	2,3	-3,0	2,4
Produits manufacturés (26,4%)	0,6	0,5	-0,4	-0,9	0,4	0,1	0,5	1,0	0,2	0,8	1,0	1,0	-1,1	0,2	2,6
Énergie (3,3%)	-1,1	0,4	0,3	-2,7	4,4	-0,9	1,2	2,6	0,5	-0,8	0,6	0,4	-2,0	3,1	2,7
Construction (5,5%)	-0,2	0,1	-0,9	-0,4	-0,3	0,1	0,4	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	-1,0	-0,5	2,3
Commerce (8,0%)	0,8	0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,9	0,4	0,4	1,1	0,7	0,4	0,6	0,7	-0,6	2,3
Transports (4,0%)	2,8	0,9	1,0	0,0	-0,4	-1,9	2,8	0,2	0,3	0,7	0,9	0,9	1,3	0,3	2,5
Activités financières (4,6%)	1,0	1,3	1,5	1,1	1,3	1,0	1,3	1,4	1,6	1,1	1,1	1,0	2,8	5,1	5,2
Autres services marchands (26,3%)	0,7	0,3	0,6	0,3	0,5	0,3	0,7	0,6	0,9	0,7	0,7	0,6	1,8	1,8	2,8
Services non marchands (14,4%)	1,5	1,3	0,7	0,7	0,5	0,2	0,6	1,0	0,4	0,7	0,7	0,5	4,4	2,4	2,6
Total	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,3	-0,1	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	1,1	0,9	2,7

Prévision

tion touristique est légèrement meilleure qu'au quatrième trimestre de 2003 : sur trois mois, les séjours hôteliers progressent de 2,6% et les nuitées de 0,2%. Du côté des services aux entreprises, les activités de conseil et assistance ont accéléré tandis que les télécommunications et les services opérationnels sont restés bien orientés.

À partir du deuxième trimestre de 2004, l'activité dans l'ensemble des services marchands serait moins vigoureuse qu'au début de l'année : elle progresserait de 0,7% par trimestre. Les résultats de l'enquête de conjoncture d'avril dans les services confortent ce scénario : les perspectives personnelles d'activité des chefs d'entreprise sont en légère baisse.

À l'inverse, la production dans les services non marchands a fortement décéléré au premier trimestre de 2004, notamment en raison de la diminution des dépenses de santé (cf. fiche « *Consommation et investissement des ménages* »). Au cours des prochains trimestres, elle retrouverait un rythme de croissance habituel, de l'ordre de 0,7% par trimestre.

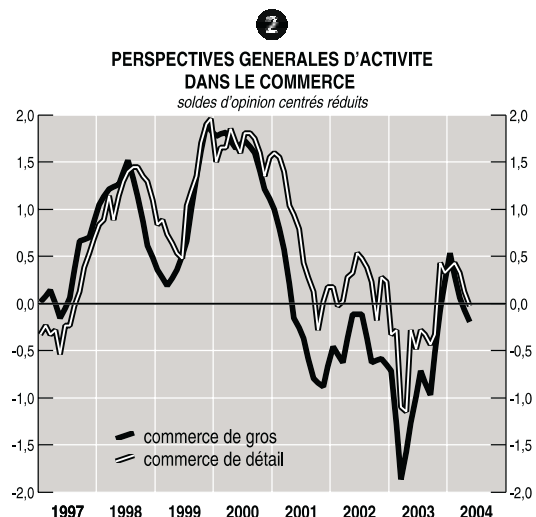
...ainsi que l'activité dans le commerce

En début d'année, le dynamisme de la demande intérieure a entraîné une augmentation du volume des ventes dans le commerce. En particulier, la consommation des ménages a été soutenue, favorisant l'activité dans le commerce de détail. La croissance de l'activité a été particulièrement marquée dans l'équipement du foyer et dans l'habillement-cuir. La conjoncture a également été favorable à l'activité dans le commerce de gros. L'enquête de conjoncture de mai dans ce secteur indique que le volume des ventes s'est légèrement amélioré en mars-avril. Le secteur des biens d'équipement se porte mieux qu'en 2003 et commencerait à bénéficier de la reprise de l'investissement des entreprises.

Les ventes progresseraient un peu moins vite au cours des prochains trimestres, parallèlement à la demande intérieure. En effet, les perspectives générales du secteur se situent à un niveau moyen (cf. graphique 2), même si les intentions de commandes restent bien orientées, notamment dans le commerce de gros.

Après un ralentissement en début d'année, la production manufacturière se raffermirait à partir du deuxième trimestre de 2004...

L'activité a ralenti dans l'industrie manufacturière au premier trimestre de 2004. La production y a augmenté de 0,2%, après une hausse de 1,0% au trimestre précédent. Le nouveau cycle industriel ne s'enclenche que lentement, comme en témoigne un climat des affaires hésitant dans l'industrie. Le dynamisme de la demande intérieure n'a pas suffi à



compenser le tassement des exportations. La consommation des ménages en produits manufacturés et les dépenses d'investissement ont fortement progressé au premier trimestre. Les entreprises ont puisé dans leurs stocks pour répondre à cette demande intérieure vigoureuse. La forte demande des ménages en biens d'équipement du foyer a été en grande partie satisfaite par des produits importés en fin d'année 2003 (cf. fiche « *Consommation et investissement des ménages* »). Ceci est particulièrement visible dans l'électronique grand public. Le ralentissement de la production provient de l'ensemble des branches, à l'exception de celle des biens de consommation, davantage stimulée par la demande des ménages.

La croissance de l'activité industrielle s'améliorerait à partir du deuxième trimestre de 2004, tirée par le regain des exportations. En outre, la demande des ménages en produits manufacturés continuerait de croître et les industriels maintiendraient leurs projets d'investissement. Ceci est conforme au jugement des chefs d'entreprise interrogés dans l'enquête de conjoncture de mai 2004 : ceux-ci anticipent une stabilisation du rythme de croissance de la demande. La production progresserait ainsi à un rythme proche de 1% aux trois derniers trimestres de 2004.

...et contribuerait à l'accélération de l'activité dans les transports

En début d'année, la production dans les transports a augmenté de 0,3%. La progression de l'activité est modeste tant dans le transport de marchandises que le transport de voyageurs. En particulier, le trafic aérien a reculé en début d'année. L'activité dans les transports accélérerait au deuxième puis au troisième trimestre. Le transport routier de marchandises serait notamment tiré par le raffermissement de la production industrielle.

L'activité dans la construction continuerait d'augmenter à un rythme de croissance proche de 0,5%

L'activité dans la construction a légèrement ralenti au premier trimestre de 2004. L'activité est restée vigoureuse dans le bâtiment tandis qu'elle s'est repliée dans les travaux publics. L'investissement en logement des ménages a accéléré en ce début d'année. Il continue d'être soutenu par des conditions financières favorables et le dispositif Robien. L'investissement des sociétés non financières a ralenti. Celui des administrations publiques a marqué une pause après avoir augmenté nettement tout au long de l'année 2003.

L'activité de construction continuerait de progresser à un bon rythme (+0,5% ou +0,6% par trimestre). La croissance en 2004 par rapport à 2003 serait ainsi de 2,3%. La nette progression du nombre de permis de construire délivrés aux ménages au cours du premier trimestre augure d'un investissement en logement dynamique au printemps. Avec un environnement financier toujours propice, la demande des ménages continuerait de soutenir l'activité du secteur jusqu'en fin d'année. L'investissement en bâtiment et travaux publics des sociétés non financières serait dynamique : son rythme de croissance serait proche de 1% aux deuxième, troisième et quatrième trimestres. La tendance des dépenses d'investissement des administrations publiques en travaux de construction s'inverserait par rapport à l'année 2003 : elle serait orientée à la baisse aux trois derniers trimestres de l'année 2004.

La production d'énergie se replierait au deuxième trimestre avant de se redresser au second semestre

La croissance de la production énergétique a été modérée au premier trimestre de 2004 (+0,5%). La consommation des ménages en énergie a fortement

augmenté (+3,1%), notamment du fait de températures inférieures aux normales saisonnières aux mois de février et mars. Cependant, la consommation des entreprises a ralenti, en raison notamment du moindre dynamisme de l'activité manufacturière. De plus, les exportations énergétiques ont fortement baissé.

Avec la reprise de l'activité, notamment dans l'industrie manufacturière et les transports, la consommation énergétique des entreprises augmenterait progressivement jusqu'à la fin de l'année. La consommation des ménages varierait peu compte tenu du niveau élevé des prix. Au total, la production en énergie diminuerait au deuxième trimestre et retrouverait un rythme moyen de croissance de 0,5% les trimestres suivants.

La production des branches agricole et agroalimentaire serait dynamique

Les conditions climatiques du début de l'année 2004 ont été favorables aux grandes cultures déjà semées ainsi qu'à l'ensemencement des cultures d'été. En outre, les surfaces cultivées ont augmenté de plus de 3% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Aussi les perspectives de récolte s'annoncent-elles plutôt bonnes pour les céréales.

Suite au repli du cheptel en 2003, la production ovine et bovine diminuerait de 2,5% en 2004 par rapport à 2003. La production porcine baisserait dans une moindre mesure (-0,6% par rapport à 2003).

Dans l'industrie agroalimentaire, la production de viande et de lait a augmenté de 0,5% au premier trimestre de 2004. Elle devrait poursuivre sa progression dans les trimestres à venir. La production des autres industries agroalimentaires est en augmentation de 1,1% au premier trimestre mais progresserait moins vite à partir du deuxième trimestre. ■

ENCADRÉ 1 : LE PASSAGE DE L'INDICE DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE EN BASE 2000 : QUELS CHANGEMENTS POUR L'ÉVALUATION DE LA PRODUCTION EN BIENS D'ÉQUIPEMENT ?

Le nouvel indice de la production industrielle base 2000 est disponible depuis la parution de l'indice de novembre 2003, en janvier 2004. Le changement de base a été l'occasion de certaines améliorations méthodologiques. En particulier, l'indice en base 2000 apporte une information plus conjoncturelle pour les biens d'équipement.

Les principales innovations de l'indice portent sur :

- La disparition totale des séries trimestrielles, qui pesaient pour 14,6 % dans l'IPI base 95.
- L'augmentation de la couverture de l'indice, celle-ci progressant de 84,9 % pour l'industrie hors énergie et industries agroalimentaires (IAA) en base 95 à 92,0 % en base 2000.
- La recherche d'indicateurs représentant mieux les évolutions de la production en volume des produits et activités suivis.
- La rétropolation systématique de toutes les séries depuis janvier 1990 permettant à tous les utilisateurs de l'indice de disposer de séries longues homogènes.
- Les méthodes de désaisonnalisation des indices, qui permettent désormais l'obtention d'indices CJO-CVS agrégés publiés cohérents entre eux quelle que soit la nomenclature, purement française (nomenclature économique de synthèse ou NES), franco-européenne (nomenclature d'activité française ou NAF) ou purement européenne (principaux regroupements de l'industrie ou MIG), utilisée.
- Le souci de transparence concrétisé par la diffusion systématique d'un tableau mettant en évidence les révisions de l'indice d'une publication à l'autre, leur cause et leur impact sur la vision de court ou moyen terme.

Un résultat important consécutif au changement de base est la plus grande volatilité mensuelle de l'indice, notamment dans les biens d'équipement, les biens de consommation et l'automobile, trois branches dans lesquelles le recours à des indicateurs trimestriels mensualisés avait l'effet stabilisateur le plus significatif.

Les modifications dans les biens d'équipement

Les biens d'équipement base 1995 étaient suivis par 118 séries élémentaires, dont 50 étaient trimestrielles. En particulier, la « construction aéronautique et spatiale »

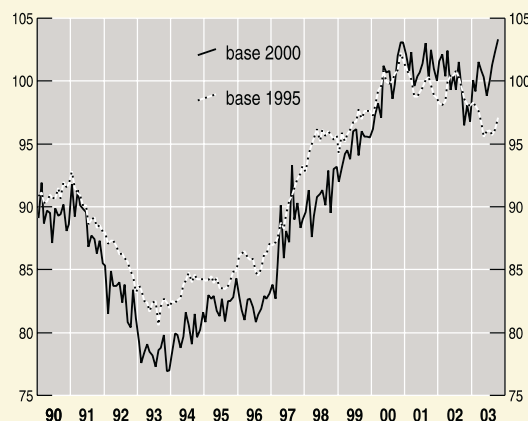
(regroupement E13 de la NES ventilée en 114 regroupements d'activités ou de produits) et la « fabrication de cycles, motocycles, matériel de transport non compris ailleurs » (regroupement E14 de la NES114) étaient uniquement évaluées à l'aide d'enquêtes trimestrielles.

Tous les mois, les résultats trimestriels étaient mensualisés à l'aide de procédures économétriques. Les séries mensuelles ainsi obtenues étaient moins erratiques que celles reposant sur des relevés réels mensuels.

Les enquêtes trimestrielles utilisées en base 1995 sur ces deux branches ont été remplacées par des enquêtes mensuelles créées en 2001, 2002 et 2003. Le taux de couverture de la NES E13 a notamment été étendu grâce à l'utilisation depuis 2003 de la nouvelle enquête « lanceurs et engins spatiaux ».

Enfin, dans l'aéronautique, l'introduction du suivi des quantités produites a permis un suivi conjoncturel de meilleure qualité. En particulier, l'IPI a correctement retracé le dynamisme observé au second semestre de 2003. ■

INDUSTRIE DES BIENS D'EQUIPEMENT (EE)
référence commune 2000=100



ENCADRÉ 2 : COMMENT COMPRENDRE LES ÉCARTS ENTRE LES ÉVOLUTIONS DU PIB, DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DE LA PRODUCTION ?

Écart entre le PIB et la valeur ajoutée

En Comptabilité nationale, le PIB est défini dans son approche « production » comme :

- la valeur ajoutée de l'ensemble des branches
- augmentée des impôts sur les produits (la TVA, les impôts sur les importations et d'autres impôts sur les produits tels que les taxes sur le tabac et la TIPP)
- et diminuée des subventions sur les produits (certaines subventions agricoles par exemple).

Rappelons que les impôts en volume évoluent comme l'assiette sur laquelle ils sont calculés. Ainsi, la TVA perçue sur chaque produit évolue comme les emplois en ce produit (parmi lesquels la consommation des ménages).

Il arrive donc parfois que le PIB évolue de manière sensiblement différente de la valeur ajoutée. Au premier trimestre de 2004, le PIB s'est ainsi accru de 0,8% alors que la valeur ajoutée n'a augmenté que de 0,7% (cf. graphique A). Cet écart est dû :

- à la forte hausse des recettes de la TVA, notamment sous l'effet de la croissance de la consommation de produits manufacturés. Elle a contribué au total pour 0,1 point à la croissance du PIB. En effet, la plus grande part de la TVA est perçue sur la consommation finale des ménages (et non sur les consommations intermédiaires des producteurs ou sur leur investissement). Cette consommation ayant beaucoup augmenté, elle a entraîné une forte hausse de la TVA.
- à la hausse des autres impôts sur les produits. En effet, la TIPP a évolué positivement en lien avec la hausse de la consommation de carburants et les taxes sur le tabac ont de nouveau augmenté au premier trimestre, après avoir baissé en volume au quatrième trimestre du fait de la baisse de la consommation de tabac.

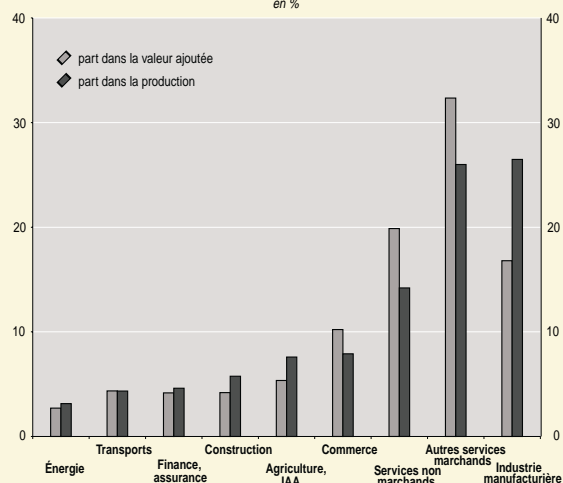
Écart entre la valeur ajoutée et la production

Dans le cadre du tableau des entrées intermédiaires, les Comptes nationaux décrivent les consommations intermédiaires de chaque branche en chaque produit. La

valeur ajoutée d'une branche correspond à sa production diminuée de ses consommations intermédiaires. Par exemple, la branche « industries agroalimentaires » consomme des « produits agricoles » à hauteur de 26% de sa propre production, des « produits agroalimentaires » à hauteur de 21% et d'autres produits à hauteur de 27%. On définit alors son taux de valeur ajoutée comme le ratio de sa valeur ajoutée et de sa production. Son taux de valeur ajoutée est finalement de 26%.

Les taux de valeur ajoutée des différentes branches diffèrent sensiblement. Par conséquent, la part de chaque branche dans la valeur ajoutée totale peut être très différente de sa part dans la production (cf. graphique B). En 2002, le taux de valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie était de 51,6%. Les industries manufacturières avaient les taux de valeur ajoutée les plus bas (32,7%). À l'inverse, les services ont des taux de valeur ajoutée élevés (64,2% pour les autres services marchands).

B
POIDS DES DIFFÉRENTES BRANCHES DANS LA PRODUCTION ET DANS LA VALEUR AJOUTÉE TOTALES
en %



En notant VA_t^i la production de la branche i à la date t , la valeur ajoutée agrégée s'écrit :

$$VA_t = \sum_i VA_t^i$$

Le taux de croissance de la valeur ajoutée se décompose alors de la manière suivante :

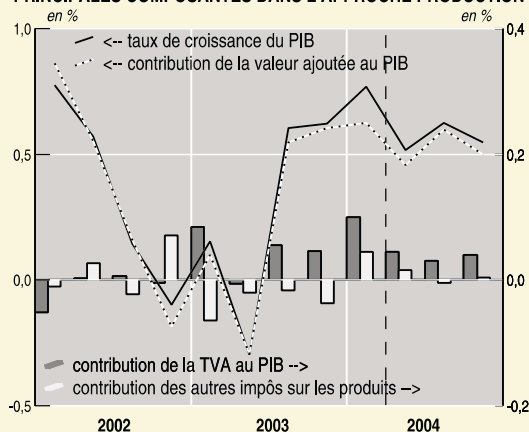
$$\frac{\Delta VA_t}{VA_{t-1}} = \sum_i \frac{VA_{t-1}^i}{VA_{t-1}} \frac{\Delta VA_t^i}{VA_{t-1}^i} = \sum_i \omega_{t-1}^i \frac{\Delta VA_t^i}{VA_{t-1}^i} \quad \text{où } \omega_t^i = \frac{VA_t^i}{\sum_i VA_t^i} \text{ est le poids de la branche } i \text{ dans la valeur ajoutée à la date } t.$$

De même, en notant $\alpha_t^i = \frac{P_t^i}{\sum_i P_t^i}$ le poids de la branche i

dans la production à la date t , on peut écrire le taux de croissance de la production comme :

$$\frac{\Delta P_t}{P_{t-1}} = \sum_i \alpha_t^i \frac{\Delta P_t^i}{P_{t-1}^i}$$

A
TAUX DE CROISSANCE DU PIB ET CONTRIBUTION DE SES PRINCIPALES COMPOSANTES DANS L'APPROCHE PRODUCTION
en %



prévision au-delà du pointillé

ENCADRÉ 2 : COMMENT COMPRENDRE LES ÉCARTS ENTRE LES ÉVOLUTIONS DU PIB, DE LA VALEUR AJOUTÉE ET DE LA PRODUCTION ?

En posant $\tau_t^i = \frac{VA_t^i}{P_t^i}$ le taux de valeur ajoutée de la

branche i et $\tau_t = \frac{\sum_i VA_t^i}{\sum_i P_t^i}$ le taux de valeur ajoutée global à

la date t , l'écart entre les taux de croissance de la valeur ajoutée et de la production s'écrit :

$$\begin{aligned} \frac{\Delta VA_t}{VA_{t-1}} - \frac{\Delta P_t}{P_{t-1}} &= \sum_i \omega_{t-1}^i \frac{\Delta VA_t^i}{VA_{t-1}^i} - \alpha_{t-1}^i \frac{\Delta P_t^i}{P_{t-1}^i} \\ &\approx \sum_i \omega_{t-1}^i \left(\frac{\Delta \tau_t^i}{\tau_{t-1}^i} + \frac{\Delta P_t^i}{P_{t-1}^i} \right) - \alpha_{t-1}^i \frac{\Delta P_t^i}{P_{t-1}^i} \\ &\approx \sum_i \left(\frac{\tau_{t-1}^i}{\tau_{t-1}} - 1 \right) \alpha_{t-1}^i \frac{\Delta P_t^i}{P_{t-1}^i} + \sum_i \omega_{t-1}^i \frac{\Delta \tau_t^i}{\tau_{t-1}^i} \end{aligned}$$

car $\omega_t^i = \frac{VA_t^i}{VA_t} = \frac{\tau_t^i P_t^i}{\tau_t P_t} = \frac{\tau_t^i}{\tau_t} \times \alpha_t^i$.

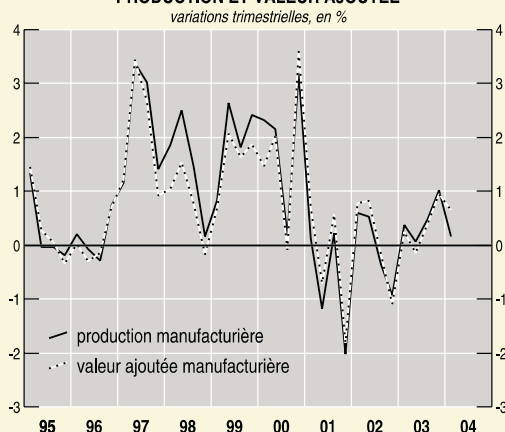
Cette décomposition fait apparaître deux sources d'écart entre les taux de croissance de la valeur ajoutée et de la production. Le premier terme s'interprète comme un effet de structure. Par exemple, si la production d'une branche ayant un taux de valeur ajoutée supérieur à la moyenne

(c'est le cas si $\frac{\tau_{t-1}^i}{\tau_{t-1}} > 1$) augmente, elle contribue à un

écart positif entre valeur ajoutée et production. Le second terme fait apparaître l'évolution du taux de valeur ajoutée de chaque branche : dans les Comptes trimestriels, la consommation de chaque branche en chaque produit est modélisée au niveau 40 de la nomenclature d'après les tendances passées observées dans les Comptes nationaux annuels et, dans le compte associé de la note de conjoncture, cette tendance est anticipée.

Au premier trimestre de 2004, la valeur ajoutée manufacturière s'est accrue de 0,7% alors que la production correspondante ne s'est accrue que de 0,2% (cf. graphique C). Sans être exceptionnel au regard du passé des séries, cet écart mérite d'être analysé. La décomposition de la valeur ajoutée selon la formule ci-dessus fait apparaître que l'écart entre la valeur ajoutée et la production dans le champ manufacturier est imputable

BRANCHES MANUFACTURIÈRES : PRODUCTION ET VALEUR AJOUTÉE



essentiellement aux effets de structure, notamment dans les biens d'équipement (cf. tableau 1). Plus précisément, la production de la branche électronique dont le taux de valeur ajoutée est supérieur à la moyenne de la branche des biens d'équipement a augmenté tandis que la production de la branche aéronautique dont le taux de valeur ajoutée est inférieur à cette même moyenne a diminué. Dans ces deux cas, l'effet de structure est positif.

En revanche, dans le domaine des services marchands (hors transports, finance et assurance), c'est l'évolution du taux de valeur ajoutée qui contribue principalement à l'écart entre production et valeur ajoutée (cf. tableau 2). En effet, le taux de valeur ajoutée est en baisse tendancielle dans ces branches d'activité (cf. graphique D), du fait de l'essor des services aux entreprises, parmi lesquels les services de télécommunication. ■

Tableau 1 : Décomposition de l'évolution de la valeur ajoutée des branches manufacturières au premier trimestre de 2004

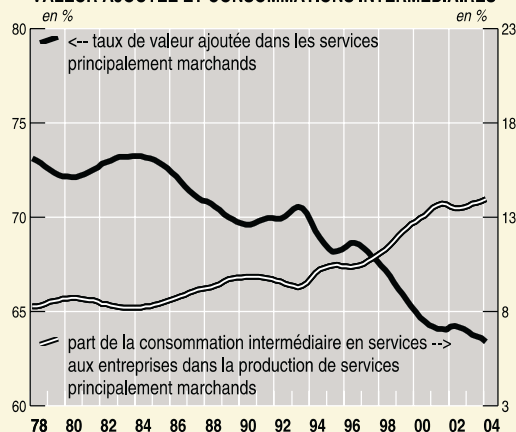
	Total manufacturier	Biens de consommation	Automobile	Biens d'équipement	Biens intermédiaires
Valeur ajoutée	0,7	0,5	-1,2	2,4	0,2
Production	0,2	0,5	-0,7	0,5	0,1
Écart valeur ajoutée-production	0,5	-0,0	-0,5	1,9	+0,0
dont effets de structure	0,5	-0,0	0,0	1,8	-0,0
dont évolution des taux de valeur ajoutée	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,1

Tableau 2 : Décomposition de l'évolution de la valeur ajoutée des principales branches de l'économie au premier trimestre de 2004 (décomposition non exhaustive couvrant 69% de la valeur ajoutée totale)

	Ensemble de l'économie	Industrie manufacturière	Services principalement marchands	Services non marchands
Valeur ajoutée	0,7	0,7	0,6	0,4
Production	0,7	0,2	0,9	0,4
Écart valeur ajoutée-production	0,0	0,5	-0,3	-0,0
dont effets de structure	0,1	0,5	-0,0	0,0
dont évolution des taux de valeur ajoutée	-0,1	-0,0	-0,3	-0,0

■

SERVICES PRINCIPALEMENT MARCHANDS : TAUX DE VALEUR AJOUTÉE ET CONSOMMATIONS INTERMÉDIAIRES



Note

Les deux échelles, d'une amplitude de 20% sont comparables.

Résultats des entreprises

Depuis le troisième trimestre de 2003, le taux de marge des entreprises augmente grâce à la hausse de la productivité, la reprise de l'emploi étant décalée par rapport à celle de l'activité. Tout au long de l'année 2004, les gains de productivité continueraient de soutenir les résultats des entreprises.

Au deuxième trimestre de 2004, le résultat des entreprises serait affecté par la hausse du prix de leurs consommations intermédiaires, notamment en produits énergétiques. En effet, elles n'ajusteraient pas suffisamment vite leurs prix de vente ou le feraient incomplètement afin de rester compétitives. En fin d'année 2004, les entreprises tireraient parti de la stabilisation du prix de l'énergie, malgré l'accélération du pouvoir d'achat des salaires.

Sur l'ensemble de l'année 2004, le taux de marge augmenterait (39,7% après 39,4% en 2003).

Au deuxième trimestre de 2004, le taux de marge des entreprises baisserait du fait de la hausse du prix de l'énergie et des matières premières...

Le taux de marge mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre les évolutions de la productivité du travail et du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation, qui jouent positivement sur le résultat des entreprises, et les évolutions du pouvoir d'achat du salaire par tête et du taux de cotisation employeur, qui jouent négativement (cf. dossier de la note de conjoncture de juin 2003).

Depuis le troisième trimestre de 2003, les entreprises ont accru leur taux de marge d'environ 0,2 point par trimestre grâce à une hausse de la productivité. En effet, l'emploi a stagné malgré la reprise de l'activité, les entreprises tardant à embaucher. La hausse de la productivité a ainsi contribué chaque trimestre

DÉCOMPOSITION DU TAUX DE MARGE DES SNF-EI*

(en %)

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2002				2003				2004				2002	2003	2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.			
Taux de marge	39,9	39,9	39,9	39,8	39,5	39,1	39,4	39,5	39,7	39,5	39,7	39,9	39,9	39,4	39,7
Variation du taux de marge	0,4	0,0	0,1	-0,2	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,5	0,3
Contributions à la variation du taux de marge															
des gains de productivité	0,5	0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,1	-0,1	1,4
du pouvoir d'achat du salaire par tête	-0,4	-0,1	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	0,1	-0,4
du taux de cotisation employeur	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1
du ratio des prix de consommation et du prix de la valeur ajoutée	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,5	0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,4
Autres éléments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3
Rappel															
Valeur ajoutée des branches principalement marchandes aux prix de 1995	0,9	0,5	0,1	-0,4	0,0	-0,4	0,6	0,6	0,8	0,5	0,6	0,6	0,8	0,0	2,2
Emploi des SNFEI	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,0	0,2
Salaire mensuel par tête	1,2	0,5	0,1	0,3	0,4	0,3	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	2,3	1,6	2,2
Prix de consommation	0,6	0,4	0,5	0,4	0,8	0,1	0,3	0,5	0,4	0,6	0,3	0,2	1,7	1,8	1,6
Prix des consommations intermédiaires	-0,3	0,5	0,3	0,2	1,2	-0,9	0,0	0,3	0,1	1,0	0,3	-0,3	-0,4	1,0	0,9
Prix de production	0,2	0,3	0,3	0,3	0,7	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,5	0,4	0,0	0,6	1,0	0,9
Prix de la valeur ajoutée	0,6	0,1	0,2	0,4	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,5	0,4	1,8	1,1	1,0

■ Préviation

* Sociétés non financières et entreprises individuelles.

pour 0,4 ou 0,5 point à la hausse du taux de marge. Les autres facteurs explicatifs du taux de marge ont contribué de manière neutre ou négative à sa variation. En particulier, le pouvoir d'achat du salaire moyen par tête a contribué négativement à l'évolution du taux de marge au troisième trimestre de 2003 et au premier trimestre de 2004.

Au deuxième trimestre de 2004, les entreprises subiraient l'effet de l'augmentation du prix du pétrole et des matières premières, qui traduirait la hausse du cours du baril sous l'hypothèse d'une stabilisation du taux de change (cf. fiches « Pétrole et matières premières » et « Financement de l'économie »). Face à la hausse du coût de leurs consommations intermédiaires, les producteurs n'ajusteraient pas assez vite leurs prix de vente ou restreindraient volontairement leurs marges en maintenant leur prix de vente. L'écart d'évolution entre le prix des consommations intermédiaires, très sensible au prix de l'énergie, et le prix de la consommation des ménages, qui y est moins sensible, contribuerait à lui seul pour 0,5 point à la baisse du taux de marge au deuxième trimestre.

La hausse régulière de la productivité atténuerait cependant l'effet négatif du prix du pétrole au deuxième trimestre : elle contribuerait positivement pour 0,3 point à l'évolution du résultat des entreprises.

Le taux de marge baisserait ainsi de 0,2 point au deuxième trimestre de 2004, atteignant 39,5%.

...et augmenterait au second semestre

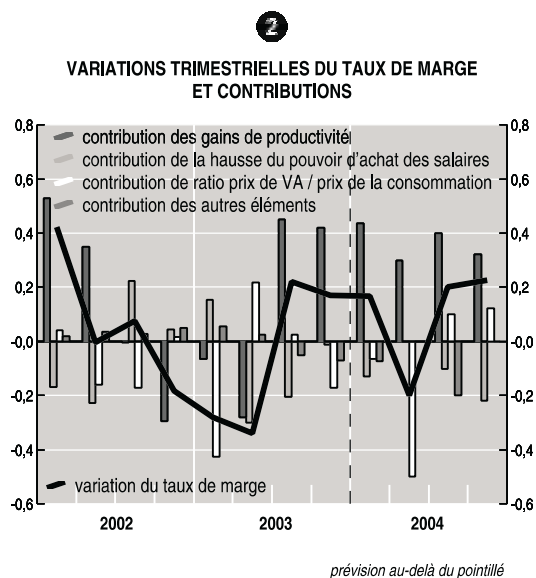
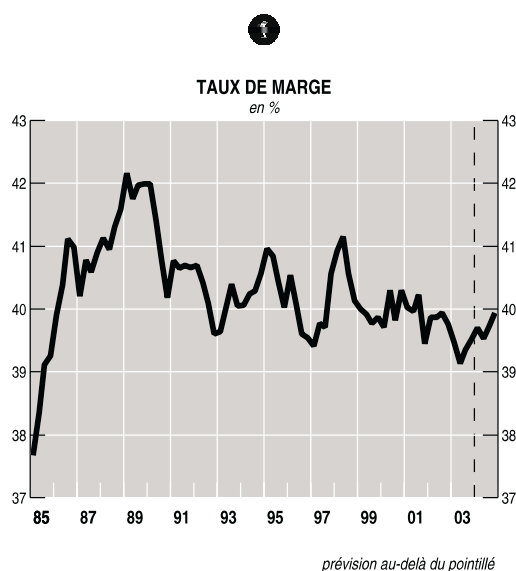
L'effet du prix du pétrole sur les coûts supportés par les entreprises s'atténuerait au second semestre. Le prix des consommations intermédiaires augmenterait moins au troisième trimestre et baisserait au quatrième. Sur l'ensemble du second semestre de 2003, les prix auraient peu d'effet sur le taux de marge des entreprises.

À l'inverse, la rémunération des salariés contribuerait alors négativement à l'évolution du taux de marge. En effet, le salaire moyen par tête accélérerait légèrement, sur un rythme de 0,7% par trimestre (après 0,5% et 0,6% au cours du premier trimestre), du fait notamment de la revalorisation du Smic (cf. fiche « Salaires »). Par ailleurs, le prix de la

consommation ralentirait dans la deuxième moitié de l'année. Au total, le pouvoir d'achat du salaire par tête contribuerait négativement à l'évolution du taux de marge des entreprises (-0,2 point puis -0,3 point).

Il faut aussi noter que la mise en place de la contribution solidarité (cf. fiche « Éléments du compte des administrations »), comptabilisée comme un impôt sur les salaires et la main-d'œuvre, jouerait négativement sur le taux de marge au troisième trimestre⁽¹⁾. Dans le même temps, la réforme du système d'allègements de charges sur les bas salaires aurait en revanche un effet positif.

La productivité continuant d'augmenter au même rythme que précédemment, le taux de marge augmenterait et atteindrait 39,9% au quatrième trimestre. ■



(1) Le taux de marge est le rapport de l'excédent brut d'exploitation (EBE) sur la valeur ajoutée (VA). L'EBE s'obtient en retranchant à la valeur ajoutée les coûts salariaux (salaires et cotisations), les impôts sur la production (parmi lesquels les taxes sur les salaires, la taxe professionnelle, la taxe foncière, et maintenant la contribution solidarité) et en ajoutant les subventions d'exploitation. L'apparition de la contribution solidarité joue donc négativement sur le taux de marge.

DES PRÉVISIONS DE MARS 2004 ... AUX RÉVISIONS DE JUIN 2004

Concernant l'environnement international au premier semestre, le scénario a été revu dans le sens d'un légèrement moindre dynamisme du commerce mondial. En effet, au premier trimestre de 2004, l'activité au Royaume-Uni a été moins soutenue qu'anticipée et ses échanges extérieurs se sont contractés. Aux États-Unis, la confirmation de l'enrichissement de la croissance en emplois qui devrait prendre le relais des baisses d'impôts conduit à confirmer le scénario construit en mars. Au total, les échanges devraient progresser moins vite qu'anticipé alors.

En zone euro, la demande intérieure a été mieux orientée au premier trimestre qu'anticipé et les perspectives pour le deuxième trimestre ont peu varié. La croissance du PIB de la zone euro a donc été revue à la hausse de 0,2 point.

Dans ce contexte de commerce international moins dynamique qu'anticipé en mars, et surtout en intégrant son plus faible niveau que prévu au premier trimestre de 2004, la croissance des exportations de la France au premier semestre de 2004 a été revue nettement à la baisse. De même, la prévision de production industrielle a également été abaissée.

La prévision française a été modifiée dans le sens d'une consolidation de la demande intérieure, avec un renforcement de la consommation des ménages. En effet, cette dernière a été mieux orientée que prévu au premier trimestre de 2004. La prise en compte de cette information conduit à revoir à la hausse la consommation des ménages au premier semestre, ainsi que celle du PIB. Les perspectives sur le marché du travail sur le semestre ont été affectées par la mauvaise performance de l'intérim au premier trimestre, la prévision au deuxième trimestre étant au contraire mieux orientée.

Conséquence de la flambée du cours du pétrole, les prévisions de prix à la consommation de l'énergie, en France comme en zone euro, ont nettement été revues à la hausse. En l'absence de nouveaux développements, les prévisions de prix des produits manufacturés et des services sont quasiment inchangées par rapport à mars. Il en

va donc de même de la prévision d'inflation sous-jacente. Au total, les prévisions d'inflation, tant pour la France que pour la zone euro, ont été nettement rehaussées. ■

évolutions en glissement semestriel (%) (sauf 1, 2)

	Premier semestre de 2004	
	Mars 2004	Juin 2004
Pétrole : prix du baril de "brent daté" en dollars ⁽¹⁾	30,3	34,1
Taux de change euro/dollar ⁽¹⁾	1,26	1,23
Demande mondiale adressée à la France	5,0	4,3
Biens et services		
PIB	1,1	1,3
Importations	4,3	2,4
Consommation des ménages	0,8	1,4
FBCF totale	2,0	1,9
dont : SNFEI	2,2	2,5
Exportations	4,0	1,6
Contribution des stocks à la croissance du PIB	0,2	0,1
Demande intérieure hors stocks	1,0	1,4
Produits manufacturés		
Production	1,6	1,0
Consommation des ménages	1,7	2,8
Coûts d'exploitation unitaire	-1,5	-1,1
Prix à la production	-0,1	0,0
Prix à la consommation (ensemble) ⁽²⁾	2,1	2,5
Inflation sous-jacente ⁽²⁾	1,8	1,8
Salaire mensuel de base	1,4	1,3
Effectifs salariés des secteurs essentiellement concurrentiels	0,1	0,0
Taux d'épargne ⁽¹⁾	16,3	14,7
Zone euro		
PIB	0,9	1,1
Consommation des ménages	0,8	1,0
Inflation ⁽²⁾	1,7	2,4
Inflation sous-jacente ⁽²⁾	1,7	1,8

■ Prévision

(1) en moyenne semestrielle

(2) en glissement annuel en fin de semestre