



Fiches

Thématiques

Environnement international de la zone euro

L'environnement international de la zone euro serait moins porteur début 2005. Aux États-Unis, la croissance du PIB s'infléchirait après un pic de près de 4% en rythme annualisé fin 2004. La hausse des créations d'emplois observée fin 2004 serait en effet temporaire. Au Royaume-Uni, après le fort ralentissement observé au troisième trimestre, l'activité s'établirait fin 2004, début 2005, sur des rythmes de croissance annualisés d'environ 2,5%, suite au durcissement des conditions monétaires. Au Japon, après deux trimestres de fort ralentissement, l'activité ne redémarrerait que légèrement fin 2004, début 2005. Pénalisée par un marché du travail dégradé, la croissance resterait nettement moins forte que fin 2003, début 2004 (+1,5% en rythme annualisé).

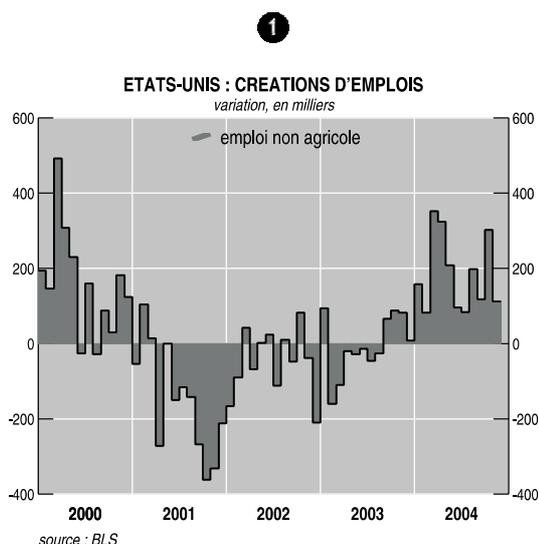
Aux États-Unis, le PIB ralentirait début 2005 avec l'emploi après une croissance proche de 4% en rythme annualisé fin 2004

La consommation serait essentiellement soutenue par la progression des revenus salariaux au cours des trimestres à venir. La politique budgétaire serait en effet neutre : la nouvelle administration Bush maintiendrait les baisses d'impôts accordées aux ménages en 2001 et 2003 et l'effet du stimulus fiscal serait derrière nous. Quant aux conditions monétaires, elles continueraient de se durcir progressivement. La Fed relèverait progressivement le taux des Fed funds.

L'accélération de l'emploi, observée au début du quatrième trimestre avec des créations d'emplois supérieures à 300 000 par mois (cf. graphique 1), favoriserait le revenu et la consommation des ménages fin 2004. Après une croissance en rythme trimestriel de 0,8% en moyenne aux deuxième et troisième trimestres de 2004, la croissance de la consommation serait de 1% au quatrième (cf. tableau 1). Les créations d'emplois ne se maintiendraient néanmoins pas à des rythmes aussi dynamiques début 2005 (cf. encadré). Elles seraient à nouveau proches de 150 000 emplois par mois. Une telle croissance de l'emploi (+0,35% en rythme trimestriel) ne serait pas compatible avec une croissance de la consommation aussi élevée que fin 2004. La croissance de la consommation s'infléchirait et serait de l'ordre de 0,7% par trimestre jusqu'à la mi-2005. Et ce d'autant que la hausse des prix du pétrole grèverait le pouvoir d'achat des ménages. Avec un prix du pétrole à la mi-2005, autour de 40\$ le

brent (cf. fiche « pétrole »), l'impact resterait néanmoins limité. Selon le modèle du FMI⁽¹⁾, une hausse instantanée de 30% du prix du pétrole aurait un effet de +1,2 point sur les prix et de -0,5 point sur la demande interne (et sur le PIB) au bout d'un an. La hausse de 30\$ à 40\$ de début 2004 à la mi-2005 augmenterait ainsi les prix d'environ 0,2 point par trimestre et pèserait sur la consommation à hauteur de 0,1 point par trimestre. Parallèlement, l'investissement des ménages ralentirait progressivement avec le durcissement des conditions monétaires.

Les entreprises modéreraient leur rythme d'investissement fin 2004, début 2005 en raison de moins bonnes perspectives, de conditions monétaires un peu moins favorables et de l'arrivée à échéance fin 2004 de la mesure autorisant un amortissement accéléré des nouveaux investissements. Les perspectives des entreprises sont en effet moins optimistes depuis quelques mois : l'indice ISM de confiance des industriels a significativement baissé depuis le mois de juillet. De plus, avec l'orientation moins favorable de la politique monétaire, les conditions monétaires, encore très accommodantes aujourd'hui, se durciraient progressivement. Enfin l'arrivée à échéance de la mesure d'allégement fiscal relative à l'amortissement de l'investissement des entreprises a incité ces dernières à avancer leurs projets. Quant à la contribution des stocks à la crois-



(1) Cf. "The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy", Document de travail du FMI, Décembre 2000.

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

(en %)

	Variations trimestrielles								Variations annuelles		
	2003		2004				2005		2003	2004	2005 acquis
	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^{er} T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
ÉTATS-UNIS (37,2%)⁽¹⁾											
PIB	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,9	0,7	0,6	3,0	4,4	2,5
Consommation	1,2	0,9	1,0	0,4	1,2	1,0	0,7	0,7	3,3	3,7	2,7
Investissement privé ⁽²⁾	4,3	2,6	1,2	3,5	2,3	2,2	1,5	0,9	5,1	10,6	5,9
<i>Investissement privé hors logement</i>	3,7	2,6	1,0	3,0	3,1	2,5	2,0	1,0	3,3	10,3	6,9
<i>Investissement logement</i>	5,2	2,3	1,2	3,9	0,4	1,5	0,4	0,7	8,8	9,9	3,2
Dépenses gouvernementales ⁽³⁾	0,0	0,4	0,6	0,6	0,3	0,5	0,1	0,1	2,8	2,1	0,9
Exportations	2,7	4,1	1,8	1,8	1,6	2,5	2,5	1,0	1,9	9,1	6,4
Importations	0,7	4,0	2,6	3,0	1,5	3,0	2,0	1,0	4,4	10,2	6,6
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,5	1,1	1,0	0,9	1,3	1,1	0,7	0,7	3,5	4,5	2,9
Variations de stocks	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1
Commerce extérieur	0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,3
ROYAUME-UNI (5,6%)⁽¹⁾											
PIB	0,9	1,0	0,7	0,9	0,4	0,7	0,6	0,6	2,2	3,2	2,0
Consommation	0,8	0,6	1,2	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	2,3	3,0	3,3
Investissement total	1,1	1,9	1,6	2,4	-0,1	1,0	0,8	0,8	2,2	5,9	2,0
<i>Investissement des entreprises</i>	0,2	2,0	0,9	2,6	0,1	0,8	0,5	0,5	-0,9	5,3	2,0
<i>Investissement des ménages ⁽⁴⁾</i>	0,6	2,5	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	6,4	2,0
<i>Investissement public ⁽⁴⁾</i>	9,0	-0,3	-2,3	8,1	-1,5	4,0	4,0	4,0	24,4	8,0	11,3
Consommation publique ⁽⁵⁾	1,4	1,9	0,8	0,4	1,3	0,5	0,5	0,5	3,4	4,2	2,0
Exportations	0,2	1,6	-1,0	1,5	1,9	2,0	1,0	1,0	0,1	2,7	4,6
Importations	1,4	3,1	0,3	1,1	1,6	1,0	0,9	0,8	1,3	4,3	3,3
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks ⁽⁴⁾</i>	1,0	1,2	1,2	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6	2,6	4,0	2,2
Variations de stocks	0,3	0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3
Commerce extérieur	-0,4	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,7	0,2
JAPON (14,8%)⁽¹⁾											
PIB	0,6	0,9	1,7	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	2,2	3,0	0,9
Consommation	0,3	0,6	0,9	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	1,9	1,0
Investissement total (6)	-0,3	2,0	0,5	-1,1	0,4	0,6	0,5	0,5	2,9	2,0	1,3
Consommation publique	0,9	0,1	1,2	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	2,6	1,4
Exportations	3,3	5,3	4,6	3,4	0,6	2,5	1,0	1,0	9,8	14,6	4,8
Importations	2,1	2,7	3,3	1,7	1,8	2,0	1,5	1,5	4,8	9,1	5,5
Contributions :											
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,2	0,9	0,8	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	1,2	2,0	1,1
Variations de stocks	0,2	-0,3	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	-0,3
Commerce extérieur	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,7	1,0	0,1

Prévision

(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.

(6) Investissement des entreprises, des ménages et investissement public

Sources : BEA, ONS, Economic and Social Research Institute, Insee

sance, elle serait nulle au cours des trimestres à venir. Les stocks sont en effet toujours à des niveaux très faibles au regard des livraisons de l'industrie, si bien que les entreprises maintiendraient un rythme de stockage positif proche de celui du troisième trimestre de 2004.

Les exportations américaines seraient dynamiques fin 2004, début 2005 en raison d'une légère accélération du commerce mondial fin 2004 et de la récente dépréciation du dollar (de 9%, 7%, et 5% par rapport à respectivement l'euro, la livre et le yen). Les statistiques douanières se sont en effet retournées à partir du mois de septembre et les perspectives à l'exportation de l'indice ISM sont mieux

orientées depuis le mois d'octobre. Quant aux importations, elles seraient dynamiques jusqu'en fin d'année, et ralentiraient ensuite avec le PIB.

Au total, la croissance du PIB serait encore forte au quatrième trimestre de 2004 (+0,9%), puis elle s'infléchirait aux premier et deuxième trimestres de 2005 à +0,7% et +0,6%. Trois aléas pèsent sur ce scénario, un négatif pour la croissance aux États-Unis et deux positifs. Premier aléa, le prix du pétrole pourrait s'établir durablement au-dessus de 50\$ le baril de Brent, étant données la situation tendue sur le marché pétrolier et les nombreuses incertitudes géopolitiques. Il serait ainsi environ 20% plus élevé que dans notre scénario central de retour à 40\$ et le PIB perdrait 0,2 point au bout d'un an, soit

TABLEAU 2 : COMPTES DES MÉNAGES

(en %)

	Moyennes annuelles		
	2002	2003	2004 (acquis) (*)
États-Unis			
Emploi salarié non agricole	-1,1	-0,3	1,0
Salaire moyen par tête	2,7	3,3	3,9
Revenu disponible brut nominal	4,1	4,6	4,2
Déflateur de la consommation privée	1,4	1,9	2,1
Taux d'épargne en niveau	1,8	2,0	1,4
Royaume-Uni			
Emploi salarié	0,3	0,2	0,3
Salaire moyen par tête	3,6	3,4	4,1
Revenu disponible brut nominal	3,0	4,1	4,4
Déflateur de la consommation privée	1,5	1,8	1,2
Taux d'épargne	5,3	5,5	6,2
Japon			
Emploi total	-1,2	-0,2	0,3
Salaire moyen par tête	-2,8	-0,3	-1,7
Revenu disponible brut nominal des ménages salariés	-2,3	-2,5	2,2
Déflateur de la consommation privée	-1,3	-1,4	-1,5
Taux d'épargne	6,1	5,9	-

(*) Pour les États-Unis, en novembre pour l'emploi, en octobre pour les autres.

Pour le Royaume-Uni, à la fin du deuxième trimestre pour le revenu, l'épargne et l'emploi, du troisième trimestre pour les autres.

Pour le Japon, en octobre pour le revenu, à la fin du troisième trimestre pour les autres.

Source : BEA, BLS, Central Statistical Office, Department of Employment, ONS, Direction de la prévision, Economic and Social Research Institute, Ministry of Public Management, Ministry of Labour

0,05 point par trimestre, selon le modèle du FMI. Inversement, les créations d'emplois pourraient se maintenir à 300 000 emplois par mois début 2005. Elles seraient alors deux fois plus élevées que dans notre scénario central et le PIB gagnerait 0,4 point au bout d'un an, soit environ 0,1 point par trimestre, selon notre modèle expliquant la consommation à partir du revenu des ménages, du taux d'intérêt de court terme, des prix de la consommation et du taux de chômage. Dernier aléa, le dollar pourrait continuer à se déprécier par rapport à l'ensemble des monnaies de ses partenaires. Après une période de relative stabilité depuis début 2004, il a perdu plus de 5% depuis le mois de septembre en nominal. Une dépréciation supplémentaire de 10% en réel augmenterait le PIB de 0,4 point au bout d'un an, soit environ 0,1 point par trimestre, selon le modèle de la Fed⁽²⁾.

Au Royaume-Uni, les effets du resserrement monétaire opéré par la Banque d'Angleterre commenceraient à se faire ressentir : la croissance du PIB ralentirait avec celle de la consommation au cours des prochains trimestres.

Après s'être renforcée à la mi-2004, la croissance du PIB a fortement diminué au troisième trimestre, passant de +0,9% à +0,4%. Ce heurt, bien que tem-

poraire, signalerait le début d'un ralentissement de l'activité au Royaume-Uni, qui s'opèrerait sous l'effet conjoint d'un ralentissement de la consommation des ménages ainsi que de l'investissement des entreprises et qui se reflèterait dans le fléchissement de l'activité industrielle. À l'origine du ralentissement serait le durcissement de la politique monétaire. Celui-ci ramènerait progressivement la croissance britannique à des rythmes proches de son potentiel, de l'ordre de 0,6% par trimestre début 2005.

Principal moteur de croissance, la consommation des ménages serait moins dynamique dans les trimestres à venir. Depuis novembre 2003, la Banque d'Angleterre a relevé ses taux de plus de 100 points de base : cette hausse du taux directeur affecterait doublement la consommation. D'une part, elle accentuerait le poids de la dette des ménages (qui s'endettent majoritairement à taux variables) et contribuerait au ralentissement du crédit, devenu plus coûteux. D'autre part, elle freinerait la croissance des prix de l'immobilier résidentiel et limiterait le mécanisme de refinancement hypothécaire. Aujourd'hui, tous les indicateurs convergent pour annoncer un retournement du marché immobilier. Les prix immobiliers ont de fait enregistré en octobre leur première baisse mensuelle depuis 2001 (-0,4% selon l'indice Nationwide). Cette diminution ne signifierait pas toutefois le début d'un effondrement du marché, comme cela s'est produit à la fin des années 1980. En effet, l'économie britannique continuerait de croître à des rythmes dynamiques et le marché du travail resterait tendu : le taux de chômage est actuellement à un niveau historique-

(2) Cf. "Aggregate Disturbances, Monetary Policy, and the Macroeconomy: The FRB/US Perspective", *Federal Reserve Bulletin*, Janvier 1999.

2



ment bas. D'ores et déjà, ces perspectives de tassement de la consommation des ménages semblent se refléter dans le ralentissement des ventes au détail au mois d'octobre. Dans ce contexte, l'investissement des ménages stagnerait au cours des prochains trimestres.

Le ralentissement de la demande des ménages, le renchérissement des coûts énergétiques et le durcissement des conditions financières pèseraient sur l'investissement des entreprises. Celui-ci, après plusieurs trimestres de forte progression, a beaucoup ralenti au troisième trimestre de 2004 : son taux de croissance est passé de +2,6% à +0,1%. La production manufacturière a de son côté chuté de -1% par rapport au deuxième trimestre. Dans un contexte d'anticipations de ralentissement progressif de la demande domestique, la baisse de l'activité industrielle observée au troisième trimestre contribuerait ainsi à freiner la croissance de l'investissement. De plus, selon l'enquête CBI du mois de novembre, les perspectives des industriels concernant la production sont mauvaises pour la fin de l'année. Enfin, la hausse des prix du pétrole aurait accru les coûts de production et affecterait la confiance des industriels. Le maintien des cours du baril de Brent à des niveaux élevés pourrait en outre avoir un impact sur l'économie britannique d'autant plus négatif que le pays serait en train de redevenir importateur net de pétrole.

Le commerce extérieur accélérerait en fin d'année, avant de s'essouffler à partir de l'année prochaine. Les exportations britanniques seraient en effet tirées par une forte croissance des importations américaines fin 2004 et par la dépréciation de la livre sterling par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux du pays (cf. graphique 2). Elles reviendraient ensuite à des rythmes de croissance trimestriels plus faibles, de l'ordre de 1%, en raison d'un environnement extérieur moins porteur : les importations de la zone euro et celles des États-Unis seraient moins dynamiques qu'en fin d'année 2004. Quant aux importations britanniques, elles ralentiraient au cours des

prochains trimestres suite à une croissance de la demande intérieure qui serait plus faible qu'en début d'année.

Le taux de croissance du PIB britannique aurait ainsi un léger profil en cloche : après avoir fortement baissé au troisième trimestre, il augmenterait au quatrième trimestre à 0,7%, avant de revenir à des taux de croissance de l'ordre de 0,6% jusqu'à la mi-2005.

Au Japon, l'activité redémarrerait progressivement sans pour autant retrouver le dynamisme de fin 2003, début 2004, en raison de la dégradation enregistrée sur le marché du travail

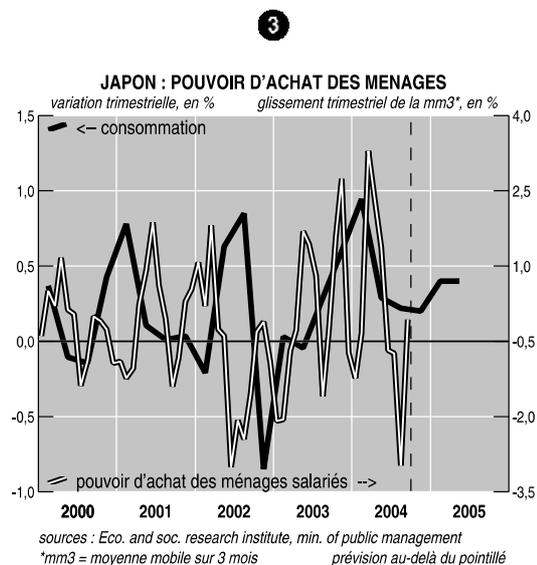
Le PIB a fortement ralenti aux deuxième et troisième trimestres de 2004, passant d'une croissance de +1,7% au premier trimestre à +0,1% au troisième trimestre de 2004. Les ralentissements de l'investissement des entreprises et des exportations ont contribué à ce fléchissement. Pour les trimestres à venir, l'activité économique accélérerait progressivement au Japon, soutenue par des échanges extérieurs temporairement mieux orientés fin 2004 ; ainsi la croissance augmenterait légèrement au quatrième trimestre à 0,3% avant de retrouver début 2005 des rythmes de croissance de l'ordre de +0,4% par trimestre.

La dégradation des conditions sur le marché du travail pénaliserait la consommation des ménages fin 2004, début 2005. L'emploi n'a pas progressé au troisième trimestre de 2004. De plus, les entreprises japonaises poursuivent leur politique de compression des coûts salariaux en faisant pression sur le taux de salaire. Ainsi, le salaire moyen des employés bénéficiant d'un contrat de travail à temps plein a reculé de -0,2% au troisième trimestre de 2004. Au total, le pouvoir d'achat des ménages salariés a baissé de -0,1% au troisième trimestre de 2004 (cf. graphique 3). Enfin le développement du travail intérimaire et à temps partiel pourrait, de par sa précarité, affecter la consommation des ménages. Ainsi, dans un contexte de faiblesse des salaires et de marché du travail dégradé, la croissance de la consommation des ménages resterait modérée jusqu'à la mi-2005.

En ce qui concerne les exportations japonaises, elles seraient temporairement soutenues par les importations américaines en fin d'année. La croissance des exportations est passée de +3,4% au deuxième trimestre à +0,6% au troisième trimestre, notamment sous l'effet d'un infléchissement des importations américaines. L'accélération attendue des importations américaines fin 2004 stimulerait provisoirement les exportations japonaises. Ainsi celles-ci progresseraient de +2,5% au quatrième trimestre de 2004. Toutefois le ralentissement de l'activité mondiale attendu pour le premier semestre de 2005 et

l'appréciation du yen par rapport au dollar pénaliseraient les exportations japonaises. Celles-ci ralentiraient donc à nouveau début 2005.

Suite au niveau élevé atteint récemment par le taux d'utilisation des capacités de production au Japon, la croissance de l'investissement des entreprises augmenterait légèrement au cours des prochains trimestres. Celle-ci a connu un creux lors du troisième trimestre de 2004 en raison de conditions climatiques particulièrement défavorables et d'une demande extérieure en ralentissement. Cependant, d'après l'enquête Tankan du troisième trimestre, les entreprises japonaises prévoient d'augmenter leurs dépenses d'investissement de +3,5% (contre +1,5% prévu en juin) pour l'année fiscale 2004 (qui s'achève en mars 2005). En outre, la progression des profits des entreprises japonaises (+6,7% pour le troisième trimestre de 2004 après +10,7% pour le trimestre précédent) et le maintien d'une politique monétaire accommodante favoriseraient un redémarrage de l'investissement des entreprises. ■



ENCADRÉ : ÉTATS-UNIS : APRÈS UNE ACCÉLÉRATION OBSERVÉE À PARTIR DU MOIS D'OCTOBRE, L'EMPLOI RALENTIRAIT DÉBUT 2005

L'emploi a nettement accéléré aux États-Unis à partir du mois d'octobre 2004 avec des créations supérieures à 300 000 emplois par mois (+0,7% en croissance trimestrielle). La hausse des créations d'emplois serait néanmoins temporaire, car liée aux efforts de reconstruction suite à une série exceptionnelle d'ouragans à la fin de l'été. Ainsi, l'emploi ralentirait début 2005 pour revenir sur des rythmes de l'ordre de 150 000 emplois par mois (+0,35% en croissance trimestrielle). La croissance de l'emploi serait à nouveau en ligne avec ses déterminants économiques habituels après avoir été moins forte que ce qu'ils suggéraient de début 2001 à début 2004. Notre diagnostic est fondé sur le modèle économique habituel de demande de travail des entreprises explicité dans cet encadré.

Selon la théorie économique, la demande de travail des entreprises dépend de la production et du coût réel du travail

La demande de travail des entreprises est estimée sur le secteur privé aux États-Unis. Elle dépend du PIB et du coût du travail et elle est exprimée en nombre d'heures. L'emploi est déterminé ensuite par le nombre d'heures demandées, le PIB et une tendance qui résulte de la baisse tendancielle du nombre d'heures travaillées par emploi. Les deux équations correspondantes ont été estimées par moindres carrés ordinaires à partir de données trimestrielles sur la période 1960-2002 pour la première et 1980-2002 pour la seconde. La part de la variance expliquée est 71% pour la première et 91% pour la seconde. Tous les coefficients sont significativement différents de 0 avec un seuil de 5%.

$$DLH = 0,04 + 0,23 * DLH(-1) + 0,10 * DLH(-3) + 0,54 * DLY + 0,13 * DLY(-1) - 0,45 * DLW + 0,14 * DLW(-1) - 0,05 * (LH - LY + LW)(-1)$$

$$DLE = -0,27 + 0,13 * DLE(-1) + 0,56 * DLH + 0,06 * DLY(-2) - 0,15 * (LE - LH - 0,6% * temps)(-1)$$

Avec les notations suivantes :

DLH = taux de croissance des heures travaillées dans le secteur privé

DLY = taux de croissance du PIB

DLW = taux de croissance du coût réel du travail dans le secteur privé

DLE = taux de croissance de l'emploi dans le secteur privé

LH = logarithme des heures travaillées dans le secteur privé

LY = logarithme du PIB

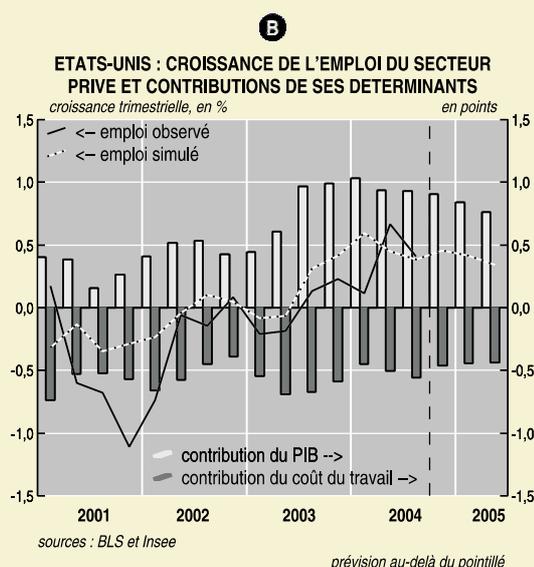
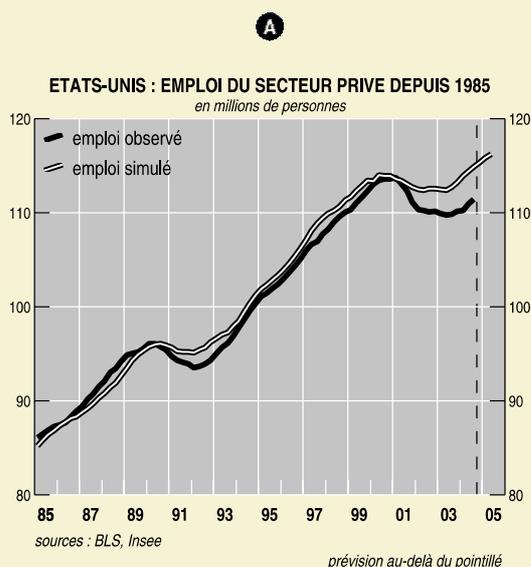
LW = logarithme du coût réel du travail dans le secteur privé

LE = logarithme de l'emploi dans le secteur privé

Comme en 1991, l'emploi est moins élevé depuis 2001 que le suggèrent ses déterminants

L'emploi observé dans le secteur privé est nettement inférieur à l'emploi estimé à partir de ses déterminants (cf. graphique A). La productivité du travail a en effet fortement accéléré depuis 2001 puisqu'elle a crû à des rythmes annuels moyens de 3,5%, nettement supérieurs à ceux des années 80 et 90 (de l'ordre de 2,0%). La forte croissance de la productivité du travail a ainsi permis de produire plus sans augmenter l'emploi. Comme en 1991, la reprise a été qualifiée de « sans emplois ».

ENCADRÉ : ÉTATS-UNIS : APRÈS UNE ACCÉLÉRATION OBSERVÉE À PARTIR DU MOIS D'OCTOBRE, L'EMPLOI RALENTIRAIT DÉBUT 2005



Dans notre scénario central, l'emploi n'atteindrait le niveau calculé à partir de ses déterminants que très lentement comme en 1991.

Suite à la reprise de 1991, l'emploi a en effet lentement rejoint le niveau calculé à partir de ses déterminants. De même, il croîtrait aujourd'hui à des rythmes proches de ceux suggérés par ses déterminants. En prévision, la croissance du PIB retenue est celle de notre scénario central (cf. tableau 1) et celle du coût réel du travail sa moyenne depuis 2001, soit +0,4% par trimestre.

La croissance de l'emploi serait alors de l'ordre de 0,35% par trimestre, soit environ +150 000 emplois par mois, jusqu'au deuxième trimestre de 2005 (cf. graphique B). Elle connaîtrait néanmoins une augmentation temporaire fin 2004, déjà en partie observée, liée aux efforts de reconstruction suite aux ouragans. En octobre, les créations d'emplois dans le secteur de la construction (environ +70 000 après +10 000 en septembre) et dans les zones touchées par les ouragans ont d'ailleurs été très vives. La productivité du travail ralentirait ainsi fin 2004 début 2005 et croîtrait à nouveau à des rythmes d'environ 2,0%. ■

Conjoncture dans la zone euro

La reprise amorcée en zone euro mi-2003 a marqué une pause au troisième trimestre de 2004. Le PIB de la zone n'a en effet progressé que de +0,3 %, après +0,7 % et +0,5 % aux premier et deuxième trimestres. Dans un environnement international moins porteur, le dynamisme des exportations s'est brutalement estompé, pénalisant la croissance. Pourtant, du point de vue de la demande intérieure, la bonne orientation de la demande des entreprises a atténué l'effet négatif sur l'activité de la faiblesse de la consommation des ménages.

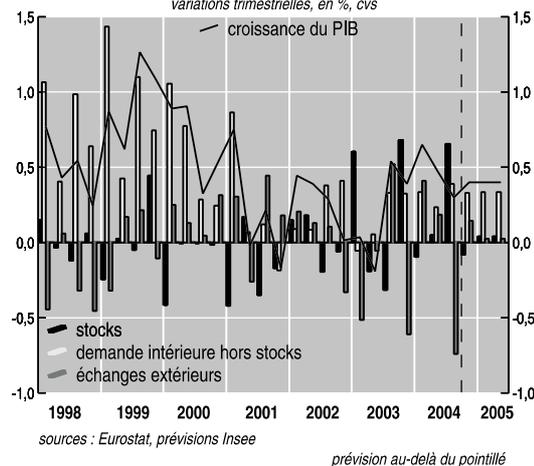
Au cours des trimestres suivants, l'activité accélérerait légèrement pour atteindre un rythme proche de son potentiel (+0,4 % par trimestre). Malgré l'appréciation de l'euro, les échanges extérieurs ne pénaliseraient plus la croissance. L'investissement progresserait lentement mais l'amélioration de l'emploi se ferait attendre, ce qui fragiliserait les bases internes de la croissance européenne début 2005.

En raison du tassement brusque des échanges mondiaux, la croissance du PIB a marqué une pause au troisième trimestre

Après plusieurs trimestres d'activité soutenue, la croissance européenne a fléchi pendant l'été pour atteindre +0,3% au troisième trimestre. Le ralentissement des échanges extérieurs a fortement freiné l'activité industrielle de l'ensemble des pays de la zone, ce qui est reflété par la faible progression de l'indice de production industrielle au troisième trimestre (+0,2 % après +1,0% au trimestre précédent). Le moindre dynamisme des économies partenaires de la zone, notamment des États-Unis, a pénalisé les exportations extra-zone. Ainsi, les échanges extérieurs qui constituaient jusque là un moteur de la reprise, en enregistrant un coup d'arrêt brutal, ont pénalisé très fortement la croissance (cf. graphique 1).

Au troisième trimestre, la consommation privée a progressé faiblement (+0,2 %). La modération salariale et l'absence de création d'emplois ont continué de peser sur le revenu et sur la confiance des ménages. Leurs dépenses ont été atones dans la majorité des pays. En France, la consommation, jusque là soutien principal de la croissance, a marqué le pas. En Allemagne, les baisses d'impôts décidées en dé-

1
CROISSANCE DU PIB ET
CONTRIBUTIONS DES POSTES DE LA DEMANDE
variations trimestrielles, en %, cvs



cembre 2003, mais sans doute en partie épargnées pour la retraite, n'ont pas permis de faire redémarrer la consommation.

Par contre, la demande des entreprises a été forte. En réponse à la hausse passée de la demande qui leur était adressée depuis la mi-2003, les entrepreneurs ont investi. La hausse des taux d'utilisation des capacités de production et le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas ont favorisé l'accélération de l'investissement. En outre, au troisième trimestre, le ralentissement brutal de la demande extérieure n'a pas été anticipé et a eu pour effet immédiat un gonflement des stocks. Ceux-ci ont en effet contribué à hauteur de 0,7 point à la croissance du PIB au troisième trimestre.

Les importations ont fortement progressé au troisième trimestre, en particulier les importations extra-zone. Ce dynamisme est observé dans la quasi-totalité des pays.

Les différences notables apparues entre les grands pays de la zone au premier semestre de 2004 se sont estompées au troisième trimestre (cf. encadré 1). En France et en Allemagne, les moteurs de la croissance se sont essouffés et le PIB a quasiment stagné. Les exportations jusque là dynamiques ont fortement reculé en Allemagne et la demande intérieure a stagné en France (cf. graphique 2).

PIB DE LA ZONE EURO ET DES PRINCIPAUX PAYS DE LA ZONE EURO

(en %)

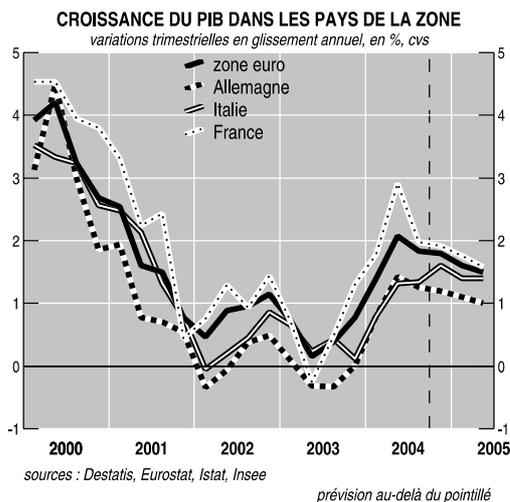
	Évolutions trimestrielles										Moyennes annuelles			
	2003				2004				2005		2002	2003	2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.				
ALLEMAGNE (29,4%)⁽¹⁾														
PIB	-0,4	-0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,1	-0,1	1,2	0,9
Consommation des ménages	0,1	-0,1	-0,3	-0,6	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,7	0,0	-0,7	0,6
FBCF totale	-0,7	-0,5	-0,3	1,3	-2,9	-0,4	1,3	0,2	0,2	0,2	-6,3	-2,2	-1,7	1,0
Consommation publique	-1,3	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,6	0,1	0,1	0,1	1,9	0,1	0,3	0,6
Exportations	-0,7	-2,7	3,6	0,6	4,1	3,4	-1,1	2,0	1,5	1,5	4,1	1,8	8,3	4,4
Importations	1,9	-2,6	1,1	2,7	1,0	2,2	4,3	1,9	1,5	1,5	-1,6	3,9	7,4	6,8
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	-1,4	-0,4	-0,7	-0,7
<i>Variations de stocks</i>	0,8	0,0	-0,5	1,1	-0,2	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,9	1,2	-0,8
<i>Commerce extérieur</i>	-0,9	-0,2	1,0	-0,7	1,2	0,6	-1,9	0,1	0,1	0,1	1,9	-0,6	0,7	0,6
FRANCE (21,3%)⁽¹⁾														
PIB	0,2	-0,5	1,0	0,6	0,7	0,6	0,1	0,6	0,5	0,4	1,1	0,6	2,1	1,4
Consommation des ménages	0,7	-0,3	0,9	0,4	1,0	0,5	-0,1	0,6	0,4	0,4	1,8	1,7	2,1	1,2
FBCF totale	0,0	0,2	1,0	1,5	0,1	1,3	-0,5	0,9	0,9	0,7	-1,8	0,2	2,7	2,2
Consommation publique	0,3	0,2	0,9	0,8	0,4	0,9	0,3	0,7	0,4	0,5	4,6	2,5	2,5	1,7
Exportations	-2,2	-1,3	0,8	1,5	0,5	0,9	0,8	1,2	1,0	0,9	1,7	-2,6	3,2	3,3
Importations	-0,3	-0,5	-0,2	3,0	1,1	3,9	2,5	0,8	1,0	1,1	3,3	0,2	7,7	4,7
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,4	-0,1	0,9	0,7	0,6	0,7	-0,1	0,7	0,5	0,5	1,7	1,6	2,3	1,5
<i>Variations de stocks</i>	0,3	-0,2	-0,2	0,3	0,2	0,7	0,7	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	1,1	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	-0,6	-0,2	0,3	-0,4	-0,2	-0,8	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-1,2	-0,4
ITALIE (17,9%)⁽¹⁾														
PIB	-0,2	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,3	1,1
Consommation des ménages	-0,2	0,4	0,6	-0,3	1,1	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	1,2	1,1	0,7
FBCF totale	-5,6	-0,5	-0,5	-0,4	2,6	1,4	0,3	0,6	0,6	0,6	1,3	-2,1	3,3	2,0
Consommation publique	0,7	0,4	0,6	0,7	-0,6	0,7	0,2	0,2	0,1	0,1	1,9	2,2	1,0	0,6
Exportations	-6,3	0,2	6,8	-3,8	-1,1	4,7	2,2	0,8	0,6	0,6	-3,4	-3,9	4,2	3,9
Importations	-5,2	1,1	2,4	-1,6	0,4	2,7	1,6	0,9	0,6	0,6	-0,2	-0,6	3,8	3,2
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-1,2	0,2	0,3	-0,1	1,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,9	0,7	1,6	1,0
<i>Variations de stocks</i>	1,3	-0,1	-1,1	0,8	-0,2	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,6	-0,4	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	-0,2	1,2	-0,6	-0,4	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,1	0,2
ESPAGNE (10,2%)⁽¹⁾														
PIB	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,4	2,5	2,6	1,9
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,5	1,0	1,0	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	2,9	2,9	3,3	2,0
FBCF totale	0,0	-0,4	1,1	1,9	0,2	0,9	2,8	0,6	0,6	0,6	4,5	3,9	4,2	2,8
Consommation publique	1,1	0,7	1,0	1,4	1,1	0,7	1,1	0,8	0,8	0,8	4,5	3,9	4,2	2,8
Exportations	-4,5	5,4	2,8	-1,9	-0,8	3,4	3,5	2,0	2,0	2,0	1,3	2,6	5,4	7,7
Importations	-2,7	2,3	3,8	0,4	1,1	2,5	5,3	2,0	2,0	2,0	3,0	4,8	9,2	8,4
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,5	0,5	0,8	1,3	0,8	0,9	1,2	0,7	0,7	0,7	2,9	3,2	3,8	2,5
<i>Variations de stocks</i>	0,8	-0,8	0,3	0,2	0,5	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	0,8	-0,4	-0,7	-0,6	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,8	-1,5	-0,6
ZONE EURO (27,8%)⁽²⁾														
PIB	0,0	-0,2	0,5	0,4	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	0,5	1,8	1,3
Consommation des ménages	0,2	0,0	0,3	0,0	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,0	1,1	1,0
FBCF totale	-0,8	-0,2	0,3	1,0	-0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	-2,7	-0,5	1,2	1,3
Consommation publique	-0,1	0,4	0,6	0,5	0,1	0,4	0,8	0,4	0,3	0,3	3,1	1,6	1,8	1,4
Exportations	-1,7	-0,8	2,6	0,3	1,5	3,1	1,2	1,6	1,1	1,1	1,9	0,2	6,2	4,5
Importations	-0,4	-0,7	1,3	2,0	0,5	2,8	3,2	1,3	1,1	1,1	0,5	1,9	6,6	5,2
Contributions :														
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,8	1,2	1,1
<i>Variations de stocks</i>	0,6	-0,2	-0,3	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,6	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	-0,1	0,5	-0,6	0,4	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,6	-0,6	0,0	-0,2

Prévision

(1) Part dans le PIB de la zone euro (2) Part dans le PIB de l'OCDE

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

2



Compte tenu du rebond des exportations, l'activité progresserait à un rythme modéré à partir du quatrième trimestre

Au quatrième trimestre de 2004, les exportations extra-zone accéléreraient temporairement malgré un change défavorable. Elles bénéficieraient d'un commerce mondial revigoré par le dynamisme de la demande américaine. Dans la majorité des pays de la zone, les chefs d'entreprise jugent leurs carnets de commandes bien garnis et anticipent une stabilisation à un haut niveau de la demande étrangère qui leur est adressée (cf. graphique 3). Les entrepreneurs italiens font figure d'exception. Ils s'attendent à une nette dégradation de la demande étrangère. En effet, les produits italiens résisteraient mal à la concurrence accrue des pays émergents dans un contexte de perte de compétitivité due à la hausse du taux de change effectif.

En début d'année 2005, les exportations extra-zone seraient freinées par le moindre dynamisme attendu de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de la zone (États-Unis notamment). De plus, le taux de change de l'euro par rapport au dollar qui atteint un niveau historiquement haut en novembre (1,32) pénaliserait la compétitivité-prix des produits européens. Après estimation (cf. dossier modèle zone euro, Note de décembre 2003), la croissance des exportations extra-zone en biens serait réduite d'environ 0,5 point par trimestre en 2005.

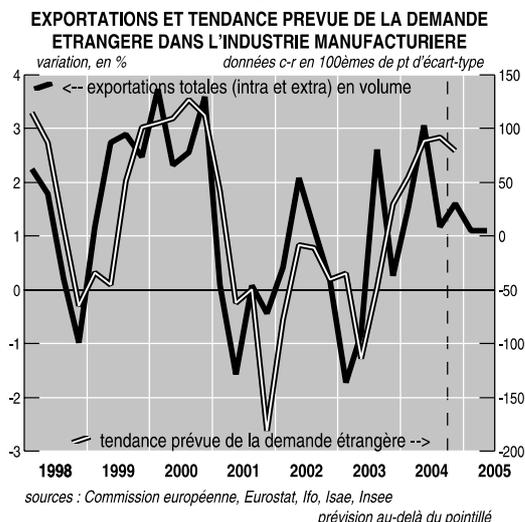
Les exportations intra-zone se maintiendraient au cours des trois prochains trimestres en lien avec la stabilisation de la demande intérieure. Ainsi, après le choc enregistré sur la demande extérieure au troisième trimestre, les exportations totales progresseraient de +1,6% au quatrième trimestre de 2004 puis ralentiraient pour atteindre +1,1% aux premier et deuxième trimestres de 2005.

Les importations ralentiraient à partir du quatrième trimestre de 2004 mais resteraient fortes en lien avec des exportations vigoureuses et une demande intérieure stable.

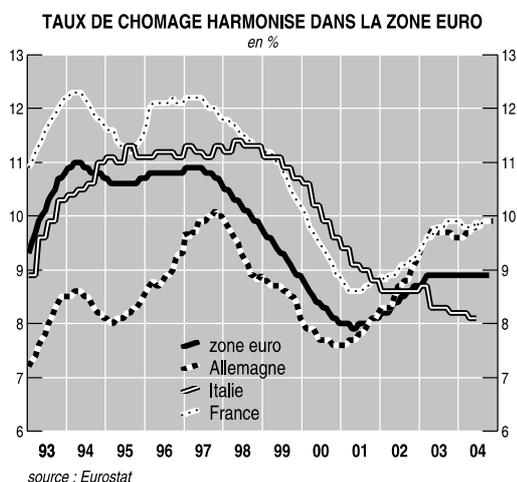
La consommation se reprendrait, mais resterait limitée par la très faible reprise de l'emploi

La consommation des ménages croîtrait modérément jusqu'à la mi-2005. Elle progresserait de +0,3% au cours des trois prochains trimestres. Les fondamentaux demeurent peu favorables à un redémarrage des dépenses des ménages. Le marché du travail reste déprimé en zone euro et ne s'améliorerait que très modestement (cf. tableau prévisions détaillées pour la zone euro). Au cours des prochains trimestres, l'emploi progresserait toujours peu (+0,1% par trimestre). Cette légère progression serait insuffisante pour permettre une amélioration sur le front du chômage qui atteindrait 9,0% début 2005

3



4



PRÉVISIONS DÉTAILLÉES POUR LA ZONE EURO

(en %)

	Variations trimestrielles						Moyennes annuelles	
	2004				2005		2004	2005 acquis
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.		
Volumes								
PIB	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	1,8	1,3
Demande intérieure	0,3	0,3	1,1	0,3	0,4	0,4	1,8	1,5
Consommation des ménages	0,7	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	1,2	1,0
Consommation des APU	0,1	0,5	0,8	0,4	0,3	0,3	1,8	1,4
Investissement	-0,1	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	1,0	1,3
Solde extérieur en B&S (contribution)	0,4	0,2	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2
Exportations de biens	4,1	2,2	-0,4	4,1	1,8	1,7	9,0	6,4
Importations de biens	1,7	1,3	4,0	-0,5	0,1	0,7	6,6	2,6
Prix								
Prix de la valeur ajoutée	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	1,7
Prix de la consommation	0,4	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	1,9	1,5
Prix de l'investissement	0,8	1,1	0,5	0,4	0,4	0,4	2,5	1,5
Prix des exportations en biens	-0,7	1,5	0,1	-0,7	0,4	0,3	-0,5	0,5
Prix des importations en biens	-1,1	3,8	0,6	-1,3	-2,3	-1,1	0,9	-2,8
Salaires	0,8	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	2,2	2,2
Emploi et chômage								
Taux de chômage (points)	8,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	8,9	9,0
Emploi	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Population active	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Coûts unitaires salariaux	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,3	0,5	1,1
Productivité du travail	0,7	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	1,7	1,1
Divers								
Demande mondiale	1,9	2,1	1,5	1,9	1,4	1,5	8,0	5,2
Balance commerciale (points de PIB)	2,7	2,6	1,9	2,7	3,4	3,8	10,0	9,9
Taux d'intérêt à 3 mois (%)	2,06	2,08	2,00	2,00	2,00	2,00	2,0	2,0
Taux d'intérêt à 10 ans (%)	4,15	4,36	4,21	4,21	4,21	4,21	4,2	4,2
Taux d'utilisation des capacités (%)	80,7	80,7	81,6	81,9	81,8	81,7	81,2	81,5
RDB valeur	1,1	1,1	0,8	0,9	0,9	0,8	3,7	2,9
Contribution de l'EBE	0,5	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	1,0
Contribution des salaires	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	1,8	1,9
Autres contributions	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1

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

(cf. graphique 4). De plus, la modération salariale enregistrée depuis le début 2004 serait toujours d'actualité. En Allemagne notamment, de nombreuses entreprises ont signé des accords prévoyant un relèvement des volumes d'heures travaillées sans compensation salariale. De plus, la hausse du prix du pétrole éroderait le pouvoir d'achat des ménages en particulier au quatrième trimestre (cf. fiche « inflation zone euro »). Ainsi, le pouvoir d'achat des revenus des ménages n'augmenterait que modérément après deux années de quasi-stagnation (+0,2 % en 2002 et +0,3 % en 2003). Par ailleurs, la confiance des ménages peine à se redresser dans un contexte de réformes structurelles importantes des systèmes de santé, du marché du travail et de rigueur budgétaire sans doute accrue par les révélations sur le maquillage des comptes de la Grèce. L'une des conséquences est que, dans plusieurs pays de la zone, les réductions d'impôts sur le revenu décidées par les gouvernements sont en partie, voire en totalité, contrebalancées par des relèvements de prélèvements sociaux. Au total, le taux d'épargne resterait donc élevé pour des motifs de précaution, reliés à la situation de l'emploi et aux perspectives de finances publiques.

L'évolution de la consommation des ménages serait contrastée selon les pays. En Espagne, la consommation demeurerait vigoureuse, compte tenu du maintien du chômage à un niveau historiquement bas. En Italie, la consommation privée progresserait modérément malgré la mise en place de mesures de soutien au pouvoir d'achat. Il est en effet probable que les éventuelles baisses d'impôt, comme les autres mesures gouvernementales (gel des prix des services financiers...) aient peu d'impact sur les dépenses privées. En Allemagne, dans un contexte d'augmentation du chômage et d'incertitude persistante sur le financement des retraites, la baisse des impôts n'inciterait pas les ménages à consommer plus cette année. En 2005, la réforme Hartz IV, qui diminuerait le revenu des chômeurs de longue durée, contrebalancerait les effets des nouvelles mesures de baisse d'impôts (cf. encadré 2). Dans ce climat toujours morose, la consommation privée progresserait donc peu.

COMPTES DES MÉNAGES AU SEIN DE LA ZONE EURO

(moyennes annuelles, en %)

	2002	2003	2004
Allemagne			
Emploi total	-1,0	-0,5	0,2
Emploi salarié	-0,7	-1,3	-
Salaire moyen par tête	0,8	0,4	-
Revenu disponible brut nominal	1,4	0,3	1,9
Déflateur de la consommation privée	1,1	1,1	1,5
Taux d'épargne en niveau	10,8	10,7	11,1
France			
Emploi salarié	0,8	-0,1	-0,1
Salaire moyen par tête	2,7	2,2	2,8
Revenu disponible brut nominal	4,3	2,3	3,2
Déflateur de la consommation privée	1,7	1,8	1,6
Taux d'épargne en niveau	16,7	15,8	15,4
Italie			
Emploi salarié	2,5	1,4	-
Emploi total	1,8	1,2	0,7
Salaire moyen par tête	1,8	2,9	-
Revenu disponible brut nominal	3,5	-	-
Déflateur de la consommation privée	3,1	2,5	1,6
Taux d'épargne en niveau	15,8	-	-
Espagne			
Emploi salarié	2,1	2,4	-
Salaire brut moyen par tête	3,9	3,8	-
Revenu disponible brut nominal	7,0	-	-
Déflateur de la consommation privée	3,4	3,1	2,5
Taux d'épargne en niveau	10,6	-	-
Zone euro			
Emploi total	0,5	0,2	0,2
Emploi salarié	0,8	0,2	0,0
Salaire moyen par tête	2,7	2,4	2,2
Revenu disponible brut nominal	2,5	2,3	3,7
Déflateur de la consommation privée	2,3	2,0	1,7
Taux d'épargne en niveau	13,2	12,7	13,1

■ Prévvision Insee

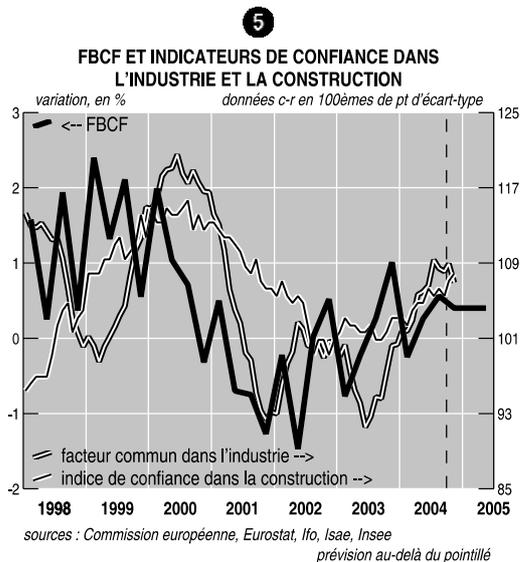
■ Acquis. Chiffres gras : acquis au 2^{ème} trimestre. Chiffres non gras : acquis au 3^{ème} trimestre
Sources : Bundesbank, Destatis, Eurostat, Ine, Insee, Istat

L'investissement des entreprises augmenterait mais serait limité par la faiblesse de la demande interne

Le climat des affaires a cessé de s'améliorer en zone euro depuis le mois d'août. Le moindre optimisme des entrepreneurs est renforcé depuis le début du quatrième trimestre par la faiblesse de la devise américaine qui commence à peser sur la compétitivité de la zone. De plus, les effets retardés de l'appréciation des prix du pétrole auraient un effet négatif sur les coûts de production. En novembre, les industriels allemands et italiens signalent d'ailleurs une dégradation des perspectives d'activité.

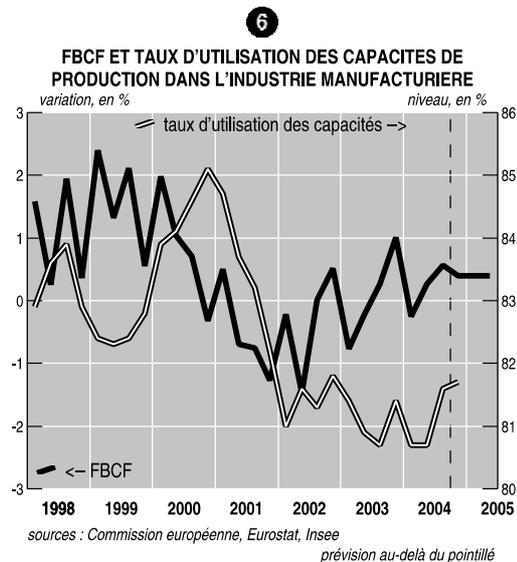
Le fort niveau des stocks atteint au troisième trimestre réduirait la production des entreprises et limiterait les importations. Au quatrième trimestre, les entrepreneurs puiseraient d'abord dans leurs stocks pour satisfaire la demande qui leur est adressée.

Au cours des trimestres suivants, la croissance de l'investissement productif serait bridée par des taux d'utilisation des capacités d'utilisation toujours faibles (cf. graphique 5) et par une demande interne qui peinerait à redémarrer. Pourtant, les conditions financières demeureraient favorables aux projets d'investissement dans l'ensemble des pays, notamment en raison du maintien des taux d'intérêt à un bas niveau et de la stabilité des cours boursiers. Au



total, les chefs d'entreprises adopteraient un comportement d'investissement productif prudent au cours des prochains trimestres.

L'amélioration du climat des affaires dans la construction suggérerait un redressement de l'investissement (cf. graphique 6), sauf en Allemagne où ce



secteur ne se remet pas d'une crise structurelle depuis la réunification. Le faible niveau des taux d'intérêt continuerait de stimuler l'investissement en logement des ménages. Ainsi l'investissement total progresserait modérément de +0,4 % par trimestre jusqu'à la mi-2005. ■

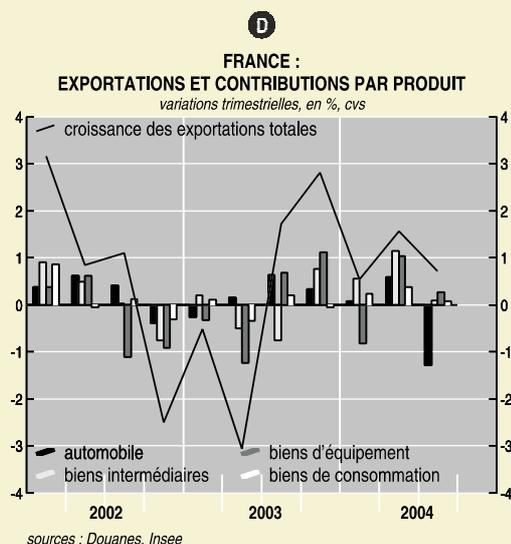
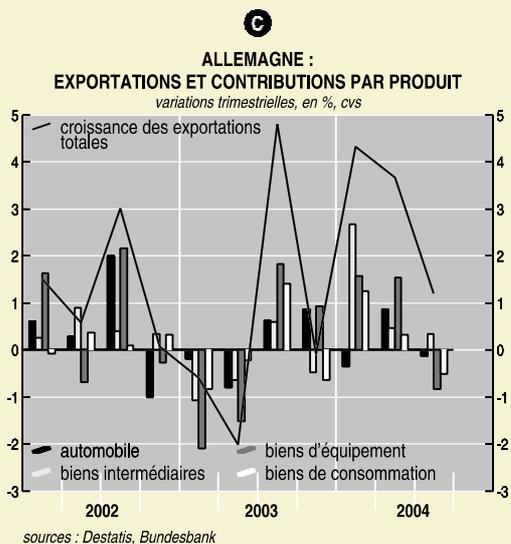
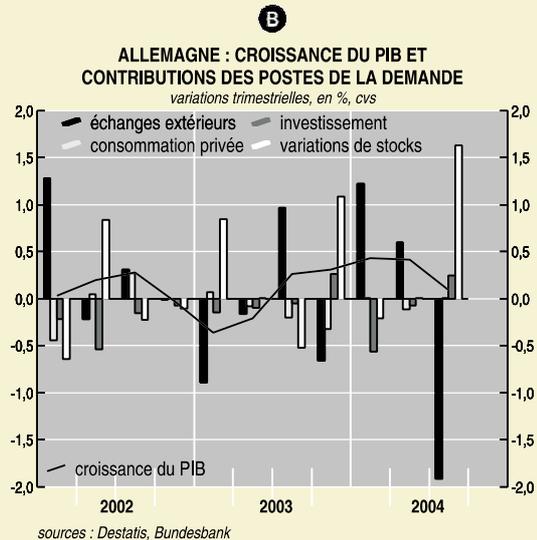
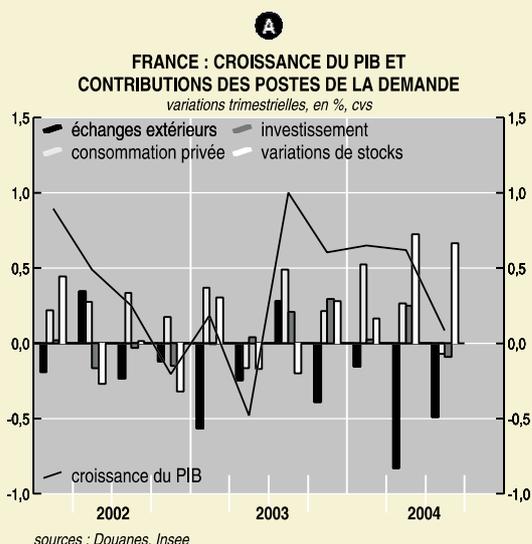
ENCADRÉ 1 : LE DÉCALAGE DES MOTEURS DE LA CROISSANCE EN FRANCE ET EN ALLEMAGNE S'EST RESORBÉ AU TROISIÈME TRIMESTRE

Le regain de croissance enregistré simultanément en France et en Allemagne du second semestre de 2003 au premier semestre de 2004 a reposé sur des moteurs différents : forte demande interne pour la France et dynamisme des échanges extérieurs pour l'Allemagne (cf. graphiques A et B).

Du côté de la demande interne, la consommation des ménages français (+2,8% en glissement annuel au deuxième trimestre de 2004) a bénéficié d'une progression des salaires et d'une amélioration de la confiance. Face à cette demande mieux orientée, les entrepreneurs ont recommencé à investir (+4,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2004). En Allemagne, au contraire, les faibles progressions des dépenses des ménages, dans un contexte de rigueur salariale, ont pénalisé la croissance. La persistance du chômage et les incertitudes sur le financement futur des retraites ont probablement incité les ménages allemands à épargner (cf. tableaux comptes des ménages).

En ce qui concerne les échanges extérieurs, l'Allemagne a enregistré des exportations particulièrement dynamiques, contrairement à la France. Elle a plus profité de la demande de ses partenaires de la zone euro. Les biens de consommation et d'investissement ont particulièrement bénéficié de l'embellie des échanges extérieurs (cf. graphiques C et D). Ainsi, l'Allemagne a probablement su tirer parti de la vigoureuse demande interne de la France (investissement et consommation), alors que la France a été pénalisée par la faiblesse de la demande allemande.

Au troisième trimestre, ces différences se sont estompées et les deux moteurs de la croissance ont marqué une pause. La croissance du PIB a brutalement ralenti en Allemagne, comme en France. Dans les deux pays, les stocks contribuent fortement à la croissance, soulignant que le repli n'avait sans doute été que partiellement anticipé. ■



ENCADRÉ 2 : LA RÉFORME DE L'INDEMNISATION DU CHÔMAGE EN ALLEMAGNE (LOI HARTZ IV) EN 2005

L'accord du 30 juin 2004 entre le gouvernement et l'opposition parachève la réforme Hartz du marché du travail. Pour le 1^{er} janvier 2005, le dernier volet de la réforme prévoit :

- la fusion entre l'allocation temporaire aux chômeurs de longue durée (Arbeitslosenhilfe), et l'aide sociale (Sozialhilfe). La nouvelle allocation attribuée aux chômeurs de longue durée (Arbeitslosengeld II) concernerait 2 millions de personnes qui verraient leur allocation dimi-

nuer progressivement. Un dispositif de complément permettrait de limiter la baisse immédiate du revenu des personnes concernées.

- Par contre, les conditions de ressources de cette nouvelle allocation sont durcies. Elles prennent désormais en compte le patrimoine du bénéficiaire et le revenu de son conjoint. Ce durcissement aurait un impact immédiat sur le revenu de 500 000 personnes qui ne toucheraient plus aucune allocation. ■

Prix à la consommation au sein de la zone euro

Les prix à la consommation dans la zone euro ont accéléré à l'automne, entraînés par la hausse du prix du pétrole. En effet, si l'inflation sous-jacente a été stable et les prix des produits alimentaires en ralentissement, le glissement annuel des prix dans le secteur de l'énergie a nettement progressé. Au sein de la zone euro, les écarts d'inflation se stabilisent, après un creusement au printemps 2004, dans un contexte où les réponses du prix de l'énergie à la hausse des cours pétroliers se sont révélées très différentes d'un pays à l'autre.

Sous l'hypothèse d'un prix du Brent autour de 40 dollars le baril à la mi-2005 et d'un taux de change à 1,30 dollar pour 1 euro, l'inflation se stabiliserait à près de 2,3% en décembre avant de revenir en deçà de 2,0% à la fin du premier semestre de 2005. L'inflation sous-jacente⁽¹⁾ serait stable avant de se replier au premier semestre de 2005 tandis que le glissement annuel des prix de l'énergie refluerait avec le prix du pétrole. En revanche, l'inflation dans le secteur de l'alimentation augmenterait progressivement pour revenir à des niveaux plus habituels.

(1) Mesurée comme l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) hors alimentation, alcools, tabacs et énergie.

L'inflation est repartie à la hausse en zone euro, en lien avec la montée du prix du pétrole. En prévision, elle se stabiliserait avant de se replier au premier semestre de 2005

Après une vive accélération au printemps, l'inflation dans la zone euro s'est repliée dans le courant de l'été, notamment du fait du ralentissement des prix de l'alimentation. Elle est ainsi passée de 2,5% en mai 2004 à 2,1% en septembre. Cependant, ce reflux a rapidement été contrecarré par l'envolée des prix de l'énergie, en lien avec la hausse du prix du pétrole de 42% entre juin et octobre. L'inflation de la zone a culminé à 2,4% en octobre 2004.

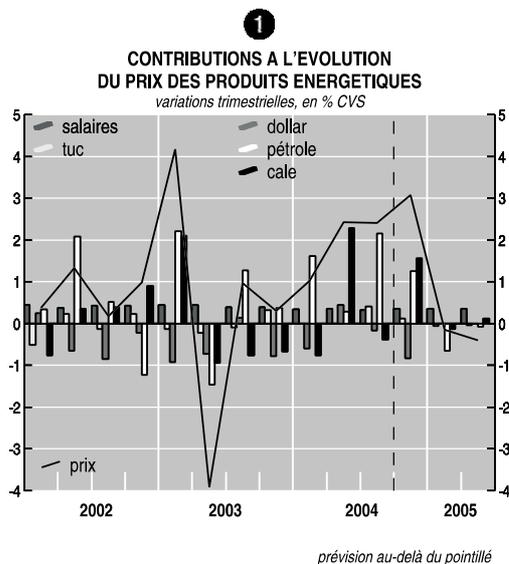
Sous l'hypothèse d'un prix du Brent stabilisé autour de 40 dollars le baril au deuxième trimestre de 2005 et d'un taux de change de 1,30 dollar pour 1 euro sur l'horizon de prévision, l'inflation se stabiliserait à près de 2,3% avant d'entamer un mouvement de repli vers 2,0% à partir du printemps 2005.

L'inflation dans le secteur de l'énergie s'est fortement redressée en octobre, atteignant 9,8%. En effet, si le prix du baril de pétrole a connu une certaine stabilité entre mars et juin après la hausse des mois précédents, il a enregistré ensuite une forte hausse (49,7\$ en octobre contre 35,1\$ en juin). En prévision, les prix de l'énergie ralentiraient nettement, le prix du pétrole refluant (cf. graphique 1). Le glissement annuel des prix de l'énergie se replierait dès novembre 2004 pour atteindre 4,4% en juin 2005.

TABLEAU 1 : INFLATION DE LA ZONE EURO

Secteurs (poids dans l'indice)	(glissement annuel de l'IPCH, en %)				
	décembre 2003	juin 2004	octobre 2004	décembre 2004	juin 2005
Ensemble (100,0%)	2,0	2,4	2,4	2,3	1,8
Alimentation (alcools et tabacs inclus) (19,5%)	3,6	2,7	1,2	1,5	1,7
dont Produits Alimentaires (15,6%)	2,6	1,4	-0,2	0,4	0,8
Boissons alcoolisées et tabac (3,9%)	7,7	8,4	7,1	6,0	4,8
Énergie (8,1%)	1,8	5,9	9,8	9,1	4,4
Inflation sous-jacente (72,3%)	1,6	2,0	1,9	1,8	1,5
dont Produits manufacturés (31,0%)	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4
Services (41,3%)	2,3	2,6	2,6	2,6	2,4

■ Prévision
Source : Eurostat



Les prix de l'alimentation ont ralenti depuis l'été. Les conditions climatiques ont en effet été bien plus favorables que l'an dernier. En outre, aucune hausse du prix du tabac n'est intervenue en France. L'inflation dans le secteur de l'alimentation s'établit donc à 1,2% en octobre 2004, après 2,7% en juin et 3,6% en décembre 2003. Ensuite, les prix des produits alimentaires accéléreraient progressivement pour revenir à des niveaux d'inflation plus traditionnels pour ce secteur. En effet, les prix avaient fortement accéléré en 2003 du fait de gelées tardives et d'un été particulièrement sec. Ces phénomènes exceptionnels ne s'étant pas reproduits en 2004, la hausse des prix dans ce secteur s'est établie en dessous de sa moyenne de longue période sur les trois premiers trimestres de 2004.

Les écarts d'inflation au sein de la zone euro se sont stabilisés mais sont supérieurs à ceux atteints au second semestre de 2003

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 avril comme en octobre 2004. Environ la moitié de ce creusement des écarts d'inflation est imputable au phénomène exceptionnel de la baisse de la fiscalité sur les alcools mise en œuvre en Finlande au mois de mars.

Parallèlement, une source importante du creusement des écarts d'inflation au sein de la zone euro est la réaction très différente d'un pays à l'autre des prix de l'énergie à la hausse passée du prix du pétrole (cf. tableau 2). Ainsi, si le glissement annuel des prix de l'énergie s'établit en octobre 2004 à 9,8% pour la zone euro dans son ensemble, les évolutions nationales s'échelonnent entre 5,8% (Italie) et 22,2% (Luxembourg). Cette plus forte réaction des prix de l'énergie au Luxembourg a également

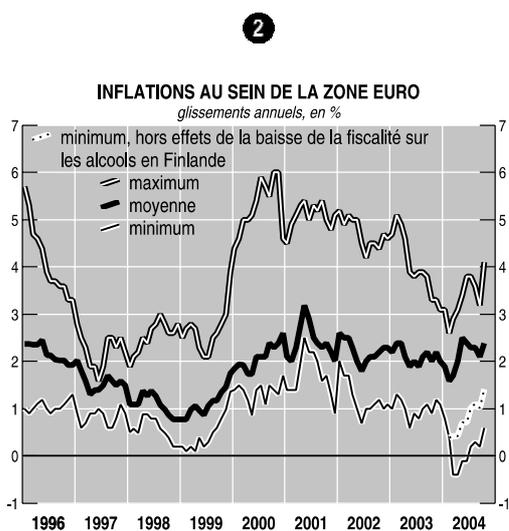


TABLEAU 2 : INFLATIONS AU SEIN DE LA ZONE EURO

(glissement annuel de l'IPCH, en %)

	IPCH		Inflation sous-jacente		Énergie	
	octobre 2003	octobre 2004	octobre 2003	octobre 2004	octobre 2003	octobre 2004
Belgique	1,4	2,7	1,7	1,2	-2,4	16,0
Allemagne	1,1	2,2	0,8	1,5	2,2	9,4
Grèce	3,2	3,3	2,9	3,3	1,4	13,3
Espagne	2,7	3,6	2,7	2,6	-1,8	11,6
France	2,3	2,3	1,9	1,6	-0,4	10,1
Irlande	3,3	2,5	3,3	2,0	1,5	12,5
Italie	2,8	2,1	2,4	2,2	1,1	5,8
Luxembourg	1,8	4,1	2,2	1,5	-7,0	22,2
Pays-Bas	1,9	1,5	1,7	1,5	3,2	8,1
Autriche	1,1	2,3	1,2	1,8	-1,5	12,1
Portugal	2,8	2,4	2,6	2,3	3,7	9,2
Finlande	0,9	0,6	0,7	0,9	0,4	11,7
Zone euro	2,0	2,4	1,7	1,8	0,7	9,8

Source : Eurostat

été observée par le passé⁽²⁾ à l'occasion des autres épisodes de forte variation de prix du pétrole, de même que la moindre réaction en Italie.

Enfin, la tendance à la baisse des écarts d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), à l'œuvre depuis début 2003, s'est brutalement interrompue au printemps 2004 : l'écart maximal a progressé de 1,3 point entre février et juillet 2004, atteignant 3,2%⁽³⁾, avant de revenir en octobre à 2,4%. En effet, l'inflation sous-jacente s'est alors inscrite en baisse en Finlande, pays où elle était déjà la plus faible, ainsi qu'aux Pays-Bas, en Irlande et au Luxembourg, alors qu'elle a progressé en Grèce et en Espagne, pays où elle était déjà supérieure à la moyenne européenne.

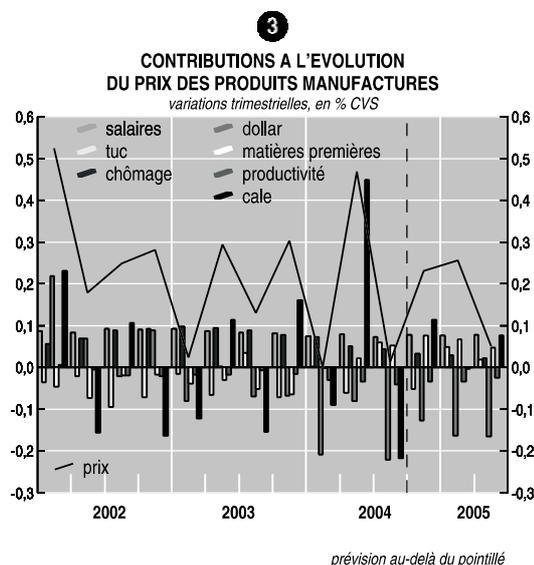
L'inflation sous-jacente resterait stable en deçà de 2% puis se replierait sur le premier semestre de 2005

L'inflation sous-jacente est cependant demeurée assez stable, oscillant entre 1,6% et 1,9% depuis mai 2003. Elle s'établirait à 1,8% en octobre 2004. Cette tendance se poursuivrait jusqu'au début de 2005, du fait d'une progression toujours ralentie des salaires dans les grands pays de la zone. Ensuite, l'inflation sous-jacente s'inscrirait en baisse avec la sortie du glissement de la forte hausse enregistrée aux deux premiers trimestres de 2004 suite à la réforme du système de santé allemand⁽⁴⁾. Elle s'établirait à 1,8% en décembre 2004 et à 1,5% en juin 2005.

La hausse des prix des services, première composante de cet indicateur, est stable depuis le début de l'année 2004, atteignant 2,6% en octobre 2004. Cette stabilité se maintiendrait à l'horizon de la prévision. Le glissement annuel s'établirait à 2,6% en décembre 2004 et à 2,4% en juin 2005.

L'inflation dans le secteur des produits manufacturés, seconde composante de l'inflation sous-jacente, demeure également sur une tendance stable

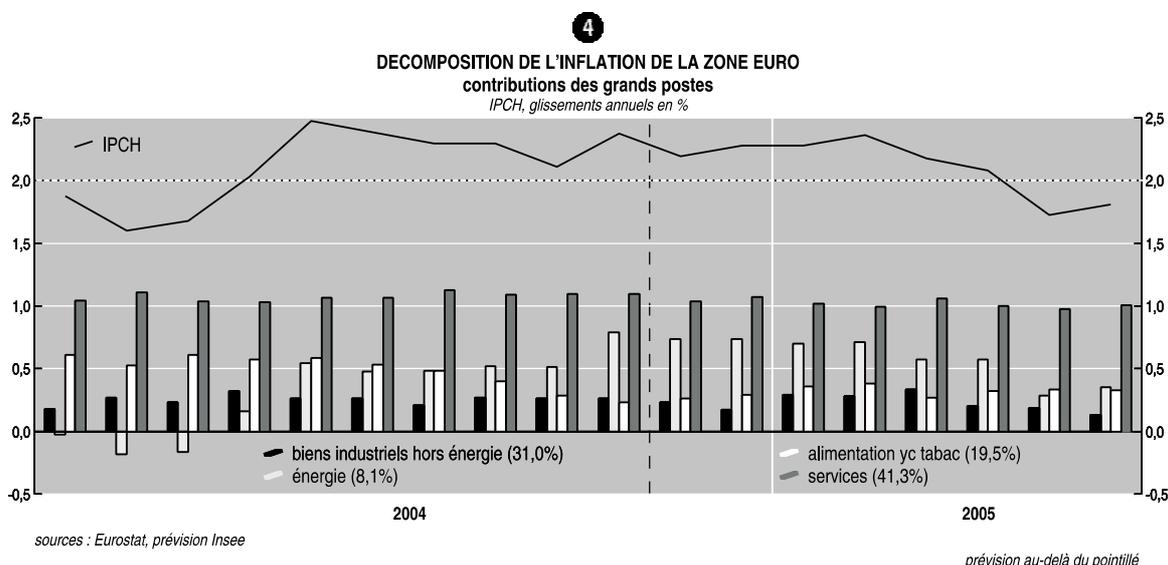
de l'ordre de 0,8% en glissement annuel. Sur la fin de 2004 et au premier semestre de 2005, les prix des produits manufacturés seraient freinés par le mouvement d'appréciation de l'euro mais cette influence serait en grande partie gommée par les effets

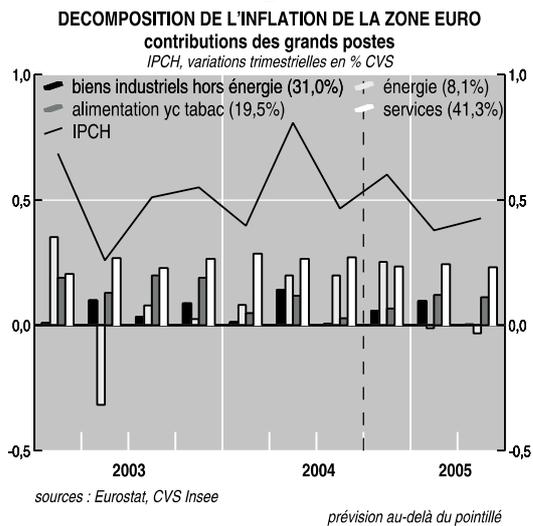


(2) Cela tient notamment à la plus faible fiscalité sur les produits énergétiques au Luxembourg que dans les autres pays européens. Ainsi, en août 2002, les taxes en euros par 1000 litres s'élevaient à 372,09 pour le super sans plomb (504,89 pour la moyenne de l'UE), 252,85 pour le gazole (351,61), 13,43 pour le fioul domestique (126,35) et 6,20 pour le fioul lourd (62,64).

(3) Cet écart a même atteint 3,5% en juin 2004 mais en grande partie du fait d'un phénomène particulier : les prix des hôtels-café-restaurants ont progressé de 6,7% en juin au Portugal avant de se replier de 4,0% en juillet. Hors ce point exceptionnel, l'écart maximal d'inflation sous-jacente se serait établi à 2,8% en juin.

(4) Celle-ci a été à l'origine d'une hausse de 0,3 point de l'inflation sous-jacente. En effet, les taux de remboursement ont baissé. Or l'IPCH est calculé à partir des prix nets de remboursement par le système de sécurité sociale. Cette réforme a donc poussé les prix, au sens de l'IPCH, à la hausse.





de la hausse des prix des matières premières (cf. graphique 4). Le glissement annuel des prix des produits manufacturés, qui atteint 0,8% en octobre 2004, se replierait à 0,6% en décembre 2004 et à 0,4% en juin 2005. ■

Pétrole

En 2004, l'augmentation des prix du baril de Brent est liée à la croissance soutenue de la demande mondiale de pétrole, à la saturation des capacités de production, ainsi qu'à une importante spéculation sur le marché. Les tensions géopolitiques et les troubles dans les principaux pays producteurs ont également contribué à cette forte hausse, en particulier au cours des deux derniers trimestres de l'année. Très volatil, le prix du Brent, quoique en léger repli depuis novembre, devrait rester encore à des niveaux très élevés au cours des prochains mois. Il s'établirait ainsi en moyenne à 46\$ le baril au quatrième trimestre. Les cours devraient se stabiliser à 40\$ au deuxième trimestre de 2005 (cf. tableau 1), suite à un ralentissement de la demande de pétrole.

Après avoir frôlé en octobre une moyenne mensuelle de 50\$ le baril, le prix du Brent est resté à des niveaux élevés fin 2004, en raison des nombreuses incertitudes concernant la production et la demande mondiales

À l'approche de l'hiver, les craintes de pénurie sur le marché pétrolier sont élevées. La plupart des pays producteurs pompent déjà quasiment au maximum de leurs capacités et disposent de très faibles marges de production mobilisables (cf. tableau 2). Cette quasi-impossibilité d'augmenter la production inquiète surtout du fait du très fort dynamisme de la demande de pétrole, qui devrait rester soutenue jusqu'à la fin de l'année. Dans son rapport du mois d'octobre, l'Agence Internationale de l'Énergie a revu à la hausse ses prévisions de consommation mondiale pour le dernier trimestre de l'année 2004 : +2,4% au lieu de +2,2% initialement prévu. Cette croissance serait tirée par la demande vigoureuse dans les pays asiatiques et ceux de l'ex-Union sovié-

TABLEAU 2 : MARGES DE PRODUCTION MOBILISABLES PAR L'OPEP

(en millions de barils par jour)	
novembre 2004	
Total Opep hors Irak	0,85-1,35
dont :	
Arabie Saoudite ⁽¹⁾⁽²⁾	0,45-0,95
Iran	0,10
Emirats Arabes Unis	0,14
Koweït ⁽¹⁾	0,06
Nigeria	0,05
Venezuela	0,00
Irak	0,72
TOTAL	1,57-2,07

(1) : inclut la moitié de la production de la zone neutre
 (2) : l'Arabie Saoudite peut atteindre 10,5 mb/j en 90 jours
 Source : Agence Internationale de l'Énergie

tique. Une demande toujours forte émane de la Chine, de l'Inde et des États-Unis (cf. tableau 3). Dans ce contexte, tout choc sur la production conduit à une élévation des prix sur le marché pétrolier. Or certains des pays producteurs connaissent une situation politique très instable (attentats et sabotages en Irak et en Arabie Saoudite, conflits ethniques au Nigeria, troubles au Venezuela), tandis que d'autres ont fait l'objet en cette fin d'année de grèves faisant craindre une interruption de leur production (c'est le cas de la Norvège et du Nigeria, tous deux producteurs de pétrole léger à faible teneur en soufre, qui est aujourd'hui la qualité de pétrole la plus recherchée). En Russie, le risque de mise en faillite de l'entreprise Ioukos a également entretenu les tensions. Toutes ces perturbations de la production mondiale ont rendu les intervenants sur

TABLEAU 1 : PRIX TRIMESTRIEL DU BARIL DE BRENT

	Niveaux trimestriels								Niveaux annuels		
	2003		2004				2005		2002	2003	2004
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.			
Baril de «brent daté» en dollars	28,4	29,3	31,8	35,4	41,6	46,0	42,0	40,0	24,9	28,8	38,7
Taux de change euro-dollar	1,12	1,19	1,25	1,20	1,22	1,28	1,30	1,30	0,95	1,19	1,24
Baril de «brent daté» en euros	25,4	24,6	25,4	29,5	34,1	36,0	32,3	30,8	26,2	23,3	31,3

Prévision
 Sources : Financial Times, Banque de France

TABLEAU 3 : DEMANDE TOTALE DE PÉTROLE, Y COMPRIS GAZ NATUREL LIQUIDE

(en millions de barils par jour)

	Données trimestrielles						Variations trimestrielles					
	2004				2005		2004				2005	
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Amérique du Nord	25,0	24,9	25,2	25,3	25,2	25,0	0,0	-0,4	1,2	0,4	-0,4	-0,8
Europe	15,8	15,4	15,7	16,0	15,8	15,5	0,0	-2,4	2,1	1,7	-1,3	-1,8
Chine	6,2	6,5	6,3	6,4	6,5	6,7	5,1	4,8	-3,8	1,6	2,2	2,8
Monde	82,4	81,2	81,9	83,9	84,0	82,3	-1,5	-1,5	0,9	2,4	0,1	-2,0

■ Prévission

Source : Agence Internationale de l'Énergie

le marché pétrolier extrêmement nerveux. Dernier point : avec la baisse des températures, les inquiétudes sur l'amaigrissement des stocks américains de produits distillés ainsi que l'insuffisance des capacités de raffinage américain ont fortement alimenté la hausse depuis octobre.

Au cours des prochains mois cependant, les inquiétudes conjoncturelles sur l'offre mondiale s'atténueraient, dans un contexte de ralentissement de l'activité des principaux pays consommateurs

Le relèvement de la production de l'Opep, qui avoisine aujourd'hui les 30 millions de barils par jour (cf. tableau 4), commencerait en effet à porter ses fruits. Provoquant un renflouement des stocks dans les pays importateurs, il conduirait à une détente progressive des cours. En outre, la production dans le golfe du Mexique, qui avait été très perturbée par le passage du cyclone Ivan à la mi-septembre, commencerait à revenir à ses niveaux habituels. Ce retour à la normale favoriserait progressivement la reconstitution des stocks commerciaux américains (cf. graphique 1). Le niveau des stocks américains de produits distillés qui comprennent le fuel de chauffage apparaît inquiétant, car inférieur à la normale pour cette période de l'année. Toutefois, les craintes de pénurie semblent diminuer avec la hausse des stocks commerciaux, dans la mesure où cela augmente la quantité de pétrole brut qui pourrait être transformé en fuel domestique, si les températures hivernales venaient à être trop basses. Enfin et surtout, l'infléchissement de la croissance mondiale devrait détendre la demande mondiale de pétrole au cours des prochains trimestres (cf. graphique 2). Ainsi, en Chine, les mesures prises par le gouvernement pour freiner la croissance économique auraient un impact négatif sur la demande de pétrole. De leur côté, les États-Unis connaîtraient un ralentissement de leur activité en début d'année prochaine. Pour autant, un aléa demeure : la situation financière de l'entreprise Ioukos, premier producteur de pétrole russe, est toujours incertaine et la décision fin décembre d'une éventuelle mise en faillite pourrait fortement affecter la production en Russie, deuxième producteur mondial après l'Arabie Saoudite.

En moyenne, le prix du baril de Brent s'établirait ainsi à 46\$ au quatrième trimestre de 2004, pour ensuite se stabiliser à des niveaux plus faibles, de l'ordre de 42\$ puis 40\$ respectivement aux premier et deuxième trimestres de 2005. ■

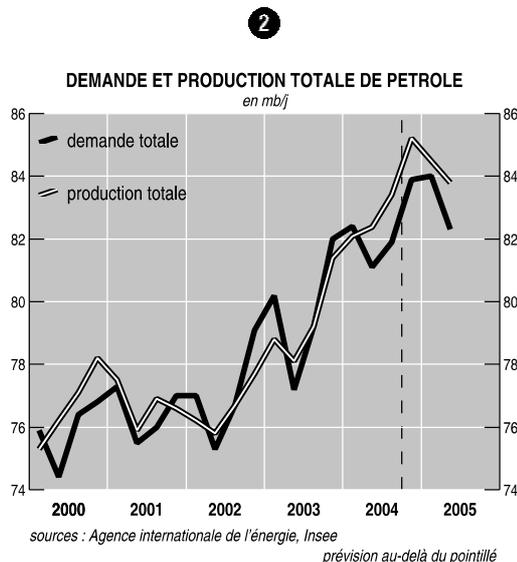
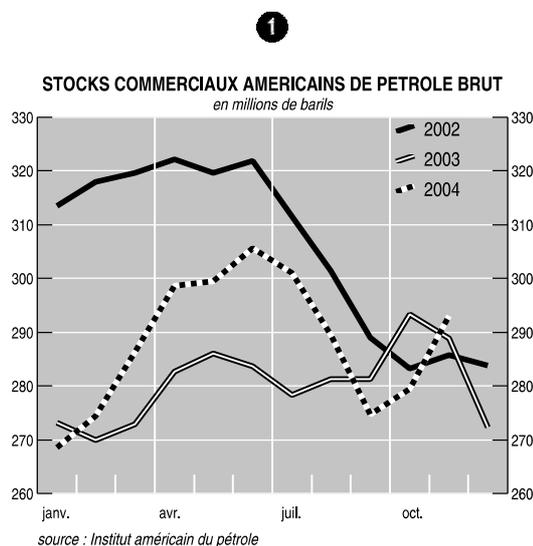


TABLEAU 4 : PRODUCTION DE PÉTROLE BRUT ET DE GAZ NATUREL LIQUIDE
en millions de barils par jour

	Données trimestrielles						Données mensuelles
	2004				2005		novembre 2004
	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	
Opep excluant l'Irak							
Quotas de production	24,5	23,5	25,8	-	-	-	27,0
Production totale	25,8	26,1	27,3	28,0 ⁽¹⁾	26,5 ⁽¹⁾	26,0 ⁽¹⁾	27,6
Irak	2,1	2,0	2,0	2,0 ⁽¹⁾	2,0 ⁽¹⁾	2,0 ⁽¹⁾	1,79
Total OPEP, production de gaz naturel liquide (NGLs⁽³⁾)	4,3	4,3	4,3	4,4 ⁽²⁾	4,7 ⁽²⁾	4,7 ⁽²⁾	4,4
Total (y compris NGLs⁽³⁾) Non Opep	49,9	50,0	49,7	50,6 ⁽²⁾	51,2 ⁽²⁾	51,0 ⁽²⁾	50,7
dont : Amérique du Nord	14,8	14,7	14,4	14,6	15,0	14,8	14,7
Russie	8,9	9,1	9,4	9,5	9,5	9,6	9,4
Europe	6,3	6,4	5,9	6,2	6,2	6,0	6,3
TOTAL	82,1	82,4	83,4	85,0	84,4	83,7	84,4

■ Prévisions

(1) Prévisions Insee

(2) Prévisions de l'AIE

(3) NGLs : gaz naturel liquide

Source : Agence Internationale de l'Énergie

Échanges extérieurs

Les exportations de produits manufacturés ont décéléré au cours des trois premiers trimestres de 2004, alors même que la demande des principaux pays partenaires commerciaux de la France demeurait dynamique. Au quatrième trimestre de 2004, les exportations françaises se redresseraient légèrement ce qui contrebalancerait partiellement la décélération récente. Mais par la suite, sous les effets conjugués du ralentissement de la demande mondiale et de l'appréciation de l'euro, la croissance des ventes à l'étranger serait plus modérée.

Les importations, extrêmement dynamiques depuis l'automne 2003, reviendraient progressivement en ligne avec l'évolution des différentes composantes de la demande.

Au total, la contribution du commerce extérieur français à la croissance de l'activité, négative depuis quatre trimestres, se neutraliserait.

Après avoir ralenti tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2004, les exportations bénéficieraient d'un rattrapage partiel en toute fin d'année

Au premier semestre de 2004, à la différence de celles des autres pays de la zone euro, les exportations françaises de produits manufacturés ont sensiblement ralenti : elles ont augmenté de 1,6% au premier semestre de 2004, après +4,8% au second semestre de 2003. Ce ralentissement est en premier lieu la traduction d'un retour à un niveau normal des ventes de matériel de transport, après le rebond exceptionnel de la fin de l'année dernière (cf. graphique 1). Dopé par de fortes livraisons d'Airbus, et celle du Queen Mary 2, ce poste avait contribué, à hauteur de 2

points, à la croissance des exportations au second semestre de 2003. Au premier semestre de 2004, il les tire au contraire vers le bas, avec une contribution négative de -0,7 point. Les exportations ont également été freinées par un coup d'arrêt de la croissance des ventes d'automobiles : elles ont continûment reculé depuis le point haut de la fin 2003, après plusieurs années de croissance quasi ininterrompue.

Au troisième trimestre de 2004, les exportations de produits manufacturés ont continué à ralentir (+0,8% après +1,1% au deuxième trimestre et +0,5% au premier trimestre), mais ce phénomène a été général dans les pays de la zone euro. Cette secousse commune n'étant pratiquement pas perceptible à travers l'évolution des importations des principaux partenaires commerciaux de la France, on peut l'attribuer à un trou d'air dans le commerce mondial qui pourrait trouver son origine dans la zone asiatique. En fin d'année 2004, une demande plus soutenue de la part des principaux pays partenaires commerciaux de la France, notamment l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Espagne devrait assurer un redressement temporaire des exportations de produits manufacturés (+1,5%) ; ainsi les performances décevantes de l'année 2004 seraient partiellement corrigées.

Par la suite, la demande de l'Asie comme celle des États-Unis seraient moins dynamiques, et la demande interne des autres pays européens ne se consoliderait pas véritablement (voir fiches « Zone euro » et « Environnement international ») : le ralentissement du commerce mondial qui s'ensuivrait se répercuterait sur les carnets de commandes français. De plus, les effets de l'appréciation de la monnaie européenne survenue à l'automne 2004 se feraient sentir, pénalisant la croissance des ventes à l'étran-

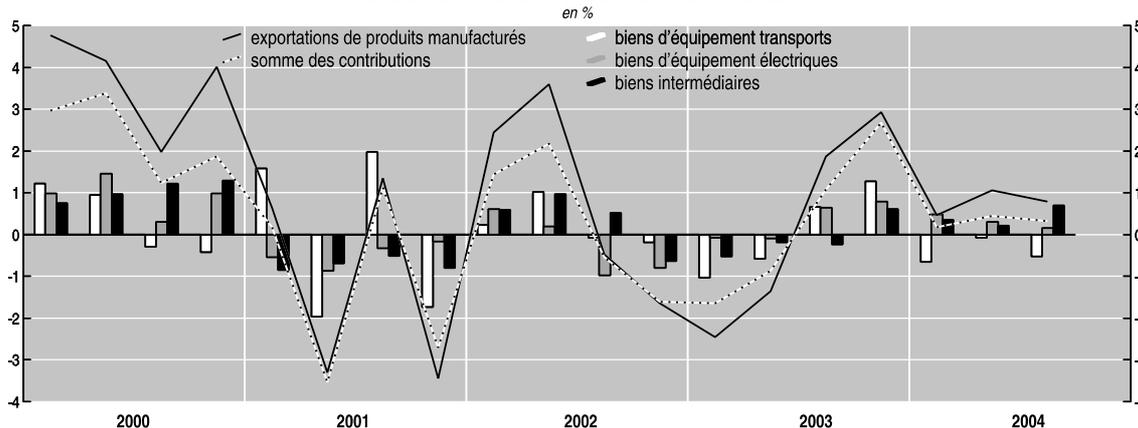
PRÉVISION DE CROISSANCE DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS AUX PRIX DE 1995

	2003		2004				2005	
	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.	3 ^e T.	4 ^e T.	1 ^{er} T.	2 ^e T.
Importations								
Ensemble des biens et services	-0,2	3,0	1,1	3,9	2,5	0,8	1,0	1,1
Produits manufacturés	-0,5	4,0	1,0	4,9	2,5	0,8	1,0	1,2
Exportations								
Ensemble des biens et services	0,8	1,5	0,5	0,9	0,8	1,2	1,0	0,9
Produits manufacturés	1,9	2,9	0,5	1,1	0,8	1,5	1,0	1,0

Prévision

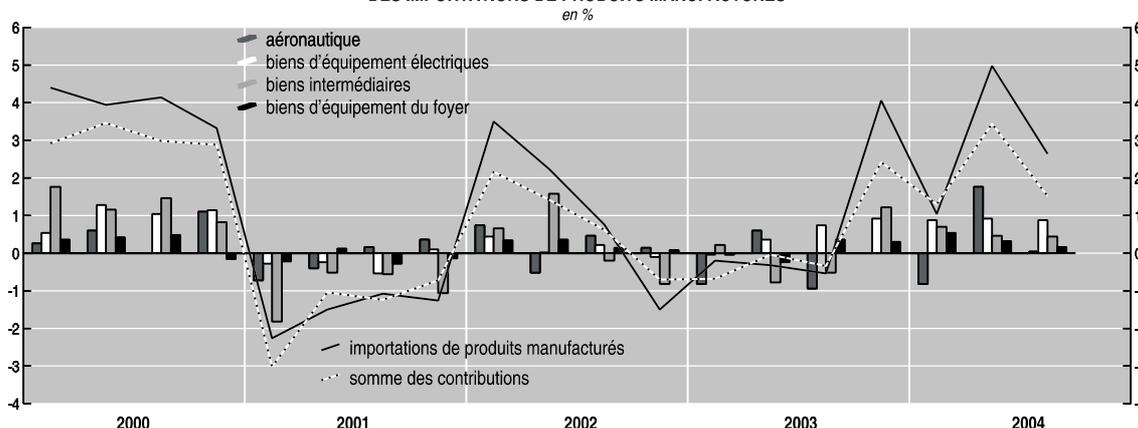
1

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



2

CONTRIBUTION PAR POSTES A LA CROISSANCE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS



ger. Ainsi, les exportations décéléreraient : elles ne progresseraient que de 1% en rythme trimestriel au cours des deux premiers trimestres de 2005.

Dans le domaine des services, le tourisme, freiné par un environnement international mouvementé, avait déçu en 2003. Jusqu'à présent, il ne s'est pas amélioré en 2004 : mesurée à travers le nombre de nuitées, la fréquentation touristique sur le sol français se serait stabilisée au cours des dix premiers mois de l'année (+0,1%), par rapport à la même période de l'année 2003⁽¹⁾. Néanmoins, les chiffres des mois de septembre et octobre semblent révéler une moindre désaffection de la clientèle étrangère, notamment américaine et japonaise.

(1) D'après un bilan provisoire de la Direction du Tourisme

Après un troisième trimestre de 2004 exceptionnellement élevé, l'évolution des importations serait, en 2005, plus conforme à celle de la demande intérieure

Le dynamisme des importations de produits manufacturés au second semestre de 2003 s'est confirmé au premier semestre de 2004. Cette accélération est en premier lieu une réponse à la vigueur de la demande des entreprises, notamment de biens d'équipement. Dans le même temps, la consommation des ménages était bien orientée, s'agissant notamment des achats de biens d'équipement du foyer. Ces produits, fabriqués à l'étranger pour une bonne partie d'entre eux, ont contribué à la hausse des importations : ce poste a progressé de 10,0% au premier semestre, contribuant ainsi à hauteur de +0,8 point à la croissance des importations (cf. graphique 2). En dépit de la hausse passée du cours du pétrole, les volumes d'énergie importée n'ont pas reculé. Les im-

portations de produits énergétiques ont donc subi de plein fouet les effets de ce choc : elles se sont accrues de +13,6% (en valeur) au cours des neuf premiers mois de l'année et la facture énergétique s'est alourdie (cf. encadré).

Au troisième trimestre, un nouveau bond des importations a été bien au-delà de ce que pouvait suggérer la progression de la demande (+2,5% pour les importations contre -0,2% pour la demande intérieure hors stocks de produits manufacturés et +0,8% pour les exportations). Une partie de ces importations a sans doute été stockée, ce qui laisse penser que le refroidissement brusque de la demande intérieure française a été très mal anticipé par les importateurs.

Il est dès lors assez probable que ce choc soit partiellement corrigé en fin d'année, les entreprises optant pour une réduction partielle de leurs très hauts ni-

veaux de stocks, ce qui freinerait fortement les importations de produits manufacturés. Les importations de produits de la branche automobile ralentiraient sensiblement en fin d'année. Il est vrai qu'elles ont été très dynamiques au premier semestre (+5,9% en glissement) alors que le marché de l'automobile était morose.

Au premier semestre de 2005, la demande finale hors stocks se redresserait légèrement ; mais le ralentissement des exportations freinerait la demande de biens intermédiaires, et par conséquent les importations. Au total, les importations de produits manufacturés seraient plus conformes à la progression de la demande, avec des rythmes de l'ordre de +1,0% et +1,2% aux deux premiers trimestres de 2005. ■

ENCADRÉ : EN 2004, LA FACTURE ÉNERGÉTIQUE S'ÉLÈVERAIT À 1,6 POINT DU PIB AUX PRIX COURANTS

Le redressement des cours du pétrole, qui s'était amorcé au printemps 2003, a fait place à une nette accélération en 2004, plus marquée à partir de l'été. Le prix du baril⁽¹⁾, libellé en dollar, a fait un bond de 60% en glissement depuis janvier, après s'être accru de 20% entre avril 2003 et la fin de cette même année. En octobre 2004, il s'établit à 50\$ et atteint ainsi un record historique. Toutefois, le dollar s'étant, dans le même temps, fortement dévalué par rapport à la monnaie européenne, l'envolée du cours du brut a été amortie par la conversion en euro, surtout en 2003 : pour les pays de la zone euro, le prix du baril n'a augmenté que de 74% depuis le point bas d'avril 2003.

Ces pays ont déjà été confrontés à une flambée des prix du pétrole en 1999-2000. Si l'environnement conjoncturel est actuellement moins porteur, l'appréciation de leur monnaie les place en revanche dans une position moins défavorable. À cette époque, un contexte de change dia-

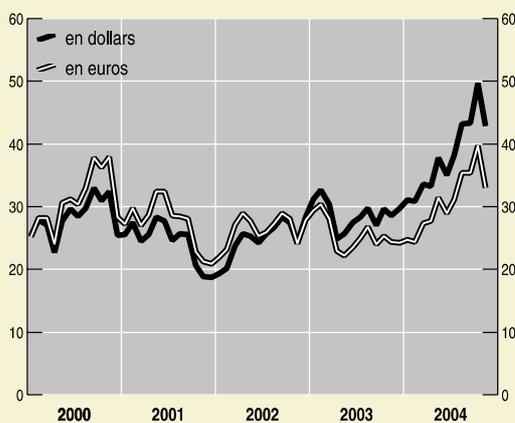
métrale opposé - forte dépréciation de l'euro par rapport au dollar - avait au contraire amplifié la hausse des cours du brut (cf. graphique A). Pour les pays importateurs, une forte augmentation du prix du baril se traduit d'emblée, et mécaniquement, par une dégradation de la facture énergétique. Celle de la France a doublé en 2000, passant de 11,4 à 22,4 milliards d'euros, alors qu'elle s'était à peu près stabilisée en valeur nominale depuis le contre-choc pétrolier du milieu des années quatre-vingt.

Un calcul simplifié permet d'estimer à 27,9 milliards d'euros le montant de cette facture pour 2004. Elle serait en hausse de +22% par rapport à 2003. D'ores et déjà, la facture énergétique cumulée jusqu'en septembre s'établit à 19,8 milliards d'euros contre 17,0 milliards d'euros sur la même période de 2003, soit une augmentation de 16%. Rapportée au PIB, la facture énergétique atteindrait 1,6 point, ratio comparable à celui de l'année 2000. Il est plus élevé qu'en 2003, mais reste encore très inférieur à ceux de la première moitié des années quatre-vingt (cf. graphique B).

(1) Le cours de référence est ici le prix du baril de Brent, prix spot à Rotterdam.

A

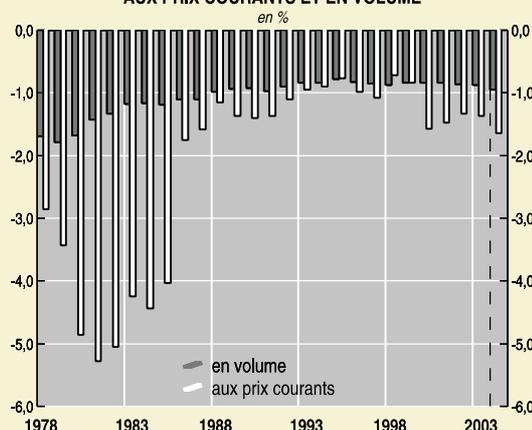
PRIX DU BARIL DE BRENT



sources : Financial Times

B

FACTURE ÉNERGÉTIQUE EN POINT DE PIB AUX PRIX COURANTS ET EN VOLUME



prévision au-delà du pointillé

ENCADRÉ : EN 2004, LA FACTURE ÉNERGÉTIQUE S'ÉLÈVERAIT À 1,6 POINT DU PIB AUX PRIX COURANTS

Le solde énergétique observé sur le passé résulte de la conjonction de différents effets, qui, en toute rigueur, ne peuvent être simulés qu'à travers un exercice de « bouclage économique » complet. En effet, en se répercutant sur les prix, la hausse des cours du brut érode le pouvoir d'achat des ménages et les profits des entreprises, et, si elle perdure, elle peut durablement freiner la demande intérieure. Les principaux partenaires commerciaux de la France étant eux aussi touchés par le même choc, les exportations sont également affectées. Néanmoins, en première approximation, on peut admettre que les délais de transmission à l'économie de l'ensemble de ces effets dépassent l'horizon de la projection effectuée dans cet exercice.

En dépit de la dégradation du solde énergétique, les effets du choc de l'année 2000 sont restés relativement circonscrits, en raison, entre autres, d'une moindre dépendance pétrolière de la France. En témoigne la baisse très sensible du poids de la facture énergétique dans le PIB depuis une vingtaine d'années : elle représentait moins de 1% du PIB en valeur en 1999, contre plus de 5% en 1981. Le recul de la part de l'énergie dans les importations de biens et de services, en volume, (14% en 1981 à

5% en 2003) délivre un message similaire (cf. graphique C). En outre, cet indicateur étant débarrassé de l'effet des prix, son déclin lent et régulier peut directement être relié à certaines évolutions structurelles : recul de la place de l'industrie dans l'économie, développement d'énergies de substitution (gaz et nucléaire) et renforcement des mesures d'économie d'énergie.

Ces constats accréditent une des hypothèses sur laquelle se fonde l'estimation de la facture énergétique pour 2004, et qui consiste à supposer une relative inertie, à très court terme, de la part, en volume, des importations de produits énergétiques dans l'ensemble des importations françaises. Ceci revient à admettre que les ménages, comme les entreprises, ne modifient pas brutalement leurs comportements. On a supposé d'autre part que les cours du pétrole allaient refluer lentement pendant les derniers mois de l'année et que le taux de change resterait au niveau de la mi-novembre. Par ailleurs, le montant des importations de produits énergétiques se révèle fortement corrélé au cours du pétrole en euro (cf. graphique D). On peut donc penser, au regard du prix du baril de pétrole en octobre, que la facture énergétique devrait continuer à s'alourdir au quatrième trimestre. ■

