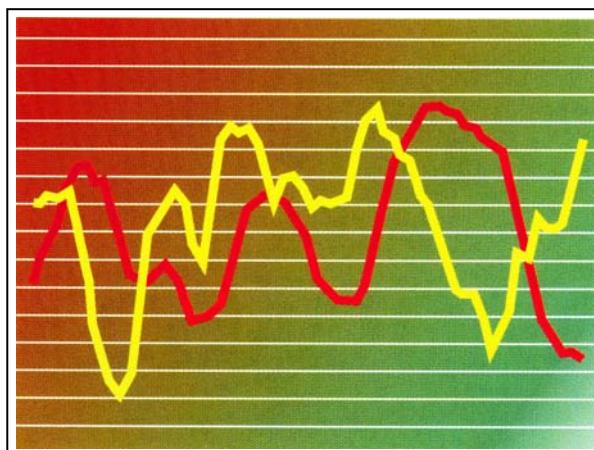


# NOTE DE CONJONCTURE

---

MARS 2004





# ***NOTE DE CONJONCTURE***

**Mars 2004**

© Insee 2004

**■ Directeur de la publication**  
Jean-Michel Charpin

**■ Rédacteurs en chefs**  
Michel Devilliers  
Xavier Bonnet  
Thierry Deperraz  
Benoît Heitz

**■ Contributeurs**  
Séverine Arnault  
Marie-Laure Arnould  
Pierre-Olivier Beffy  
Olivier Biau  
Jean Boissinot  
Raphaël Cancé  
Suzanne Casaux  
Élise Clément  
Véronique Cordey  
Matthieu Cornec  
Aurélien Daubaire  
Hélène Erkel-Rousse  
Jérôme Fabre  
Nicolas Ferrari  
Christine Fluxa  
Philippe Gallot  
Emmanuel Gros  
Thomas Heckel  
Julie Labarthe  
Clotilde L'Angevin  
Ingrid Lefebvre  
Brice Lepetit  
Claudie Louvot  
Jean-François Ouvrard  
Sébastien Perez-Duarte  
Christophe Peter  
Gérald Petit  
Hélène Poncet  
Sophie Renaud  
Fabrice Romans  
Camille Rousseau  
Vivien Roussez  
Salvatore Serravalle

**■ Secrétariat de Rédaction**  
Pascal Rivière

**■ Secrétariat**  
François-Xavier Habay

**■ Mise en page**  
Delphine Puiraveau  
Marina Robin



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

*Rédaction achevée le 25 mars 2004*



# SITUATION ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

## CROISSANCE SANS ÉCLAT

- Vue d'ensemble ..... 9

## DOSSIERS

- Retour sur 2003 ..... 19
- L'inflation en France et en zone euro : une approche macro sectorielle ..... 25

## 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 ..... 57
- Pétrole ..... 60
- Échanges extérieurs ..... 63
- Financement de l'économie ..... 65
- Éléments du compte des administrations publiques ..... 69
- Prix à la consommation ..... 72
- Emploi ..... 75
- Chômage ..... 80
- Salaires ..... 84
- Revenus des ménages ..... 87
- Consommation des ménages ..... 93
- Investissement ..... 97
- Stocks ..... 103
- Production ..... 105
- Résultats des entreprises ..... 108

## COMPTE ASSOCIÉ

### Encadrés

- Impact des baisses d'impôts sur la consommation aux États-Unis en 2004, compléments par rapport à l'encadré de la note de décembre 2003 ..... 46
- Productivité et croissance sans emploi aux États-Unis ..... 48
- L'impact des baisses d'impôts en Allemagne sur la consommation des ménages au premier semestre de 2004 ..... 55
- Les exportations de la zone euro par destination ..... 55
- Cours du dollar et interventions de la banque du Japon ..... 68
- Finances publiques et cycle économique ..... 71
- Les politiques d'aide à l'emploi en 2003 ..... 78
- Méthode : le revenu disponible brut des ménages dans les comptes nationaux trimestriels ..... 90
- Revenu arbitrage ..... 91
- Déflateur de la consommation et indice des prix à la consommation (IPC) : quelles sont les différences ? ..... 95
- Prévoir la formation brute de capital fixe en produits manufacturés à partir de l'IPI en biens d'équipement ..... 100
- L'investissement en bâtiment et travaux publics des entreprises au premier semestre de 2004 : des prévisions de décembre 2003 à celles de mars 2004 ..... 102
- Des prévisions de décembre 2003... Aux révisions de mars 2004 ..... 111



# Croissance sans éclat

**A**vec une augmentation de 0,2 %, la croissance du PIB en 2003 a été la plus faible depuis 1993. Ce constat doit être nuancé par la présence d'une accélération en milieu d'année. Après une évolution quasi récessive au premier semestre, la croissance est revenue au second semestre vers des rythmes proches de 2 %. Cette reprise a eu pour origine la forte expansion de l'environnement mondial de la zone euro, qui a généré un redémarrage des exportations et favorisé un redressement des anticipations des entrepreneurs. Toutefois, le bilan de 2003 porte la marque du difficile début d'année : l'emploi salarié privé a baissé de 50000, entraînant une hausse de 0,4 point du taux de chômage ; le ralentissement des recettes publiques a par ailleurs porté le déficit public à 4,1 % du PIB.

À la fin de l'hiver 2004, les anticipations des entrepreneurs de la zone euro, tout en restant positivement orientées, apparaissent plus hésitantes qu'à l'automne. La première cause de cette inflexion semble être les inquiétudes sur le taux de change et les interrogations qu'elles suscitent sur la capacité des entreprises de la zone, dont la compétitivité s'est réduite, à profiter de la croissance mondiale. Ensuite, les chiffres du quatrième trimestre ont ranimé les doutes sur la capacité de rebond de certains pays de la zone, comme l'Italie. Pourtant l'environnement international reste porteur et génère une augmentation des exportations de la zone. En particulier, les États-Unis enregistrent une croissance vive, de l'ordre de 4 % l'an, et devraient la conserver au moins jusqu'à l'été, grâce aux impulsions de la politique budgétaire et au maintien d'une politique monétaire très accommodante.

Dans ce contexte, la croissance française, un peu supérieure à celle enregistrée en zone euro, serait proche de 2 % l'an au premier semestre. Cette croissance seulement modérée traduirait pour une bonne part le faible dynamisme de la consommation des ménages, qui résulterait d'une progression ralentie du pouvoir d'achat et d'un comportement de prudence dans les achats en raison des appréciations toujours peu favorables portées par les consommateurs sur les évolutions macroéconomiques. En revanche, l'investissement des entreprises, bénéficiant notamment de conditions de financement toujours très favorables, se redresserait et le comportement de stockage apporterait une contribution positive à la croissance.

L'emploi salarié resterait ralenti au premier semestre, malgré la poursuite d'une croissance modérée, car il ne s'était pas totalement adapté à la production pendant la phase déclinante du cycle. Pour autant, le taux de chômage serait globalement stable au premier semestre. En effet, la croissance de la population active décélère et le nouveau dispositif de retraite anticipé va produire ses premiers effets. L'inflation, en repli mécanique au premier trimestre, serait de 2,1 % en juin, à moins que le cours du pétrole, resté élevé jusqu'à maintenant en raison d'une demande mondiale très forte, n'enregistre au deuxième trimestre un net fléchissement lié au repli saisonnier de la demande.

À court terme, l'aléa principal susceptible de peser sur la croissance de la zone euro résiderait dans une nouvelle baisse du dollar, dont les facteurs structurels demeurent. ■

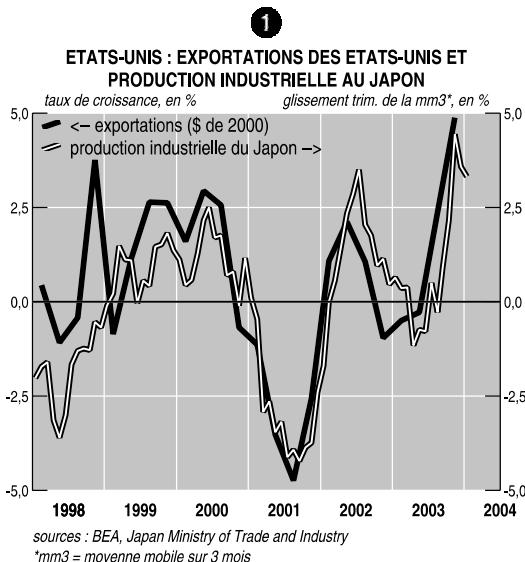


## L'environnement international et le commerce mondial seraient toujours porteurs...

À l'horizon de la prévision, l'environnement international bénéficierait encore de la vigueur de la croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni, les grands partenaires commerciaux de la zone euro. Portés par la vague américaine, le Japon et la Chine connaîtraient une croissance élevée. Avec un temps de latence plus important, la zone euro finirait par profiter de ce mouvement mondial.

Aux États-Unis, l'activité resterait vigoureuse jusqu'en milieu d'année, progressant d'environ 1% par trimestre. La consommation des ménages serait soutenue par les baisses d'impôts, par l'enrichissement progressif de la croissance en emploi et, plus marginalement, par des effets de richesse positifs. Du côté des entreprises, l'investissement et les stocks continueraient de progresser à bon rythme. En effet, la faiblesse du dollar est favorable aux exportations américaines et les perspectives de demande étrangère sont bien orientées, l'activité devant également accélérer chez les partenaires commerciaux des États-Unis (*cf. graphique 1*). Conséquence de cette demande intérieure dynamique, la croissance des importations américaines serait soutenue.

Au Royaume-Uni, la croissance resterait robuste mais ralentirait légèrement du fait du durcissement de la politique monétaire. La consommation des ménages conserverait un rythme de croissance soutenu, quoique plus faible à partir du deuxième trimestre. En effet, la bonne tenue du marché immobilier, le redressement du marché boursier et la baisse du chômage renforceraient la richesse et le revenu des ménages. Parallèlement, les bonnes perspectives économiques soutiendraient l'investissement des entreprises. Cependant, le durcissement



de la politique monétaire viendrait limiter la hausse de la consommation et de l'investissement. Enfin, la vigueur de l'activité mondiale soutiendrait la croissance des exportations (*cf. graphique 2*). En ligne avec ces évolutions, les importations britanniques s'inscriraient en croissance forte sur le début de l'année 2004.

Parallèlement, l'activité est également soutenue en Asie. Le Japon a notamment renoué avec la croissance depuis fin 2002 : il a connu une progression exceptionnelle de 1,6% de son PIB au quatrième trimestre de 2003 et de 3,6% de sa production industrielle (*cf. graphique 1*). De plus, l'activité a redémarré au troisième trimestre de 2003 en Corée du Sud (+1,1%). Enfin, la croissance est toujours forte en Chine, comme en témoignent des importations en augmentation extrêmement élevée (+40% en glissement annuel début 2004) et la contribution que la demande de ce pays procure à la hausse des prix mondiaux de matières premières, notamment du pétrole (*cf. fiche « Pétrole »*).

## FRANCE : ÉQUILIBRE RESSOURCES-EMPLOIS EN VOLUME

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

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

Prévision

\* L'acquis pour 2004 est la croissance en moyenne annuelle qui serait obtenue si la variable considérée restait au niveau atteint le deuxième trimestre de 2004.

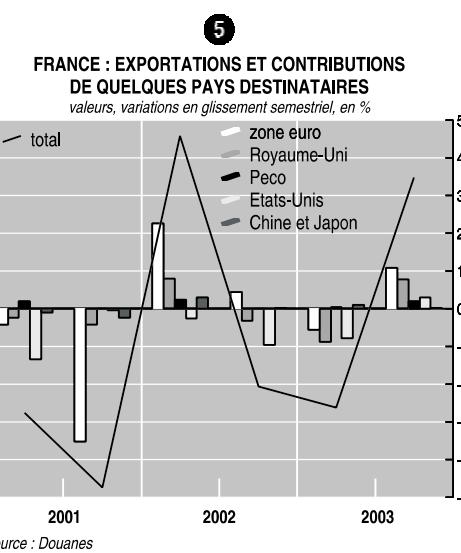
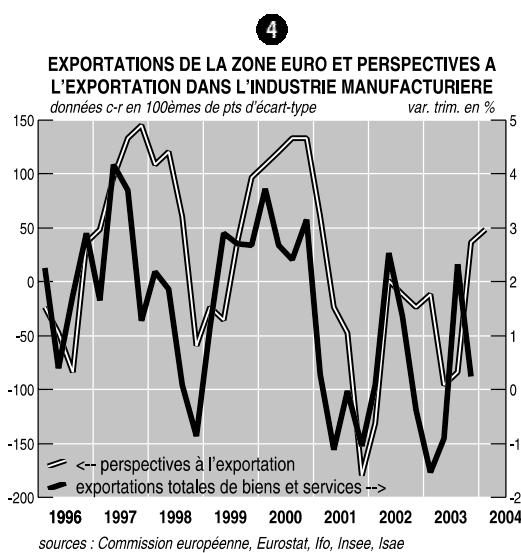
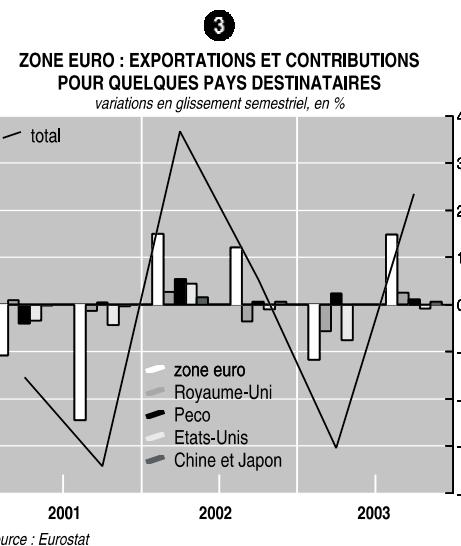
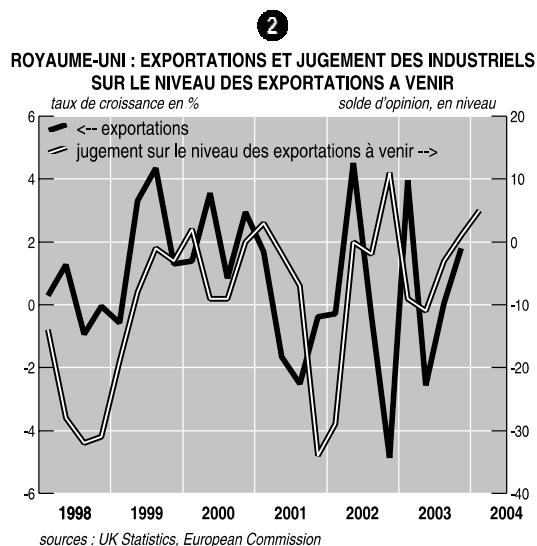
## ... pour les échanges de la France et de la zone euro...

Au second semestre de 2003, les exportations de la zone euro à destination des États-Unis et du Royaume-Uni ont cessé de se replier, en dépit de l'appréciation de l'euro. Dans leur ensemble, les exportations ont par ailleurs fortement augmenté, essentiellement soutenues par le commerce intra-zone (*cf. graphique 3*).

Début 2004, l'effet négatif de l'appréciation de l'euro sur la compétitivité des exportations de la zone serait encore compensé par la hausse de la demande étrangère, en particulier en provenance des États-Unis et du Royaume-Uni. Ainsi, dans presque tous les pays de la zone, les chefs d'entreprise anticipent une hausse de la demande étrangère qui leur est adressée (*cf. graphique 4*). En outre, le redémarrage des économies européennes favoriserait le commerce intra-zone. Les exportations totales, intra-

et extra-zone, progresseraient de 1,4 % au premier trimestre puis accéléreraient pour atteindre 1,7 % au deuxième trimestre.

En France, les exportations ont retrouvé une croissance modeste au second semestre de 2003 (près de 1% par trimestre en moyenne), en dépit de l'appréciation de l'euro. Ce redressement est lié à l'accélération de la demande adressée à la France par les États-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni en particulier. Les exportations à destination de l'Allemagne ont augmenté légèrement au second semestre et celles à destination des États-Unis et du Royaume-Uni ont cessé de se replier (*cf. graphique 5*). Les exportations vers le Royaume-Uni ont en particulier bénéficié de la vente du « Queen Mary 2 ». Profitant d'une stabilisation du dollar et d'une demande étrangère soutenue, notamment en provenance des États-Unis et des pays de la zone euro, les exportations progresseraient de 1,8% au premier trimestre de 2004 puis de 2,2% au deuxième.



## ... d'autant que l'euro s'est stabilisé face au dollar

L'euro s'est apprécié entre décembre 2003 et janvier 2004, passant de 1,22\$ à 1,26\$ mais, depuis, ce mouvement s'est interrompu, l'euro redescendant même aux environs de 1,22\$ début mars (cf. graphique 6). Deux éléments ont concouru à cette évolution. D'une part, les banques centrales asiatiques, par leurs achats massifs de dollars, ont continué à soutenir la monnaie américaine. D'autre part, les déclarations des autorités européennes se sont faites de plus en plus énergiques à mesure que l'euro s'approchait de 1,30\$, pouvant ainsi laisser présager une intervention.

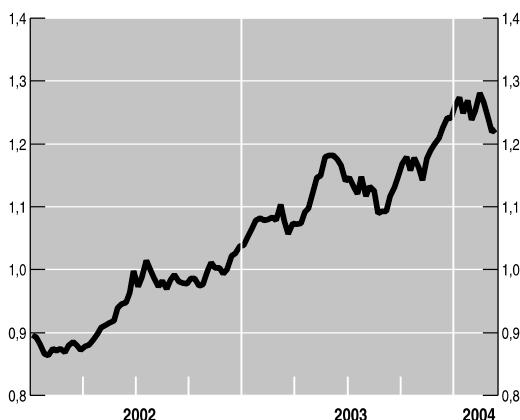
## Cependant, l'enclenchement du nouveau cycle industriel, tiré par l'extérieur, serait plus lent qu'anticipé pour certains pays de la zone euro

Dans cet environnement favorable, les échanges extérieurs enclancheraient un cycle d'expansion industrielle dans la zone euro. Cependant, le climat des affaires, après s'être fortement amélioré, marque une pause depuis février (cf. graphique 7). Cette reprise pourrait donc, au moins dans un premier temps, être moins franche que prévu en décembre.

En France, le redressement de la production manufacturière au premier trimestre ne serait pas aussi vigoureux qu'anticipé à la lecture des enquêtes. En effet, l'indice de production manufacturière s'est contracté quelque peu en janvier. En prenant en compte ce dernier point, l'acquis pour le premier trimestre de 2004 est de -0,4%. D'après les enquêtes de conjoncture dans l'industrie en février et mars, le climat des affaires continue de s'améliorer mais suivant un rythme moins soutenu qu'auparavant (cf. graphique 7).

6

DOLLARS PAR EURO



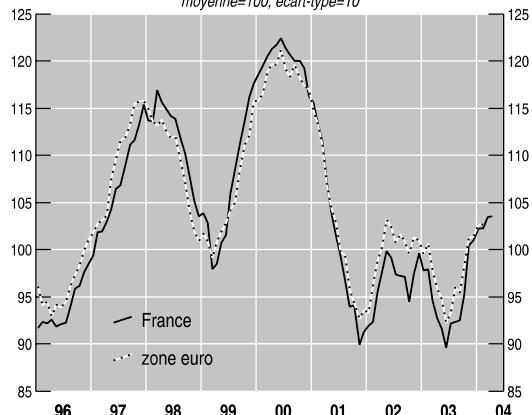
## La demande extérieure adressée aux entreprises stimulerait l'investissement...

Afin d'abord de répondre à la demande extérieure, les entreprises de la zone euro augmenteraient de manière significative leurs investissements au cours du premier semestre de 2004. L'investissement dans l'ensemble de la zone progresserait ainsi à un rythme voisin de 0,8% au cours des deux premiers trimestres de l'année. En Allemagne, le rebond de l'investissement est déjà sensible au quatrième trimestre de 2003 (+1,7% après -0,5%). Il tarderait davantage en Italie en raison d'un climat des affaires affecté fin 2003 par de nouvelles inquiétudes sur la fiabilité des informations comptables (affaire Parmalat).

En France, les industriels interrogés en janvier 2004 prévoient une progression des investissements de 5% en valeur en 2004 par rapport à 2003. La reprise de l'investissement des entreprises en produits manufacturés est visible dans les comptes nationaux depuis l'été (+1,3% au quatrième trimestre après +0,3% au troisième). Elle est également perceptible à travers les résultats de l'enquête de janvier dans le commerce de gros. Ces derniers montrent en effet que les intentions de commande des grossistes en biens d'équipement augmenteraient de manière significative. En particulier, les investissements en matériel informatique connaîtraient une très forte progression.

7

CLIMAT DES AFFAIRES  
moyenne=100, écart-type=10



Cette reprise de l'investissement serait, en outre, soutenue par des conditions de financement par l'emprunt ou l'émission d'actions propices à l'investissement. Les taux d'intérêt réels restent faibles, favorisant le recours au marché obligataire et au crédit intermédiaire. D'autre part, entre mars 2003 et février 2004, les cours boursiers ont fortement progressé, d'au moins 30%, sur l'ensemble des marchés de la zone euro. Cependant, les bourses européennes sont revenues à la mi-mars à leur niveau de début d'année, suite aux attentats de Madrid. Dans ce contexte, le crédit aux entreprises a connu une re-

prise marquée en France en fin d'année 2003. Les crédits à l'investissement ont connu la hausse la plus forte, passant de 1,9% en novembre 2003 à 3,3% en janvier 2004 en glissement trimestriel annualisé, alors qu'ils avaient été en régression permanente au cours du deuxième trimestre de 2003 (*cf. graphique 8*). Cette tendance se prolongerait au premier semestre de 2004, favorisée en outre par la stabilisation de l'endettement des sociétés (*cf. graphique 9*).

Cependant, la reprise de la demande n'a eu qu'un effet limité sur l'utilisation des capacités de production. Dans l'industrie, les marges de production sans embauches sont restées quasiment stables à 12,1%, légèrement plus importantes que la moyenne de longue période qui est de 11,1%. Ainsi, les tensions sur les capacités de production demeurent faibles, ce qui tendrait à limiter la progression des investissements.

### **... et inciterait les industriels à limiter leur déstockage**

Dans un contexte de reprise de l'activité industrielle initiée par l'extérieur, les stocks contribueraient encore positivement à la croissance de la zone euro au premier trimestre avant de devenir neutres au deuxième.

En France, en raison d'un moindre déstockage, les variations de stocks ont contribué positivement à la croissance au quatrième trimestre de 2003, à hauteur de 0,2 point. Ce mouvement reflète des anticipations d'une amélioration de la demande à court terme conforme au rebond du solde d'opinion sur la demande dans la dernière enquête trimestrielle auprès des industriels (janvier 2004).

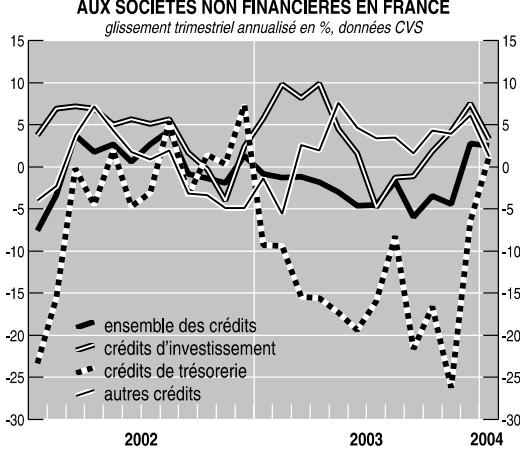
Avec une demande toujours bien orientée et des conditions financières favorables, le ralentissement du déstockage se confirmerait au deuxième trimestre après une pause au premier. Dans ces conditions, la contribution des stocks à la croissance serait nulle au premier trimestre de 2004 et de l'ordre de 0,2 point au deuxième trimestre (*cf. graphique 10*).

### **La consommation des ménages retrouverait un rythme modeste dans la zone euro**

Dans les pays de la zone euro, la hausse de la consommation des ménages redeviendrait, grâce à l'accélération en Allemagne, un socle minimal pour la croissance (*cf. graphique 11*). En effet, elle serait modeste mais résistante. Cette modestie, en ligne avec une confiance des ménages dégradée, s'explique par une situation peu favorable sur le marché du travail et par de faibles gains de pouvoir d'achat, encore réduits par les effets inflationnistes de la hausse du prix du pétrole. L'Allemagne se démarquerait du reste de la zone euro : après plusieurs tri-

8

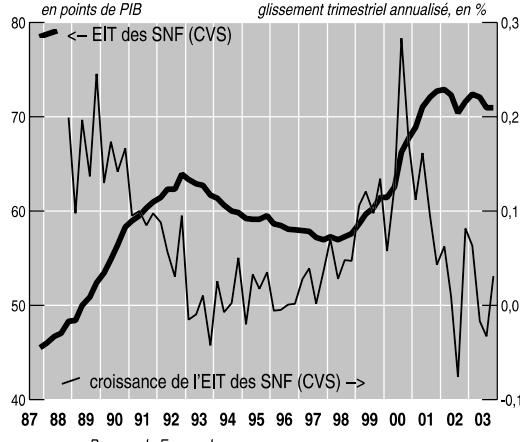
### **EVOLUTION DES CREDITS AUX SOCIETES NON FINANCIERES EN FRANCE**



sources : Banque de France, CVS Insee

9

### **ENDETTEMENT INTERIEUR TOTAL (EIT)\* DES SOCIETES NON FINANCIERES EN FRANCE**

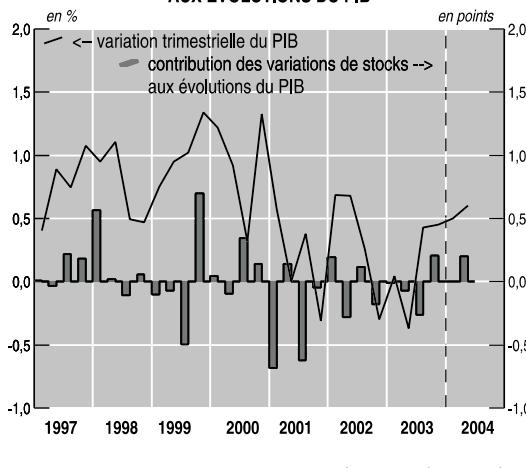


sources : Banque de France, Insee

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

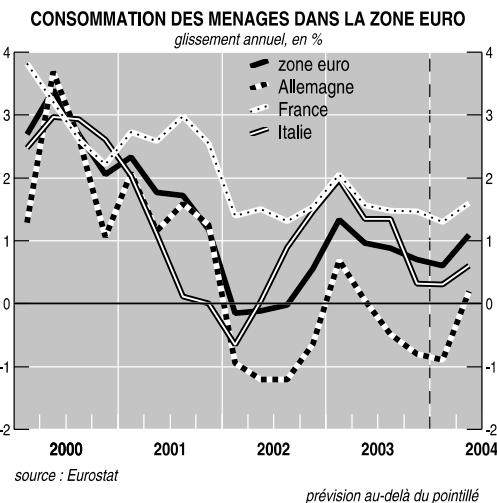
10

### **CONTRIBUTIONS DES VARIATIONS DE STOCKS AUX EVOLUTIONS DU PIB**



prévision au-delà du pointillé

11



mestres de baisse, la consommation y accélérerait nettement du fait des baisses d'impôts programmées. À l'opposé, la consommation italienne serait encore pénalisée au premier trimestre par une faible confiance des ménages et par une inflation plus forte que dans les autres pays de la zone. Les attentats de Madrid peuvent aussi affecter temporairement la consommation en Espagne. Toutefois, elle y accélérerait au deuxième trimestre.

En France, le rythme de croissance de la consommation se stabiliseraient autour de 0,4% par trimestre, tirant parti des hausses passées de pouvoir d'achat. Cependant, celles-ci ont été limitées en 2003 et les dernières données disponibles d'emploi et de masse salariale semblent indiquer qu'elles pourraient être revues un peu à la baisse. Au premier semestre de 2004, le pouvoir d'achat ralentirait, progressant de 0,2% seulement en moyenne par trimestre. Notamment, l'inflation a été poussée à la hausse par la montée du prix du pétrole (*cf. graphique 12*), venant ainsi éroder le pouvoir d'achat. De plus, la confiance des ménages se situe à un bas niveau.

Comme dans les autres pays de la zone euro, elle a été affectée par les mauvaises performances de l'emploi : celui-ci s'est inscrit en baisse sur l'année 2003, contribuant à la montée du taux de chômage de plus d'un point en un an. Toutefois, les nouvelles mesures de baisse d'impôt s'appliqueraient dès le paiement des acomptes provisionnels du premier semestre de 2004 et contribueraient à soutenir le revenu et la consommation.

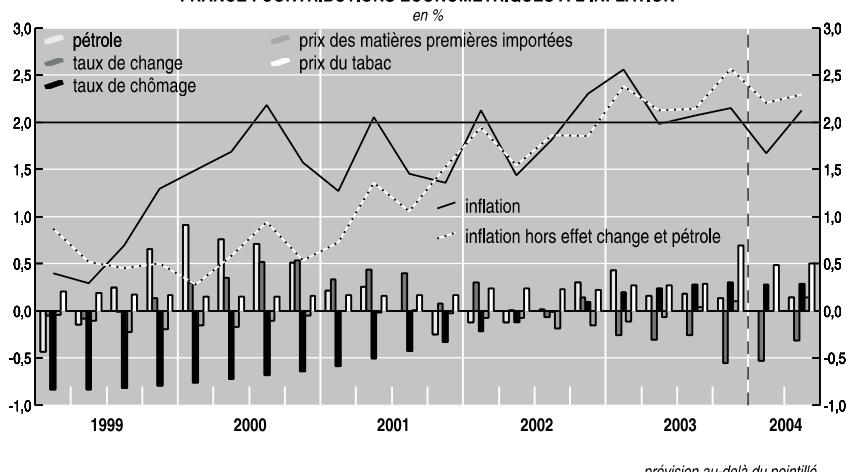
### Dans ce contexte, la production de services serait modérée...

Après avoir ralenti au dernier trimestre de 2003, l'activité dans les services marchands accélérerait légèrement en début d'année. La production de services aux entreprises serait notamment stimulée par la reprise de l'investissement et des activités informatiques. Elle bénéficierait indirectement de la hausse des dépenses en téléphonie des ménages, toujours forte. Dans les services aux particuliers, l'activité dans l'hôtellerie-restauration se stabiliserait, comme le suggère la dernière enquête de conjoncture dans les services (janvier 2004). Ce secteur bénéficierait notamment du retour des touristes étrangers, favorisé par la pause dans l'appréciation de l'euro

L'évolution de la production de services non marchands, notamment liée à celles des dépenses de santé des ménages, a progressivement accéléré au cours du second semestre de 2003. Cependant, elle s'infléchirait en début d'année. En effet, d'après les dernières statistiques disponibles pour le remboursement de soins ambulatoires, les dépenses de santé ralentiraient nettement au premier trimestre de 2004.

12

FRANCE : CONTRIBUTIONS ECONOMETRIQUES A L'INFLATION



## **... et la production dans la construction et dans l'énergie connaîtrait conjoncturellement un creux au premier trimestre de 2004**

En raison de la baisse de la demande en bâtiments des entreprises à l'automne dernier, l'activité de construction progresserait moins rapidement au premier trimestre de 2004 (+0,3% après +0,8%). En effet, la baisse des mises en chantier de locaux non résidentiels constatée au quatrième trimestre de 2003 pèserait encore au premier trimestre de 2004 (*cf. graphique 13*). La construction accélérerait de nouveau au deuxième trimestre, comme le suggère le profil récent des autorisations de construire des logements. Compte tenu du niveau actuellement bas des taux d'intérêt, les ménages continueraient en effet d'investir au cours du premier semestre. Ainsi, l'investissement en logement constituerait toujours un moteur important de l'activité dans le bâtiment.

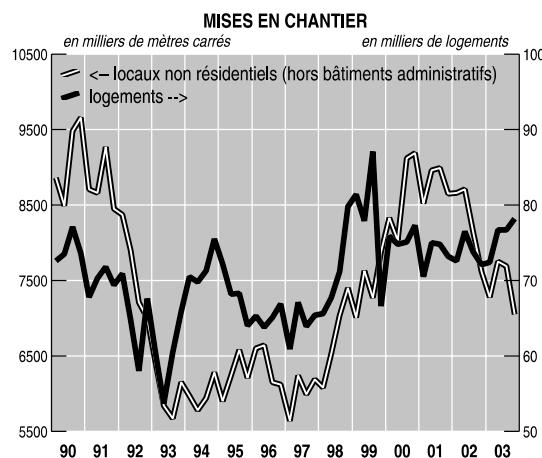
Après avoir fortement augmenté au quatrième trimestre de 2003, la production énergétique baisserait en début d'année 2004. Le quatrième trimestre a été marqué par un mois d'octobre froid comparé aux normales saisonnières. Aussi, la hausse de la production a-t-elle permis d'alimenter une demande intérieure soutenue, notamment en provenance des ménages, alors que les importations diminuaient. À l'inverse, la demande intérieure baisserait au premier trimestre de 2004. Les dépenses énergétiques des entreprises resteraient modérées, en lien avec le niveau de l'activité, et la consommation des ménages diminuerait, puisque les températures en début d'année ont été plutôt clémentes. La production d'énergie se redresserait modestement, dans des conditions climatiques habituelles, au deuxième trimestre (+0,4%).

## **En dépit de la reprise de l'activité, la situation de l'emploi tarderait à s'améliorer**

Dans un contexte de reprise lente de l'activité, les entreprises de la zone euro feraient preuve de plus de retenue dans leurs comportements d'embauche que d'investissement. Ainsi, l'emploi de la zone stagnerait sur le début de l'année 2004 et le taux de chômage poursuivrait son mouvement de hausse.

En France, l'emploi total diminuerait encore légèrement au premier semestre de 2004. La poursuite de la création d'emplois toujours soutenue dans le secteur de la construction et plus limitée dans le secteur tertiaire serait quasiment compensée par la poursuite des suppressions d'emplois dans l'industrie. Au total, la hausse de l'emploi concurrentiel resterait faible, de seulement 0,1% au premier semestre de 2004, poursuivant l'amélioration déjà observée au quatrième trimestre de 2003. De plus, l'emploi salarié dans le secteur non marchand s'inscrirait encore en baisse, la hausse de l'emploi non aidé ne suffisant

13



pas à compenser la baisse de l'emploi aidé. L'emploi total se replierait de 13 000 personnes au premier semestre de 2004.

Cependant, le taux de chômage finirait par se stabiliser grâce à la baisse conjoncturelle de la population active. En effet, le nouveau dispositif de départ en retraite anticipée pour les salariés ayant eu des carrières longues monterait progressivement en charge au premier semestre de 2004. Ceci retirerait environ 40 000 personnes de la population active, qui seraient partiellement remplacées dans leur emploi par celles qui en avaient un.

## **Un ralentissement de la demande intérieure aux États-Unis pèserait sur la croissance européenne**

Le risque que la demande étrangère montre des signes d'essoufflement, notamment si la demande intérieure aux États-Unis ralentissait, ne peut être écarté. Corrélativement, un ralentissement américain s'accompagnerait probablement aussi d'une baisse du dollar. Les effets négatifs cumulés se transmettraient rapidement au commerce extérieur et à l'activité industrielle de la zone euro et de la France. Toutefois, ce risque pèse plus probablement sur la seconde moitié de l'année. À l'inverse, le cours du baril de brent, qui s'est établi à plus de 30\$ sur la majeure partie du premier trimestre de 2004, pourrait revenir à des niveaux plus faibles que ceux prévus dans cette note, notamment si les incertitudes autour de la production au Venezuela et autour de la baisse des quotas de l'Opep s'estompent et si les États-Unis ralentissent la reconstitution de leurs réserves stratégiques. Cette baisse du prix du pétrole viendrait limiter l'inflation et favoriserait la consommation. Son effet sur l'activité des pays développés serait pour autant assez faible sur l'offre productive à court terme. ■

---

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

---

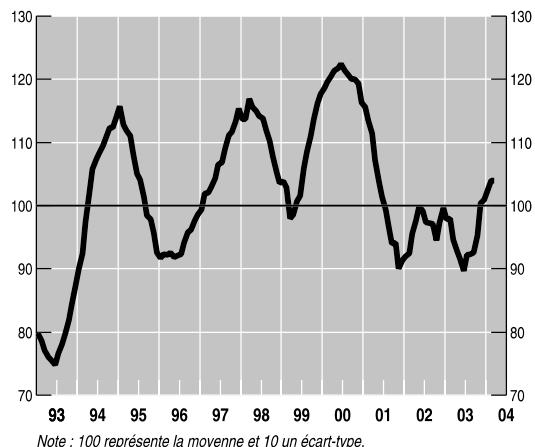
**Au début de 2004, l'indicateur synthétique du climat des affaires continue de croître faiblement, après s'être redressé au cours du second semestre de 2003. En mars 2004, il s'établit légèrement au-dessus de son niveau de long terme.**

**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.

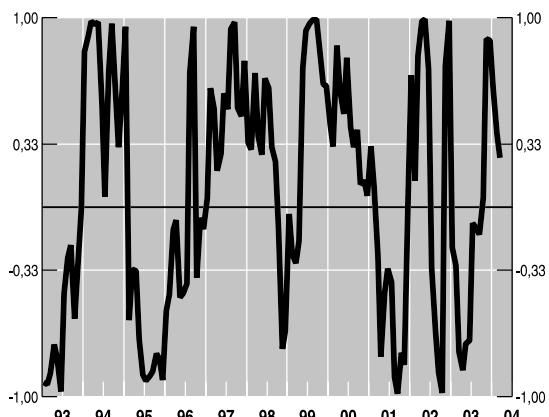
**L'indicateur de retournement s'infléchit depuis le début de l'année. En mars, il repasse en zone neutre, suggérant un moindre dynamisme de la conjoncture industrielle.**

**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 SYNTHÉTIQUE DU CLIMAT DES AFFAIRES  
industrie manufacturière



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. ■